

RENTA VARIABLE - ESPAÑA

Sector: Inmobiliario

Fecha del informe: 2 ago 2021
Hora distribución: 10:30

Resultados 6m 2021
Precio de Cierre: EUR 2,26 (30 jul 2021)

Resultados 6m 2021

Opinión ⁽¹⁾: En línea

Impacto ⁽¹⁾: Mantenemos estimaciones

David López Sánchez – david.lopez@lighthouse-ieaf.com

+34 915 904 226

Libertas 7 (LIB), es un Grupo familiar con sede en Valencia (España) estructurado en torno a tres áreas de actividad: (i) promoción y gestión inmobiliaria, (ii) gestión turística, con el arrendamiento de 76 apartamentos y la gestión de un hotel y (iii) inversión financiera, con la gestión de su propio patrimonio a través de la inversión en renta variable y private equity. Gestionado y controlado por la familia fundadora (c. 70% s/Capital)

1S21: con el viento a favor. Se materializa el salto en tamaño

AUTÉNTICO SALTO EN TAMAÑO EN INGRESOS (EUR 12,3Mn vs EUR 1,4Mn 1S20)...

explicado esencialmente por la escrituración de 61 viviendas (de las 72 esperadas para el conjunto del año) de las promociones Residencial Cresol y Edificio Alberola (EUR 11,1Mn). Aunque, la prolongación del impacto del Covid-19 durante el 1S21 retrasa la esperada normalización del área turística (con una actividad que se mantuvo bajo mínimos; EUR 0,2Mn, aún -72% vs 1S19).

...QUE PERMITE RECUPERAR NIVELES DE EBITDA REC. POSITIVO. El salto en tamaño en ingresos, junto a una estructura de costes que ofrece un elevado apalancamiento operativo, se traduce en un EBITDA Rec. de EUR 0,7Mn (Mg. EBITDA 5,3%).

Y REDUCIR LA DEUDA NETA A EUR 25,0Mn (-26,8% vs 2020; DN/FFPP 0,26x).

Esencialmente como resultado de las escrituraciones realizadas (que reducen el valor de los inventarios en EUR 8,4Mn) y la mayor liquidez generada en la cartera de inversión (con unas ventas netas: EUR 1,9Mn).

TODO ELLO, ACOMPAÑADO DEL ALZA DEL VALOR DE SUS ACTIVOS...

Por un lado, el valor de mercado de la cartera de inversión alcanza los EUR 49,3Mn (+12,7% YTD), con una cartera de Bolsa (68% s/cartera total) que generó una rentabilidad del 16,5% YTD (vs 13,5% del Stoxx600 y 9,2% del Ibex 35). Y, por otro, una revisión al alza del valor de los activos inmobiliarios por EUR 0,8Mn. A cierre del 1S21, el PN ascendía a EUR 97Mn a cierre del 1S21 (+11,5% vs 2020; 0,5x P/BV vs c. 1x del sector, lo que intuitivamente apuntaría a una potencial reserva de valor).

...Y NOTICIAS MUY POSITIVAS.

Por el lado extraordinario del negocio, el viernes 30 de julio se conoció la sentencia absolutoria de la consejera delegada de LIB en el litigio que mantenía por Banco de Valencia en relación a su financiación.

LO QUE CONFIRMA EL CAMBIO ESPERADO EN LA COMPAÑÍA. Y SU ENTRADA EN UNA NUEVA FASE DE CRECIMIENTO.

Por varias razones: (i) la mera expansión del negocio promotor (capacidad de acceder a suelo a precios atractivos por aprovechamiento de su especialización en la Comunidad Valenciana), (ii) la exposición al ciclo de su negocio turístico (que debiera superar los niveles pre Covid-19 a partir de 2023e) y (iii) los resultados que pudieran derivarse de la gestión y rotación de la cartera de inversión.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	49,5	58,8
EV (Mn EUR y USD) ⁽²⁾	40,8	48,4
Número de Acciones (Mn)	21,9	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	6,99 / 2,12 / 0,86	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación ⁽³⁾	0,0	
Factset / Bloomberg	LIB-ES / LIB SM	
Cierre año fiscal	31-Dic	

Estructura Accionarial (%)

Familia Noguera y otros accs.	80,0
Autocartera	4,5
Free Float	15,5

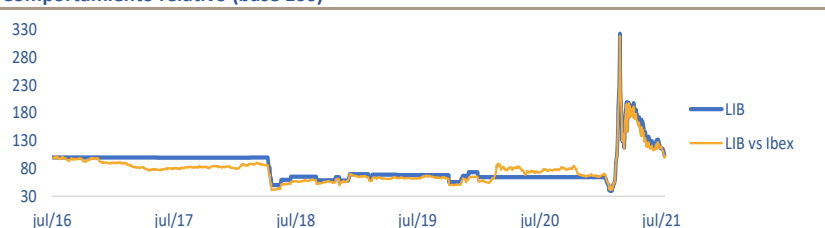
Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2020	2021e	2022e	2023e
Nº Acc. ajustado (Mn)	21,1	21,9	21,9	21,9
Total Ingresos	3,9	18,4	16,5	13,1
EBITDA Rec. ⁽⁴⁾	-0,7	1,8	2,0	1,9
% Var.	-83,0	358,3	9,8	-3,6
% EBITDA Rec./Ing.	n.a.	9,8	12,0	14,5
% Var EBITDA sector ⁽⁵⁾	-0,6	5,1	8,0	6,4
Beneficio neto	-3,6	2,3	1,0	0,9
BPA (EUR)	-0,17	0,10	0,04	0,04
% Var.	-440,8	161,0	-58,0	-9,0
BPA ord. (EUR)	-0,17	0,04	0,04	0,04
% Var.	-431,7	121,8	20,9	-9,0
Free Cash Flow Rec. ⁽⁶⁾	-5,4	3,9	0,0	-4,5
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	34,1	30,2	30,2	34,7
DN / EBITDA Rec.(x)	n.a.	16,8	15,3	18,2
ROE (%)	n.a.	2,6	1,1	1,0
ROCE (%) ⁽⁶⁾	n.a.	1,4	1,6	1,5

Ratios y Múltiplos (x) ⁽⁷⁾

PER	n.a.	21,7	51,7	56,8
PER Ordinario	n.a.	62,5	51,7	56,8
P/BV	0,6	0,5	0,5	0,5
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	10,41	2,21	2,48	3,10
EV/EBITDA Rec.	n.a.	22,7	20,7	21,4
EV/EBIT	n.a.	25,6	23,0	24,0
FCF Yield (%) ⁽⁶⁾	n.a.	7,9	n.a.	n.a.

Comportamiento relativo (base 100)



Comportamiento en bolsa (%)

Absoluta	-13,1	-40,9	62,9	62,9	60,6	4,5
vs Ibex 35	-11,6	-40,0	31,4	51,6	82,4	3,5
vs Ibex Small Cap Index	-9,3	-40,3	16,3	56,1	42,5	-43,2
vs Eurostoxx 50	-13,6	-42,6	27,8	41,5	37,9	-23,6
vs Índice del sector ⁽⁵⁾	-18,3	-46,9	27,7	43,8	49,3	-2,3

(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) Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 0,2Mn mayor por la aplicación de NIIF 16.

(5) Sector: Stoxx Europe 600 Real State.

(6) Ver Anexo 2 para Tasa fiscal teórica (ROCE) y cálculo del FCF recurrente.

(7) Múltiplos y ratios calculados con cotización a fecha de este informe.

(*) Salvo que se indique expresamente, todos los datos de este informe tienen como fuente: La Compañía, Factset y Lighthouse.

Informe emitido por IEAF Servicios de Análisis, S.L.U. Lighthouse es un proyecto de IEAF Servicios de Análisis, S.L.U.

Este informe se ha realizado en base a información pública. El informe incluye un análisis financiero de la compañía cubierta. El informe no propone ninguna recomendación personalizada de inversión. Los inversores tan solo deben considerar el contenido de este informe como un elemento más en su proceso de decisión en materia de inversión.

En las dos últimas páginas de este informe se incluye información legal muy importante sobre su contenido.

Resultados 1S21

Tabla 1. Resultados 1S21

EUR Mn	6m21 Real	6m20	6m21 Real vs 6m20	2021e	2021e vs 2020
Total Ingresos	12,3	1,4	n.a.	18,4	369,9%
Inmobiliario	11,3	0,7	n.a.	16,0	n.a.
Turismo	0,2	0,2	5,8%	0,9	n.a.
Inversiones	0,8	0,5	49,0%	1,5	n.a.
EBITDA (Recurrente)	0,7	-0,5	233,7%	1,8	358,3%
<i>EBITDA Rec. / Ingresos</i>	<i>5,3%</i>	<i>-34,2%</i>	<i>39,5 p.p.</i>	<i>9,8%</i>	<i>27,5 p.p.</i>
EBITDA	0,7	-0,5	233,7%	1,8	268,7%
<i>EBITDA / Ingresos</i>	<i>5,3%</i>	<i>-34,2%</i>	<i>39,5 p.p.</i>	<i>9,8%</i>	<i>36,9 p.p.</i>
EBIT	0,5	-0,6	180,5%	1,6	226,1%
BAI	1,7	-1,4	218,0%	2,9	173,7%
BN	1,3	-1,2	209,6%	2,3	163,3%
BN ordinario¹	-0,1	-1,3	88,3%	0,8	122,7%
Deuda Neta	25,0	34,1	-26,8%	30,2	-12%
Patrimonio Neto	97,9	87,9	11,5%		
Cartera de inversión ²	49,5	45,5	8,8%		
Cartera de preventas (Inmobiliario)	10,8	16,8	-35,7%		
Producto en comercialización	5,8	9,9	-41,2%		
Cartera de suelo (m2t)	11.354	11.354	0,0%		

Nota 1: Beneficio Neto ordinario ajustado para excluir el impacto extraordinario de: (i) ajuste realizado al poner a valor de mercado la participación de Adolfo Domínguez (ADZ) una vez que ha dejado de ser asociada (EUR 0,8Mn) y (ii) la revalorización de las inversiones inmobiliarias (EUR 0,9Mn). Impacto total en 1S21 EUR 1,8Mn.

Nota 2: Cartera de inversión a valor de mercado.

Tabla 2. Mix de activos por área de actividad

Balance (EUR Mn)	Inmobiliario		Turismo		Inversiones		Consolidado	
	1S21	2020	1S21	2020	1S21	2020	1S21	2020
Activos por segmentos	49,2	54,2	22,6	22,8	33,4	32,4	105,2	109,4
Fondo de comercio	-	-	-	-	0,6	0,6	0,6	0,6
Participaciones en empresas asociadas	-	-	-	-	3,0	6,9	3,0	6,9
Activos financieros	-	-	-	-	47,8	36,2	47,8	36,2
Total Activo	49,2	54,2	22,6	22,8	84,7	76,0	156,6	153,1
Pasivos por segmentos	7,7	8,6	5,1	5,2	6,7	7,2	19,6	21,0
Deudas con entidades de crédito	16,9	21,9	2,5	2,5	19,7	19,7	39,1	44,1
Total Pasivo	24,5	30,5	7,6	7,7	26,5	26,9	58,6	65,1
Patrimonio Neto	24,6	23,7	15,0	15,1	58,3	49,2	97,9	88,0

Nota sobre valor patrimonial: A raíz de estos resultados y de los acontecimientos más recientes, destacamos:

- LIB materializa el salto en tamaño esperado. Lo que debiera marcar el inicio de una nueva fase de crecimiento.
- Valor patrimonial (“clave” en una compañía como LIB). Utilizando datos de cierre del 1S21, la suma del valor neto de los activos del Área de Inversión (EUR 58,3Mn) y Turismo (EUR 15,0Mn) ascendería a EUR 73,3Mn (+14% vs 2020). Un importe que superara en c. 48% el Mkt. Cap a fecha de este informe (EUR 49,5Mn). Lo que “intuitivamente” aparece como una potencial reserva de valor, al no asignar el mercado una valoración aparente al Área Inmobiliaria (activos netos por EUR 24,6Mn a cierre del 1S21 y capacidad de crecimiento en el largo plazo).

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2021e	2022e	2023e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	4,9	0,5	(3,9)	n.a.			
Market Cap	49,5	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	25,0	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 6m 2021)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	1,6%	Coste de la deuda neta			1,4%	1,9%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	1,3%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			1,1%	1,5%	
Risk free rate (rf)	0,3%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	9,0%	R (estimación propia)			8,5%	9,5%	
Beta (B)	1,2	B (estimación propia)			1,1	1,3	
Coste del Equity	11,1%	Ke = Rf + (R * B)			9,6%	12,6%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	66,5%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	33,5%	D			=	=	
WACC	7,8%	WACC = Kd * D + Ke * E			6,8%	8,9%	
G "Razonable"	2,0%				2,0%	1,5%	

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

Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker Factset	Mkt. Cap	PER 21e	BPA 21e-23e	EV/EBITDA 21e	EBITDA 21e-23e	EV/Vtas. 21e	Ingresos 21e-23e	EBITDA/Vtas. 21e	FCF Yield 21e	FCF 21e-23e
Metrovacesa	MVC-ES	1.060,1	58,8	57,5%	28,3	35,3%	2,6	19,8%	9,3%	5,6%	83,1%
Aedas Homes	AEDAS-ES	1.133,6	9,1	-2,2%	7,8	-3,7%	1,5	-0,3%	19,6%	7,5%	89,8%
Neinor Homes	HOME-ES	923,7	9,7	0,9%	7,1	1,3%	1,3	-0,7%	17,6%	n.a.	46,6%
Insur	ISUR-ES	134,2	13,6	16,0%	14,3	6,1%	2,8	-2,9%	19,7%	5,2%	0,0%
Promoción inmobiliaria			22,8	18,1%	14,4	9,7%	2,1	4,0%	16,5%	6,1%	54,9%
Playa Hotels & Resorts	PLYA-US	950,4	n.a.	48,5%	n.a.	n.a.	5,1	31,0%	8,5%	0,5%	n.a.
PPHE Hotel Group	PPH-GB	773,1	n.a.	57,8%	n.a.	n.a.	8,4	37,2%	14,7%	n.a.	54,9%
Pierre et Vacances	VAC-FR	97,3	n.a.	-25,2%	n.a.	67,0%	3,4	24,0%	n.a.	n.a.	42,6%
Turismo			n.a.	27,0%	n.a.	67,0%	5,6	30,7%	11,6%	0,5%	48,8%
LIB	LIB-ES	49,5	21,7	-38,2%	22,7	2,9%	2,2	-15,5%	9,8%	7,9%	-77,1%

Análisis de sensibilidad (2022e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 22e	EBITDA 22e	EV/EBITDA 22e
Max	13,2%	2,2	18,8x
Central	12,0%	2,0	20,7x
Min	10,8%	1,8	23,0x

Anexo 1. Proyecciones financieras⁽¹⁾

Balance (EUR Mn)	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	TACC	
Inmovilizado inmaterial	0,1	0,1	0,1	2,0	2,2	2,2	2,2	2,2		
Inmovilizado material	26,0	34,1	36,3	38,6	38,0	39,3	39,6	39,8		
Otros activos no corrientes	34,8	34,4	35,4	35,3	36,8	36,8	36,8	36,8		
Inmovilizado financiero	65,2	60,8	52,5	53,6	43,3	44,3	44,4	44,5		
Fondo de comercio y otros intangibles	5,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6		
Activo circulante	12,8	13,6	15,4	16,7	22,0	17,1	18,4	23,1		
Total activo	144,4	143,5	140,2	146,7	143,0	140,2	141,9	146,9		
Patrimonio neto	95,7	96,4	91,9	96,1	87,9	90,1	91,1	92,0		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	9,3	11,0	11,7	13,4	13,4	13,4	13,4	13,4		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	2,1	2,2	2,2	2,2	2,2		
Deuda financiera neta	37,8	35,1	34,5	31,3	34,1	30,2	30,2	34,7		
Pasivo circulante	1,7	1,1	2,1	3,8	5,4	4,3	5,0	4,7		
Total pasivo	144,4	143,5	140,2	146,7	143,0	140,2	141,9	146,9		
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	16-20	20-23e
Total Ingresos	9,1	7,9	5,0	5,6	3,9	18,4	16,5	13,1	-19,0%	49,7%
<i>Cto. Total Ingresos</i>	<i>11,2%</i>	<i>-13,1%</i>	<i>-37,1%</i>	<i>11,4%</i>	<i>-29,4%</i>	<i>369,9%</i>	<i>-10,6%</i>	<i>-20,2%</i>		
Coste de ventas	(1,9)	(0,8)	(1,1)	(1,4)	(1,4)	(12,6)	(10,3)	(7,0)		
Margen Bruto	7,3	7,2	3,9	4,2	2,5	5,9	6,1	6,1	-23,1%	34,1%
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>79,5%</i>	<i>90,3%</i>	<i>77,4%</i>	<i>75,4%</i>	<i>64,7%</i>	<i>31,8%</i>	<i>37,2%</i>	<i>46,5%</i>		
Gastos de personal	(1,5)	(1,5)	(1,7)	(2,2)	(1,7)	(1,9)	(2,0)	(2,0)		
Otros costes de explotación	(0,7)	(1,6)	(2,3)	(2,4)	(1,5)	(2,1)	(2,2)	(2,2)		
EBITDA recurrente	5,1	4,0	(0,2)	(0,4)	(0,7)	1,8	2,0	1,9	-20,9%	67,9%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	<i>76,3%</i>	<i>-20,3%</i>	<i>-104,1%</i>	<i>-128,5%</i>	<i>-83,0%</i>	<i>358,3%</i>	<i>9,8%</i>	<i>-3,6%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>55,6%</i>	<i>51,0%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>9,8%</i>	<i>12,0%</i>	<i>14,5%</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(0,5)	(0,7)	0,2	0,0	(0,4)	-	-	-		
EBITDA	4,6	3,3	(0,0)	(0,4)	(1,1)	1,8	2,0	1,9	-22,2%	55,9%
Depreciación y provisiones	2,5	0,5	(0,0)	0,1	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
EBIT	7,1	3,8	(0,0)	(0,5)	(1,3)	1,6	1,8	1,7	-21,5%	49,5%
<i>Cto. EBIT</i>	<i>n.a.</i>	<i>-46,3%</i>	<i>-100,4%</i>	<i>n.a.</i>	<i>-163,9%</i>	<i>226,1%</i>	<i>11,0%</i>	<i>-4,0%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>	<i>77,2%</i>	<i>47,7%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>8,7%</i>	<i>10,8%</i>	<i>12,9%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	3,3	2,5	(0,1)	-	-	-		
Resultado financiero neto	(2,1)	(0,7)	(0,6)	(0,6)	(0,9)	(0,7)	(0,6)	(0,7)		
Resultados por puesta en equivalencia	(0,7)	(1,6)	(1,7)	0,1	(1,7)	0,1	0,1	0,1		
Beneficio ordinario	4,3	1,5	1,0	1,5	(3,9)	1,0	1,2	1,1	-30,6%	31,7%
<i>Cto. Beneficio ordinario</i>	<i>142,7%</i>	<i>-65,8%</i>	<i>-31,3%</i>	<i>48,7%</i>	<i>-360,3%</i>	<i>125,6%</i>	<i>20,9%</i>	<i>-9,0%</i>		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	1,9	-	-		
Beneficio antes de impuestos	4,3	1,5	1,0	1,5	(3,9)	2,9	1,2	1,1	-30,6%	31,7%
Impuestos	(3,3)	(1,0)	(0,9)	(0,4)	0,3	(0,6)	(0,2)	(0,2)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>78,3%</i>	<i>65,7%</i>	<i>86,2%</i>	<i>28,8%</i>	<i>n.a.</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	0,9	0,5	0,1	1,1	(3,6)	2,3	1,0	0,9	-55,9%	30,9%
<i>Cto. Beneficio neto</i>	<i>-20,7%</i>	<i>-46,0%</i>	<i>-72,5%</i>	<i>669,2%</i>	<i>-440,8%</i>	<i>163,3%</i>	<i>-58,0%</i>	<i>-9,0%</i>		
Beneficio ordinario neto	3,3	1,5	0,6	1,1	(3,5)	0,8	1,0	0,9	-32,2%	31,0%
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>292,5%</i>	<i>-54,2%</i>	<i>-61,3%</i>	<i>79,4%</i>	<i>-431,8%</i>	<i>122,7%</i>	<i>20,9%</i>	<i>-9,0%</i>		
Cash Flow (EUR Mn)	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	16-20	20-23e
EBITDA recurrente						1,8	2,0	1,9	-20,9%	67,9%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(0,2)	(0,2)	(0,2)		
Var. capital circulante						3,8	(0,6)	(5,0)		
Cash Flow operativo recurrente						5,5	1,2	-3,3	-27,0%	10,6%
CAPEX						(0,3)	(0,3)	(0,3)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,7)	(0,6)	(0,7)		
Impuestos						(0,6)	(0,2)	(0,2)		
Free Cash Flow Recurrente						3,9	(0,0)	(4,5)	-47,5%	6,1%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						3,9	(0,0)	(4,5)	-37,7%	-4,4%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						(3,9)	0,0	4,5		

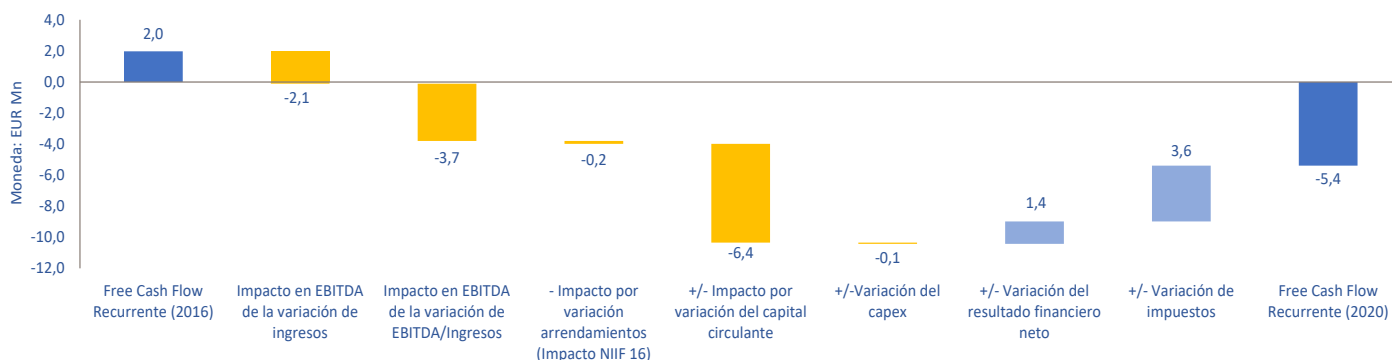
Nota 1: Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 0,2Mn mayor por la aplicación de NIIF 16.

Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow⁽¹⁾

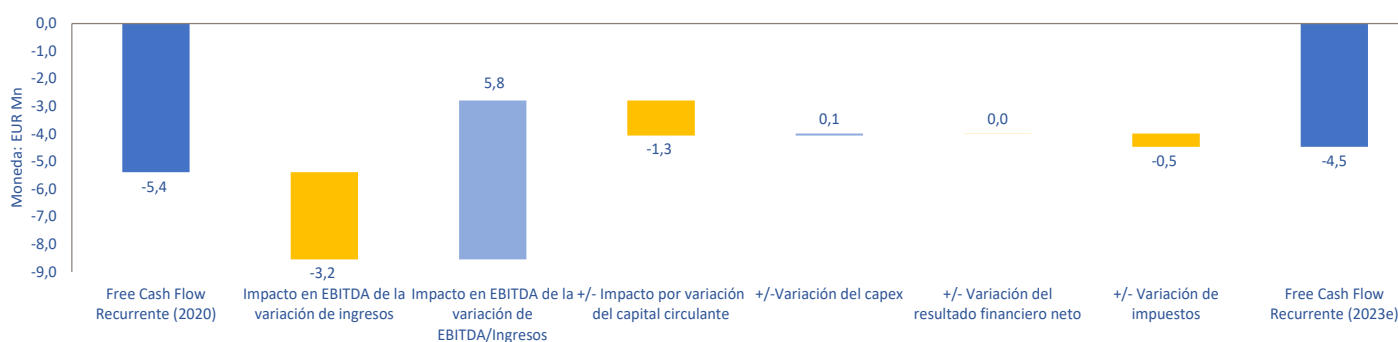
A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	TACC	
								17-20	20-23e
EBITDA recurrente	4,0	(0,2)	(0,4)	(0,7)	1,8	2,0	1,9	-29,5%	67,9%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	-20,3%	-104,1%	-128,5%	-83,0%	358,3%	9,8%	-3,6%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	51,0%	n.a.	n.a.	n.a.	9,8%	12,0%	14,5%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
+/- Var. Capital circulante	(1,4)	(0,7)	0,5	(3,7)	3,8	(0,6)	(5,0)		
= Cash Flow operativo recurrente	2,6	(0,9)	(0,1)	(4,6)	5,5	1,2	(3,3)	-55,6%	10,6%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	-66,0%	-134,6%	88,5%	n.a.	218,1%	-78,6%	-382,0%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	33,0%	n.a.	n.a.	n.a.	29,7%	7,1%	n.a.		
- CAPEX	(0,2)	(0,2)	(0,1)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,7)	(0,7)	(0,7)	(0,7)	(0,7)	(0,6)	(0,7)		
- Impuestos	(1,0)	(0,9)	(0,4)	0,3	(0,6)	(0,2)	(0,2)		
= Free Cash Flow recurrente	0,8	(2,7)	(1,3)	(5,4)	3,9	(0,0)	(4,5)	n.a.	6,1%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	-61,6%	-452,6%	52,5%	-324,7%	173,0%	-101,2%	n.a.		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	9,6%	n.a.	n.a.	n.a.	21,4%	n.a.	n.a.		
- Gastos de reestructuración y otros	0,7	(0,2)	(0,0)	0,4	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	3,5	3,6	1,1	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	1,5	0,6	2,3	(3,9)	3,9	(0,0)	(4,5)	-67,0%	-4,4%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	-39,9%	-57,9%	279,0%	-267,0%	200,3%	-101,2%	n.a.		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	1,5%	n.a.	n.a.	n.a.	7,9%	n.a.	n.a.		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	3,0%	1,3%	4,7%	n.a.	7,9%	n.a.	n.a.		
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	2,0	0,8	(2,7)	(1,3)	(5,4)	3,9	(0,0)		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(0,7)	(1,5)	(0,0)	0,1	(2,6)	(0,2)	(0,4)		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(0,4)	(2,7)	(0,2)	(0,4)	5,1	0,4	0,3		
= Variación EBITDA recurrente	(1,0)	(4,2)	(0,2)	(0,3)	2,5	0,2	(0,1)		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	(0,2)	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	(4,1)	0,7	1,2	(4,2)	7,6	(4,5)	(4,4)		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	(5,1)	(3,5)	0,8	(4,5)	10,1	(4,3)	(4,5)		
+/- Variación del CAPEX	0,0	(0,0)	0,2	(0,3)	0,1	(0,1)	0,1		
+/- Variación del resultado financiero neto	1,4	0,0	(0,0)	(0,0)	0,0	0,0	(0,0)		
+/- Variación de impuestos	2,4	0,1	0,4	0,7	(0,8)	0,3	0,0		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	(1,2)	(3,4)	1,4	(4,1)	9,3	(4,0)	(4,4)		
Free Cash Flow Recurrente	0,8	(2,7)	(1,3)	(5,4)	3,9	(0,0)	(4,5)		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
EBIT	3,8	(0,0)	(0,5)	(1,3)	1,6	1,8	1,7	-32,7%	49,5%
* Tasa fiscal teórica	30,0%	0,0%	0,0%	0,0%	20,0%	20,0%	20,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(1,1)	-	-	-	(0,3)	(0,4)	(0,3)		
EBITDA recurrente	4,0	(0,2)	(0,4)	(0,7)	1,8	2,0	1,9	-29,5%	67,9%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
+/- Var. Capital circulante	(1,4)	(0,7)	0,5	(3,7)	3,8	(0,6)	(5,0)		
= Cash Flow operativo recurrente	2,6	(0,9)	(0,1)	(4,6)	5,5	1,2	(3,3)	-55,6%	10,6%
- CAPEX	(0,2)	(0,2)	(0,1)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(1,1)	-	-	-	(0,3)	(0,4)	(0,3)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	1,3	(1,1)	(0,2)	(5,0)	4,9	0,5	(3,9)	-81,1%	7,7%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	-76,3%	-191,0%	84,8%	n.a.	198,0%	-90,0%	-902,5%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	15,9%	n.a.	n.a.	n.a.	26,4%	3,0%	n.a.		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	3,5	3,6	1,1	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	1,3	2,3	3,4	(3,9)	4,9	0,5	(3,9)	-71,8%	-0,3%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	-76,3%	83,0%	49,5%	-212,3%	225,7%	-90,0%	-902,5%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	3,1%	n.a.	n.a.	n.a.	11,9%	1,2%	n.a.		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	3,1%	5,7%	8,4%	n.a.	11,9%	1,2%	n.a.		

Nota 1: Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 0,2Mn mayor por la aplicación de NIIF 16.

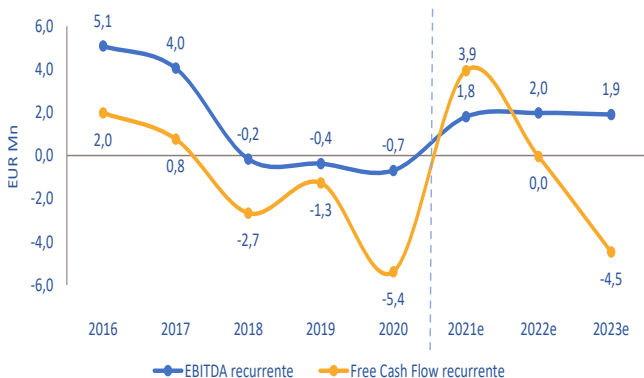
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2016 - 2020)



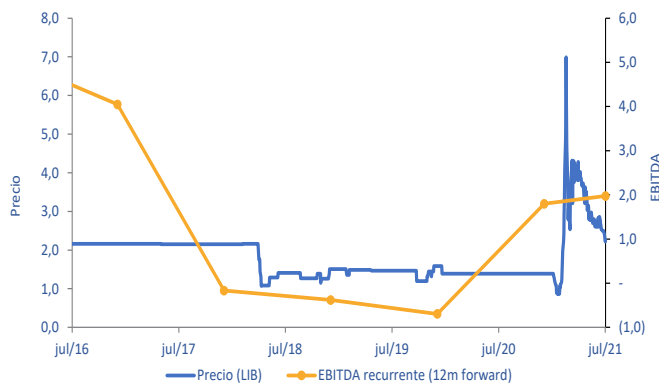
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2020 - 2023e)



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	49,5	
+ Minoritarios	-	Rdos. 6m 2021
+ Provisiones y otros pasivos a LP	-	Rdos. 6m 2021
+ Deuda financiera neta	25,0	Rdos. 6m 2021
- Inmovilizado financiero	4,5	Rdos. 6m 2021
+/- Otros ⁽¹⁾	(29,2)	Rdos. 6m 2021
Enterprise Value (EV)	40,8	

(1) Corresponde a: (i) el valor neto de los activos y pasivos por impuesto diferido (EUR 36,4Mn y EUR 13,3Mn, respectivamente) y (ii) el valor de la autocartera (EUR 2,2Mn)

Anexo 4. Comportamiento histórico (1)(2)

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	TACC 10-20	TACC 20-23e
Total Ingresos	20,8	16,2	48,5	12,5	17,0	8,2	9,1	7,9	5,0	5,6	3,9	18,4	16,5	13,1	-15,3%	49,7%
Cto. Total ingresos	36,8%	-21,8%	199,1%	-74,2%	36,3%	-51,9%	11,2%	-13,1%	-37,1%	11,4%	-29,4%	369,9%	-10,6%	-20,2%		
EBITDA	2,4	0,8	(31,6)	(5,7)	9,6	3,4	4,6	3,3	(0,0)	(0,4)	(1,1)	1,8	2,0	1,9	-9,3%	55,9%
Cto. EBITDA	779,9%	-68,0%	n.a.	82,1%	268,9%	-64,2%	34,2%	-27,6%	-100,2%	n.a.	-182,9%	268,7%	9,8%	-3,6%		
EBITDA/Ingresos	11,8%	4,8%	n.a.	n.a.	56,1%	41,8%	50,4%	42,0%	n.a.	n.a.	n.a.	9,8%	12,0%	14,5%		
Beneficio neto	0,2	(77,8)	(29,5)	(48,5)	0,7	1,2	0,9	0,5	0,1	1,1	(3,6)	2,3	1,0	0,9	-35,3%	30,9%
Cto. Beneficio neto	-97,4%	n.a.	62,1%	-64,1%	101,4%	68,2%	-20,7%	-46,0%	-72,5%	669,2%	-440,8%	163,3%	-58,0%	-9,0%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	20,9	20,9	20,9	20,9	21,1	21,1	21,1	21,1	21,1	21,1	21,1	21,9	21,9	21,9		
BPA (EUR)	0,01	-3,73	-1,41	-2,32	0,03	0,06	0,04	0,02	0,01	0,05	-0,17	0,10	0,04	0,04	-35,1%	30,7%
Cto. BPA	-97,4%	n.a.	62,0%	-64,2%	n.a.	68,3%	-20,7%	-46,0%	-72,5%	n.a.	n.a.	n.a.	-58,0%	-9,0%		
BPA ord. (EUR)	0,01	-3,73	-1,41	-2,33	0,03	0,04	0,16	0,07	0,03	0,05	-0,17	0,04	0,04	0,04	-34,8%	30,8%
Cto. BPA ord.	-97,4%	n.a.	62,0%	-64,7%	n.a.	19,0%	n.a.	-54,2%	-61,4%	79,3%	n.a.	n.a.	20,9%	-9,0%		
CAPEX	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	(0,1)	(0,3)	(0,2)	(0,2)	(0,1)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)		
CAPEX/Vtas %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,8%	2,9%	2,8%	4,8%	1,3%	8,7%	1,5%	2,0%	2,0%		
Free Cash Flow	(5,3)	(11,4)	47,0	10,3	17,8	3,9	2,5	1,5	0,6	2,3	(3,9)	3,9	(0,0)	(4,5)	2,9%	-4,4%
DN/EBITDA (x) ⁽³⁾	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	4,8x	11,9x	8,2x	10,5x	n.a.	n.a.	n.a.	16,8x	15,3x	18,2x		
PER (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	70,3x	39,1x	49,3x	90,9x	n.a.	31,6x	n.a.	21,7x	51,7x	56,8x		
EV/Vtas (x)	18,39x	13,71x	1,83x	1,79x	2,78x	7,87x	6,63x	7,53x	8,86x	8,02x	10,56x	2,21x	2,48x	3,10x		
EV/EBITDA (x) ⁽³⁾	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	5,0x	18,9x	13,2x	17,9x	n.a.	n.a.	n.a.	22,7x	20,7x	21,4x		
Comport. Absoluto	-10,2%	-60,0%	-46,3%	-64,9%	135,0%	-6,4%	0,0%	-0,5%	-30,0%	5,3%	-12,5%	62,9%				
Comport. Relativo vs Ibex 35	8,8%	-54,0%	-43,7%	-71,1%	126,7%	0,8%	2,1%	-7,3%	-17,7%	-5,9%	3,5%	51,6%				

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: Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 0,2Mn mayor por la aplicación de NIIF 16.

Nota 3: Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Anexo 5. Principales comparables 2021e

Datos Mercado	EUR Mn	Promoción inmobiliaria				Average	Turismo			Average	LIB
		Metrovacesa	Aedas Homes	Neinor Homes	Insur		Playa Hotels & Resorts	PPHE Hotel Group	Pierre et Vacances		
Ticker (Factset)		MVC-ES	AEDAS-ES	HOME-ES	ISUR-ES		PLYA-US	PPH-GB	VAC-FR		LIB-ES
País		Spain	Spain	Spain	Spain		Netherlands	Netherlands	France		Spain
Market cap	1.060,1	1.133,6	923,7	134,2		950,4	773,1	97,3		49,5	
Enterprise value (EV)	1.158,5	1.460,5	1.011,7	344,2		1.745,9	1.931,3	3.603,5		40,8	
Total Ingresos	440,2	955,2	803,8	122,0		342,7	230,5	1.054,3		18,4	
Cto.Total Ingresos	197,7%	25,0%	40,1%	37,4%	75,1%	48,7%	93,1%	-10,0%	44,0%	369,9%	
2y TACC (2021e - 2023e)	19,8%	-0,3%	-0,7%	-2,9%	4,0%	31,0%	37,2%	24,0%	30,7%	-15,5%	
EBITDA	40,9	187,0	141,5	24,0		29,2	34,0	(207,7)		1,8	
Cto. EBITDA	131,2%	27,4%	38,9%	292,5%	122,5%	180,5%	184,8%	-211,9%	51,1%	268,7%	
2y TACC (2021e - 2023e)	35,3%	-3,7%	1,3%	6,1%	9,7%	n.a.	n.a.	67,0%	67,0%	2,9%	
EBITDA/Ingresos	9,3%	19,6%	17,6%	19,7%	16,5%	8,5%	14,7%	n.a.	11,6%	9,8%	
EBIT	35,3	185,1	136,3	21,0		(65,5)	(19,6)	(264,9)		1,6	
Cto. EBIT	126,8%	27,5%	39,3%	684,2%	219,4%	42,7%	77,9%	-132,4%	-3,9%	226,1%	
2y TACC (2021e - 2023e)	39,0%	-3,6%	5,0%	6,9%	11,8%	84,2%	n.a.	54,8%	69,5%	3,2%	
EBIT/Ingresos	8,0%	19,4%	17,0%	17,2%	15,4%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	8,7%	
Beneficio Neto	18,5	126,1	97,9	10,0		(129,5)	(57,8)	(329,3)		2,3	
Cto. Beneficio Neto	111,3%	28,4%	39,6%	-52,6%	31,7%	41,5%	39,7%	22,6%	34,6%	163,3%	
2y TACC (2021e - 2023e)	55,5%	0,0%	5,5%	14,0%	18,7%	48,0%	57,0%	43,9%	49,6%	-38,2%	
CAPEX/Ventas	16,7%	0,2%	8,2%	17,2%	10,6%	3,8%	39,2%	7,0%	16,7%	1,5%	
Free Cash Flow	59,7	84,5	(58,4)	7,0		5,1	(76,9)	(387,6)		3,9	
Deuda financiera Neta	208,0	337,7	330,1	198,0		827,2	821,0	1.364,3		30,2	
DN/EBITDA (x)	5,1	1,8	2,3	8,3	4,4	28,3	24,2	n.a.	26,2	16,8	
Pay-out	470,4%	64,2%	49,3%	n.a.	194,6%	0,0%	0,0%	-0,1%	0,0%	0,0%	
P/E (x)	58,8	9,1	9,7	13,6	22,8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	21,7	
P/BV (x)	0,5	1,0	1,0	1,0	0,9	2,3	2,4	n.a.	2,3	0,5	
EV/Ingresos (x)	2,6	1,5	1,3	2,8	2,1	5,1	8,4	3,4	5,6	2,2	
EV/EBITDA (x)	28,3	7,8	7,1	14,3	14,4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	22,7	
EV/EBIT (x)	32,9	7,9	7,4	16,4	16,1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	25,6	
ROE	0,9	11,2	10,4	7,6	7,5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2,6	
FCF Yield (%)	5,6	7,5	n.a.	5,2	6,1	0,5	n.a.	n.a.	0,5	7,9	
DPA	0,57	1,81	0,65	0,30	0,84	0,00	0,00	0,04	0,01	0,00	
Dvd Yield	8,2%	7,1%	5,3%	4,2%	6,2%	0,0%	0,0%	0,4%	0,1%	0,0%	

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

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

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 cotizan en los mercados secundarios oficiales, y específicamente 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 (IEAF), asociación profesional sin ánimo de lucro.

DISCLAIMER

El Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) 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 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 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@ieaf.es o consulte el contenido de este Código en www.ieaf.es.

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 IFAF 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 IFAF Servicios de Análisis S.L.U. El Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) y/o su filial IFAF 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. IFAF Servicios de Análisis tiene como objetivo la publicación de (al menos) un informe o nota trimestral de actualización de la compañía analizada.

Estados Unidos. IFAF 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 Mercado 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-2021	n.a.	2,26	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2021	David López Sánchez
07-Jul-2021	n.a.	2,60	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	David López Sánchez

