

**Resultados 3m 2023**

 Opinión <sup>(1)</sup>: En línea

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

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

+34 915 904 226

**Cuatroochenta (480S)**, es una compañía tecnológica dedicada al diseño, desarrollo e implantación de software cloud (bajo modelo SaaS) y ciberseguridad, con productos propios enfocados a la optimización de procesos específicos del entorno empresarial. Sus ingresos fuera de España representan c. del 25% (esencialmente Latam). Desde noviembre de 2020 cotiza en BME Growth. El equipo directivo controla c. 60% del capital.

## El 1T23 ya reafirma la "doble" historia de crecimiento que representa 480S

**Market Data**

Market Cap (Mn EUR y USD)	25,0	27,1
EV (Mn EUR y USD) <sup>(2)</sup>	33,2	36,0
Número de Acciones (Mn)	2,7	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	16,00 / 11,39 / 8,30	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación <sup>(3)</sup>	8,8	
Factset / Bloomberg	480S-ES / 480S SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

**Estructura Accionarial (%)**

Familia Montesinos	19,5
Sergio Aguado Gonzalez	18,0
Alfredo Cebrián Fuertes	16,6
Grupo Pavasal	5,3
Free Float	40,5

**Datos Financieros**

Básicos (EUR Mn)	2022	2023e	2024e	2025e
Nº Acc. ajustado (Mn)	2,7	2,7	2,7	2,7
Total Ingresos	18,7	23,3	27,2	31,4
EBITDA Rec.	0,7	2,2	3,8	5,9
% Var.	-23,0	206,2	73,1	54,4
% EBITDA Rec./Ing.	3,8	9,4	14,0	18,7
% Var EBITDA sector <sup>(4)</sup>	14,0	9,4	21,4	15,7
Beneficio neto	-1,1	0,7	2,0	3,7
BPA (EUR)	-0,40	0,27	0,73	1,35
% Var.	-247,7	167,4	170,0	83,8
BPA ord. (EUR)	-0,17	0,27	0,73	1,35
% Var.	-827,8	256,4	170,0	83,8
Free Cash Flow Rec. <sup>(5)</sup>	-2,4	-0,5	0,9	2,5
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	6,4	6,9	6,0	3,5
DN / EBITDA Rec.(x)	8,9	3,2	1,6	0,6
ROE (%)	n.a.	7,0	16,7	24,9
ROCE (%) <sup>(5)</sup>	n.a.	4,8	10,9	18,2

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

PER	n.a.	33,7	12,5	6,8
PER Ordinario	n.a.	33,7	12,5	6,8
P/BV	2,4	2,3	1,9	1,5
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	1,78	1,42	1,22	1,06
EV/EBITDA Rec.	46,3	15,1	8,7	5,7
EV/EBIT	n.a.	29,1	12,2	7,0
FCF Yield (%) <sup>(5)</sup>	n.a.	n.a.	3,5	10,2

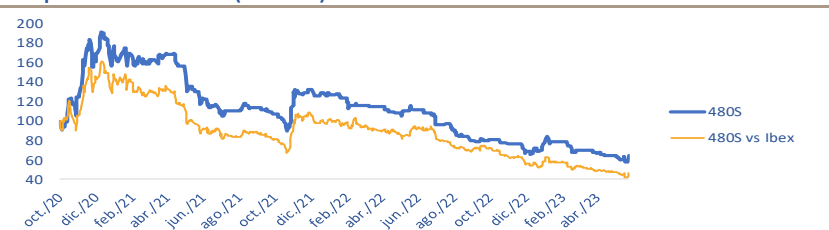
**1T23: LOS INGRESOS SIGUEN CRECIENDO A RITMOS ELEVADOS.** 480S generó unos ingresos de EUR 5,3Mn en el 1T23, un fuerte crecimiento (+30,7% vs 1T22) explicado por: i) la continuidad de un crecimiento orgánico de doble dígito (+24% vs 1T22) apoyado sobre una sólida base de ingresos recurrentes y ii) el efeto del M&A ejecutado -12m: adquisición de Cloud Factory en diciembre 2022).

**MAYOR PESO DE INGRESOS RECURRENTE.** En el 1T22 los ingresos recurrentes alcanzan el 64% del total (vs 62% en 2022). El ARR (Annual Recurring Revenue; ingresos recurrentes generados a través de suscripciones, contratos o acuerdos renovables) calculado sobre los ingresos recurrentes del mes de marzo y anualizando alcanza los EUR 12,4Mn (+5% vs cierre 2022).

**EL EBITDA RECURRENTE YA SE SITÚA POR ENCIMA DE BREAKEVEN.** Pese a la contracción del margen bruto hasta niveles del 69% (vs 72,5% en 1T22) por el mayor peso del negocio de ciberseguridad en el mix de ingresos, el EBITDA Recurrente se incrementa hasta EUR 0,2Mn (Mg. EBITDA Rec. c. 4% vs -1% en 1T22).

**2023E: MANTENEMOS ESTIMACIONES.** Los resultados 1T23 se encuentran en línea con lo esperado, y ya reflejan la esperada recuperación del margen EBITDA. Un margen que esperamos que se incremente hasta niveles de c. 9% (vs c. 4% en 2022) a medida que avanza el ejercicio como resultado de: i) unos mayores ingresos en el segundo semestre (Ingresos 2023e: EUR 23Mn; +25% vs 2022) y ii) el efecto del apalancamiento operativo (a priori, 480S ya no requiere de incrementos de estructura significativos adicionales). Lo que explica que, en nuestra opinión, 480S pueda ser vista como una "doble" historia de crecimiento.

**EN DEFINITIVA, EL 1T23 CONFIRMA QUE 480S GANA MOMENTUM.** 480S cumple expectativas y, pese a ello, la cotización continúa cerca de mínimos (-42,8% -12m; -6,2% -3m). Nuestros números se basan en una normalización del EBITDA en dos años, adecuándose al potencial de la estructura actual. Y los resultados 1T23 parecen marcar el inicio de esa recuperación; una recuperación que, desde niveles actuales, aún tiene mucho recorrido. Y su impacto en los múltiplos sobre nuestras estimaciones 2025e es evidente: EV/EBITDA Rec. 2025e de 5,7x y PER 25e < 7x.

**Comportamiento relativo (base 100)**


Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	-1,6	-6,2	-42,8	-2,7	n.a.	n.a.
vs Ibx 35	-3,7	-8,9	-51,1	-15,1	n.a.	n.a.
vs Ibx Small Cap Index	-4,6	-0,6	-40,2	-12,2	n.a.	n.a.
vs Eurostoxx 50	-2,9	-10,4	-54,6	-15,6	n.a.	n.a.
vs Índice del sector <sup>(4)</sup>	-10,2	-16,4	-58,1	-23,7	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 Technology.

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

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

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

**Resultados 3m 2023**

EUR Mn	3m23 Real	3m22	3m23 Real vs 3m22	2023e	2023e vs 2022
<b>Total Ingresos</b>	<b>5,3</b>	<b>4,0</b>	<b>30,7%</b>	<b>23,3</b>	<b>25,0%</b>
<b>Margen Bruto</b>	<b>3,6</b>	<b>2,9</b>	<b>24,0%</b>	<b>16,8</b>	<b>26,5%</b>
<i>Margen Bruto (%)</i>	<i>68,8%</i>	<i>72,5%</i>	<i>-3,7 p.p.</i>	<i>72,1%</i>	<i>0,8 p.p.</i>
Gastos de personal	-2,8	-2,4	15,9%	-11,5	16,0%
Otros costes de explotación	-0,7	-0,6	15,0%	-3,1	17,1%
<b>EBITDA (Recurrente)<sup>1</sup></b>	<b>0,2</b>	<b>0,0</b>	<b>n.a.</b>	<b>2,2</b>	<b>206,2%</b>
<i>EBITDA Rec. / Ingresos</i>	<i>3,6%</i>	<i>-1,2%</i>	<i>4,8 p.p.</i>	<i>9,4%</i>	<i>5,6 p.p.</i>
<b>EBITDA<sup>1</sup></b>	<b>0,2</b>	<b>0,0</b>	<b>n.a.</b>	<b>2,2</b>	<b>320,9%</b>
<i>EBITDA / Ingresos</i>	<i>3,6%</i>	<i>-1,2%</i>	<i>4,8 p.p.</i>	<i>9,4%</i>	<i>6,6 p.p.</i>

**Inputs de valoración**
**Inputs de valoración por DCF**

	2023e	2024e	2025e	Perpetuo <sup>(1)</sup>			
Free Cash Flow "To the Firm"	(0,2)	1,2	2,8	42,9			
<b>Market Cap</b>	<b>25,0</b>	A la fecha de este informe					
<b>Deuda financiera neta</b>	<b>6,4</b>	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2022)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	5,0%	Coste de la deuda neta			4,8%	5,3%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
<b>Coste de la deuda neta</b>	<b>4,0%</b>	<b>Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)</b>			<b>3,8%</b>	<b>4,2%</b>	
Risk free rate (rf)	3,4%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)			5,5%	6,5%	
Beta (B)	1,2	B (estimación propia)			1,1	1,3	
<b>Coste del Equity</b>	<b>10,6%</b>	<b>Ke = Rf + (R * B)</b>			<b>9,5%</b>	<b>11,9%</b>	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	79,6%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	20,4%	D			=	=	
<b>WACC</b>	<b>9,3%</b>	<b>WACC = Kd * D + Ke * E</b>			<b>8,3%</b>	<b>10,3%</b>	
<b>G "Razonable"</b>	<b>2,5%</b>				<b>3,0%</b>	<b>2,0%</b>	

(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	EV/EBITDA	EBITDA	EV/Vtas.	Ingresos	EBITDA/Vtas.	FCF Yield	FCF
	Factset			23e-25e	23e	23e-25e	23e	23e-25e	23e	23e	23e-25e
Qualtrics International	XM-US	10.089,3	83,2	45,1%	39,9	18,4%	6,2	15,2%	15,6%	1,1%	73,5%
Descartes Systems	DSG-CA	6.061,8	55,2	13,8%	26,0	n.a.	11,2	n.a.	43,2%	3,2%	n.a.
Appfolio	APPF-US	6.157,8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	10,4	n.a.	6,3%	0,3%	n.a.
American Software	AMSWA-US	325,5	24,8	n.a.	12,2	n.a.	2,0	n.a.	16,2%	n.a.	n.a.
<b>Software</b>		<b>54,4</b>	<b>29,4%</b>	<b>26,0</b>	<b>18,4%</b>	<b>7,5</b>	<b>15,2%</b>	<b>20,3%</b>	<b>1,5%</b>	<b>73,5%</b>	
CrowdStrike	CRWD-US	33.631,4	64,5	29,7%	n.a.	38,6%	11,4	26,9%	21,0%	2,5%	34,4%
SecureWorks	SCWX-US	576,2	n.a.	51,8%	n.a.	n.a.	1,4	6,7%	n.a.	n.a.	n.a.
Absolute Software	ABST-CA	554,7	n.a.	48,2%	14,8	17,5%	3,6	14,6%	24,0%	5,8%	66,7%
<b>Cybersecurity</b>			<b>64,5</b>	<b>43,2%</b>	<b>14,8</b>	<b>28,0%</b>	<b>5,4</b>	<b>16,0%</b>	<b>22,5%</b>	<b>4,1%</b>	<b>50,5%</b>
<b>480S</b>	<b>480S-ES</b>	<b>25,0</b>	<b>33,7</b>	<b>n.a.</b>	<b>15,1</b>	<b>63,5%</b>	<b>1,4</b>	<b>16,1%</b>	<b>9,4%</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>

**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	15,4%	4,2	7,9x
Central	14,0%	3,8	8,7x
Min	12,6%	3,4	9,7x

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

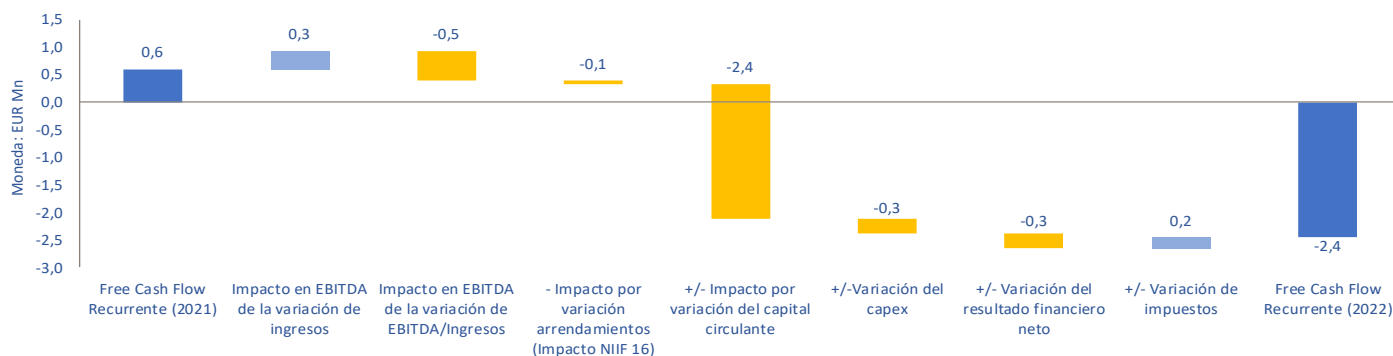
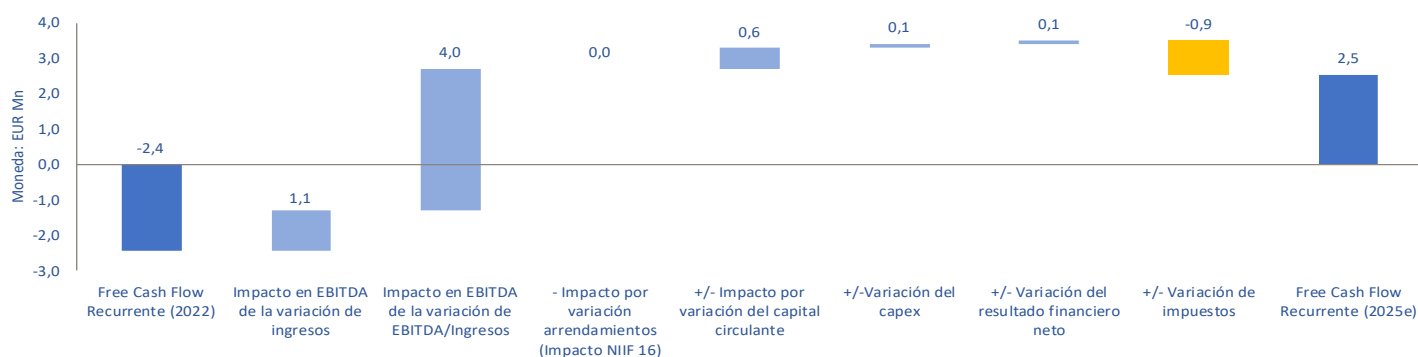
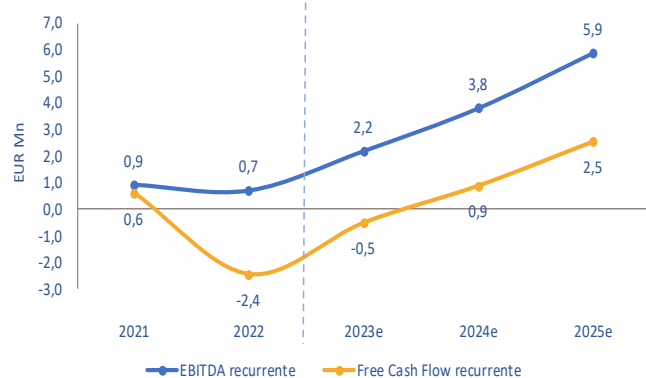
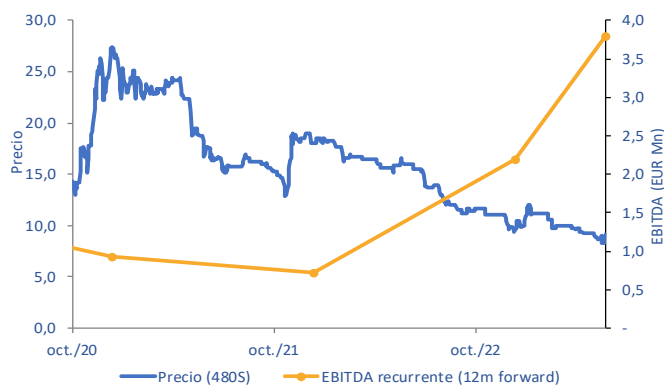
FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 24e			Escenario	FCF Rec./Yield 24e		
	EBITDA 24e	3,2%	3,6%		4,0%	Max	Central
4,2	1,4	1,3	1,1	Max	5,5%	5,0%	4,6%
3,8	1,0	0,9	0,8	Central	3,9%	3,5%	3,1%
3,4	0,6	0,5	0,4	Min	2,4%	2,0%	1,5%

## Anexo 1. Proyecciones financieras

<b>Balance (EUR Mn)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>		
Inmovilizado inmaterial		2,4	3,9	8,1	8,8	8,2	7,6	7,0		
Inmovilizado material		0,1	0,2	0,4	0,5	1,3	2,1	2,9		
Otros activos no corrientes		0,3	0,5	0,5	1,9	1,9	1,9	1,9		
Inmovilizado financiero		0,0	1,0	0,1	0,2	0,4	0,6	0,8		
Fondo de comercio y otros intangibles		1,8	5,1	7,2	8,3	8,3	8,3	8,3		
Activo circulante		1,6	2,8	4,3	8,0	9,3	10,3	11,4		
<b>Total activo</b>		<b>6,2</b>	<b>13,6</b>	<b>20,6</b>	<b>27,8</b>	<b>29,4</b>	<b>30,9</b>	<b>32,3</b>		
Patrimonio neto		1,9	5,4	4,6	10,2	11,0	13,0	16,6		
Minoritarios		0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
Provisiones y otros pasivos a LP		1,1	1,4	1,7	1,9	1,9	1,9	1,9		
Otros pasivos no corrientes		-	-	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0		
Deuda financiera neta		1,9	3,5	7,5	6,4	6,9	6,0	3,5		
Pasivo circulante		1,2	3,3	5,8	8,2	8,5	8,9	9,2		
<b>Total pasivo</b>		<b>6,2</b>	<b>13,6</b>	<b>20,6</b>	<b>27,8</b>	<b>29,4</b>	<b>30,9</b>	<b>32,3</b>		
										<b>TACC</b>
<b>Cuenta de Resultados (EUR Mn)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>18-22</b>	<b>22-25e</b>
<b>Total Ingresos</b>		<b>5,9</b>	<b>11,8</b>	<b>13,9</b>	<b>18,7</b>	<b>23,3</b>	<b>27,2</b>	<b>31,4</b>	<i>n.a.</i>	<b>19,0%</b>
<i>Cto.Total Ingresos</i>		<i>n.a.</i>	<i>99,3%</i>	<i>17,3%</i>	<i>34,5%</i>	<i>25,0%</i>	<i>16,7%</i>	<i>15,4%</i>		
Coste de ventas		(1,4)	(3,1)	(3,8)	(5,4)	(6,5)	(7,3)	(8,1)		
<b>Margen Bruto</b>		<b>4,5</b>	<b>8,7</b>	<b>10,1</b>	<b>13,3</b>	<b>16,8</b>	<b>19,9</b>	<b>23,3</b>	<i>n.a.</i>	<b>20,5%</b>
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>		<i>76,2%</i>	<i>73,7%</i>	<i>72,6%</i>	<i>71,3%</i>	<i>72,1%</i>	<i>73,1%</i>	<i>74,1%</i>		
Gastos de personal		(2,5)	(5,7)	(7,4)	(9,9)	(11,5)	(12,6)	(13,6)		
Otros costes de explotación		(0,8)	(1,5)	(1,7)	(2,6)	(3,1)	(3,5)	(3,8)		
<b>EBITDA recurrente</b>		<b>1,1</b>	<b>1,5</b>	<b>0,9</b>	<b>0,7</b>	<b>2,2</b>	<b>3,8</b>	<b>5,9</b>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>		<i>n.a.</i>	<i>31,2%</i>	<i>-38,1%</i>	<i>-23,0%</i>	<i>206,2%</i>	<i>73,1%</i>	<i>54,4%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>		<i>19,3%</i>	<i>12,7%</i>	<i>6,7%</i>	<i>3,8%</i>	<i>9,4%</i>	<i>14,0%</i>	<i>18,7%</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.		-	(0,3)	(0,1)	(0,2)	-	-	-		
<b>EBITDA</b>		<b>1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>0,8</b>	<b>0,5</b>	<b>2,2</b>	<b>3,8</b>	<b>5,9</b>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
Depreciación y provisiones		(0,4)	(0,7)	(1,1)	(1,5)	(1,5)	(1,6)	(1,6)		
Gastos capitalizados		-	0,1	0,6	0,8	0,8	0,8	0,8		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)		-	-	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)		
<b>EBIT</b>		<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,1</b>	<b>(0,4)</b>	<b>1,1</b>	<b>2,7</b>	<b>4,7</b>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
<i>Cto.EBIT</i>		<i>n.a.</i>	<i>-10,3%</i>	<i>-91,3%</i>	<i>-894,2%</i>	<i>354,3%</i>	<i>137,7%</i>	<i>75,0%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>		<i>12,1%</i>	<i>5,5%</i>	<i>0,4%</i>	<i>n.a.</i>	<i>4,9%</i>	<i>9,9%</i>	<i>15,1%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros		-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto		(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,3)		
Resultados por puesta en equivalencia		-	-	(0,0)	0,2	0,2	0,2	0,2		
<b>Beneficio ordinario</b>		<b>0,7</b>	<b>0,5</b>	<b>(0,1)</b>	<b>(0,7)</b>	<b>0,9</b>	<b>2,5</b>	<b>4,6</b>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>		<i>n.a.</i>	<i>-22,7%</i>	<i>-124,9%</i>	<i>-415,9%</i>	<i>238,1%</i>	<i>170,0%</i>	<i>83,8%</i>		
Extraordinarios		(0,5)	(0,3)	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio antes de impuestos</b>		<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>(0,1)</b>	<b>(0,7)</b>	<b>0,9</b>	<b>2,5</b>	<b>4,6</b>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
Impuestos		(0,2)	0,0	(0,1)	0,0	(0,2)	(0,5)	(0,9)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>		<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>		
Minoritarios		-	-	0,0	0,0	-	-	-		
Actividades discontinuadas		-	-	-	(0,5)	-	-	-		
<b>Beneficio neto</b>		<b>(0,0)</b>	<b>0,2</b>	<b>(0,2)</b>	<b>(1,1)</b>	<b>0,7</b>	<b>2,0</b>	<b>3,7</b>	<i>n.a.</i>	<b>74,8%</b>
<i>Cto.Beneficio neto</i>		<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>-184,1%</i>	<i>-436,9%</i>	<i>167,4%</i>	<i>170,0%</i>	<i>83,8%</i>		
<b>Beneficio ordinario neto</b>		<b>0,5</b>	<b>0,8</b>	<b>(0,0)</b>	<b>(0,5)</b>	<b>0,7</b>	<b>2,0</b>	<b>3,7</b>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>		<i>n.a.</i>	<i>75,1%</i>	<i>-104,0%</i>	<i>n.a.</i>	<i>256,4%</i>	<i>170,0%</i>	<i>83,8%</i>		
										<b>TACC</b>
<b>Cash Flow (EUR Mn)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>18-22</b>	<b>22-25e</b>
<b>EBITDA recurrente</b>						<b>2,2</b>	<b>3,8</b>	<b>5,9</b>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(0,3)	(0,3)	(0,3)		
Var.capital circulante						(0,9)	(0,7)	(0,8)		
<b>Cash Flow operativo recurrente</b>						<b>1,0</b>	<b>2,7</b>	<b>4,8</b>	<i>n.a.</i>	<b>90,3%</b>
CAPEX						(0,9)	(1,0)	(1,0)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,4)	(0,4)	(0,3)		
Impuestos						(0,2)	(0,5)	(0,9)		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>						<b>(0,5)</b>	<b>0,9</b>	<b>2,5</b>	<i>n.a.</i>	<b>44,8%</b>
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
<b>Free Cash Flow</b>						<b>(0,5)</b>	<b>0,9</b>	<b>2,5</b>	<i>n.a.</i>	<b>34,5%</b>
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
<b>Variación de Deuda financiera neta</b>						<b>0,5</b>	<b>(0,9)</b>	<b>(2,5)</b>		

## Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
								19-22	22-25e
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>1,1</b>	<b>1,5</b>	<b>0,9</b>	<b>0,7</b>	<b>2,2</b>	<b>3,8</b>	<b>5,9</b>	<b>-14,5%</b>	<b>n.a.</b>
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	<i>n.a.</i>	<i>31,2%</i>	<i>-38,1%</i>	<i>-23,0%</i>	<i>206,2%</i>	<i>73,1%</i>	<i>54,4%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>19,3%</i>	<i>12,7%</i>	<i>6,7%</i>	<i>3,8%</i>	<i>9,4%</i>	<i>14,0%</i>	<i>18,7%</i>		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)		
+/- Var. Capital circulante	(0,3)	0,8	1,1	(1,4)	(0,9)	(0,7)	(0,8)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>0,8</b>	<b>2,3</b>	<b>1,7</b>	<b>(1,0)</b>	<b>1,0</b>	<b>2,7</b>	<b>4,8</b>	<b>-47,5%</b>	<b>90,3%</b>
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	<i>n.a.</i>	<i>181,7%</i>	<i>-22,9%</i>	<i>-155,8%</i>	<i>203,1%</i>	<i>174,3%</i>	<i>73,1%</i>		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	<i>13,5%</i>	<i>19,1%</i>	<i>12,6%</i>	<i>n.a.</i>	<i>4,3%</i>	<i>10,1%</i>	<i>15,1%</i>		
- CAPEX	(0,1)	(0,3)	(0,8)	(1,1)	(0,9)	(1,0)	(1,0)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,3)		
- Impuestos	(0,2)	(0,2)	(0,2)	0,0	(0,2)	(0,5)	(0,9)		
<b>= Free Cash Flow recurrente</b>	<b>0,5</b>	<b>1,7</b>	<b>0,6</b>	<b>(2,4)</b>	<b>(0,5)</b>	<b>0,9</b>	<b>2,5</b>	<b>-94,1%</b>	<b>44,8%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	<i>n.a.</i>	<i>265,2%</i>	<i>-64,1%</i>	<i>-505,2%</i>	<i>79,0%</i>	<i>270,9%</i>	<i>189,3%</i>		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	<i>7,8%</i>	<i>14,2%</i>	<i>4,4%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>3,2%</i>	<i>8,1%</i>		
- Gastos de reestructuración y otros	-	(0,3)	(0,1)	(0,2)	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(3,1)	(2,8)	(3,8)	(3,2)	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow</b>	<b>(2,6)</b>	<b>(1,4)</b>	<b>(3,3)</b>	<b>(5,8)</b>	<b>(0,5)</b>	<b>0,9</b>	<b>2,5</b>	<b>-30,6%</b>	<b>34,5%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	<i>n.a.</i>	<i>45,0%</i>	<i>-129,8%</i>	<i>-76,0%</i>	<i>91,2%</i>	<i>270,9%</i>	<i>189,3%</i>		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	<i>1,8%</i>	<i>6,7%</i>	<i>2,4%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>3,5%</i>	<i>10,2%</i>		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>3,5%</i>	<i>10,2%</i>		
<b>B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>		
<b>Free Cash Flow recurrente (Año -1)</b>		<b>0,5</b>	<b>1,7</b>	<b>0,6</b>	<b>(2,4)</b>	<b>(0,5)</b>	<b>0,9</b>		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos		1,1	0,3	0,3	0,2	0,4	0,6		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos		(0,8)	(0,8)	(0,5)	1,3	1,2	1,5		
<b>= Variación EBITDA recurrente</b>		<b>0,4</b>	<b>(0,6)</b>	<b>(0,2)</b>	<b>1,5</b>	<b>1,6</b>	<b>2,1</b>		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)		-	(0,3)	(0,1)	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante		1,1	0,3	(2,4)	0,5	0,1	(0,1)		
<b>= Variación del Cash Flow operativo recurrente</b>		<b>1,5</b>	<b>(0,5)</b>	<b>(2,7)</b>	<b>2,0</b>	<b>1,7</b>	<b>2,0</b>		
+/- Variación del CAPEX		(0,2)	(0,5)	(0,3)	0,2	(0,0)	0,0		
+/- Variación del resultado financiero neto		(0,1)	(0,0)	(0,3)	0,0	0,0	0,1		
+/- Variación de impuestos		0,1	(0,0)	0,2	(0,2)	(0,3)	(0,4)		
<b>= Variación del Free Cash Flow recurrente</b>		<b>1,2</b>	<b>(1,1)</b>	<b>(3,0)</b>	<b>1,9</b>	<b>1,4</b>	<b>1,7</b>		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>		<b>1,7</b>	<b>0,6</b>	<b>(2,4)</b>	<b>(0,5)</b>	<b>0,9</b>	<b>2,5</b>		
<b>C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	TACC	
<b>EBIT</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,1</b>	<b>(0,4)</b>	<b>1,1</b>	<b>2,7</b>	<b>4,7</b>	<b>-37,9%</b>	<b>n.a.</b>
* Tasa fiscal teórica	30,0%	0,0%	0,0%	0,0%	20,0%	20,0%	20,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,2)	-	-	-	(0,2)	(0,5)	(0,9)		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>1,1</b>	<b>1,5</b>	<b>0,9</b>	<b>0,7</b>	<b>2,2</b>	<b>3,8</b>	<b>5,9</b>	<b>-14,5%</b>	<b>n.a.</b>
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)		
+/- Var. Capital circulante	(0,3)	0,8	1,1	(1,4)	(0,9)	(0,7)	(0,8)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>0,8</b>	<b>2,3</b>	<b>1,7</b>	<b>(1,0)</b>	<b>1,0</b>	<b>2,7</b>	<b>4,8</b>	<b>-47,5%</b>	<b>90,3%</b>
- CAPEX	(0,1)	(0,3)	(0,8)	(1,1)	(0,9)	(1,0)	(1,0)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,2)	-	-	-	(0,2)	(0,5)	(0,9)		
<b>= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente</b>	<b>0,5</b>	<b>2,0</b>	<b>0,9</b>	<b>(2,1)</b>	<b>(0,2)</b>	<b>1,2</b>	<b>2,8</b>	<b>-83,1%</b>	<b>50,0%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	<i>n.a.</i>	<i>293,9%</i>	<i>-52,8%</i>	<i>-322,7%</i>	<i>92,3%</i>	<i>870,6%</i>	<i>131,2%</i>		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	<i>8,4%</i>	<i>16,6%</i>	<i>6,7%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>4,5%</i>	<i>9,0%</i>		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(3,1)	(2,8)	(3,8)	(3,2)	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow "To the Firm"</b>	<b>(2,6)</b>	<b>(0,9)</b>	<b>(2,9)</b>	<b>(5,3)</b>	<b>(0,2)</b>	<b>1,2</b>	<b>2,8</b>	<b>-26,8%</b>	<b>36,4%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	<i>n.a.</i>	<i>66,9%</i>	<i>-240,4%</i>	<i>-80,8%</i>	<i>97,0%</i>	<i>870,6%</i>	<i>131,2%</i>		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	<i>1,5%</i>	<i>5,9%</i>	<i>2,8%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>3,7%</i>	<i>8,5%</i>		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>3,7%</i>	<i>8,5%</i>		

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

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

**Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente**

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

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

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	25,0	
+ Minoritarios	0,0	Rdos. 12m 2022
+ Provisiones y otros pasivos a LP	1,9	Rdos. 12m 2022
+ Deuda financiera neta	6,4	Rdos. 12m 2022
- Inmovilizado financiero	0,2	Rdos. 12m 2022
+/- Otros		
<b>Enterprise Value (EV)</b>	<b>33,2</b>	

## Anexo 5. Principales comparables 2023e

	EUR Mn	Software				Average	Cybersecurity			Average	480S
		Qualtrics International	Descartes Systems	Appfolio	American Software		CrowdStrike	SecureWorks	Absolute Software		
<b>Datos Mercado</b>	Ticker (Factset)	XM-US	DSG-CA	APPF-US	AMSWA-US		CRWD-US	SCWX-US	ABST-CA		480S-ES
	País	USA	Canada	USA	USA		USA	USA	Canada		Spain
	Market cap	10.089,3	6.061,8	6.157,8	325,5		33.631,4	576,2	554,7		25,0
	Enterprise value (EV)	9.601,7	5.915,1	5.571,5	219,8		31.689,2	499,3	759,3		33,2
<b>Información financiera básica</b>	Total Ingresos	1.540,8	526,6	535,2	111,6		2.787,3	352,5	213,8		23,3
	Cto.Total Ingresos	14,7%	19,4%	23,1%	-2,0%	13,8%	35,0%	-17,4%	23,4%	13,6%	25,0%
	2y TACC (2023e - 2025e)	15,2%	n.a.	n.a.	n.a.	15,2%	26,9%	6,7%	14,6%	16,0%	16,1%
	EBITDA	240,9	227,7	33,8	18,1		584,6	(34,7)	51,3		2,2
	Cto. EBITDA	131,2%	23,8%	201,8%	43,0%	100,0%	853,7%	56,8%	83,7%	331,4%	320,9%
	2y TACC (2023e - 2025e)	18,4%	n.a.	n.a.	n.a.	18,4%	38,6%	n.a.	17,5%	28,0%	63,5%
	EBITDA/Ingresos	15,6%	43,2%	6,3%	16,2%	20,3%	21,0%	n.a.	24,0%	22,5%	9,4%
	EBIT	159,5	146,5	(56,4)	12,8		474,1	(31,0)	(0,1)		1,1
	Cto. EBIT	116,7%	17,7%	15,4%	31,2%	45,3%	374,5%	74,6%	98,3%	182,5%	354,3%
	2y TACC (2023e - 2025e)	45,0%	n.a.	n.a.	n.a.	45,0%	39,9%	90,9%	n.a.	65,4%	n.a.
	EBIT/Ingresos	10,4%	27,8%	n.a.	11,4%	16,5%	17,0%	n.a.	n.a.	17,0%	4,9%
	Beneficio Neto	(752,6)	110,7	10,6	8,8		533,6	(32,0)	(21,3)		0,7
	Cto. Beneficio Neto	23,0%	19,3%	116,9%	-8,8%	37,6%	416,1%	69,7%	0,8%	162,2%	167,4%
	2y TACC (2023e - 2025e)	70,4%	n.a.	n.a.	n.a.	70,4%	32,6%	87,2%	44,4%	54,7%	n.a.
	CAPEX/Ventas	3,9%	1,1%	1,4%	2,1%	2,1%	8,1%	1,9%	1,9%	4,0%	4,0%
Free Cash Flow	113,0	192,2	18,8	n.a.		836,7	(56,2)	31,9		(0,5)	
Deuda financiera Neta	(694,4)	(289,0)	n.a.	(109,1)		(2.596,2)	(17,1)	189,3		6,9	
DN/EBITDA (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3,7	3,7	3,2	
Pay-out	0,0%	n.a.	n.a.	n.a.	0,0%	0,0%	0,0%	n.a.	0,0%	0,0%	
<b>Múltiplos y Ratios</b>	P/E (x)	83,2	55,2	n.a.	24,8	54,4	64,5	n.a.	n.a.	64,5	33,7
	P/BV (x)	5,6	n.a.	n.a.	n.a.	5,6	17,9	1,3	n.a.	9,6	2,3
	EV/Ingresos (x)	6,2	11,2	10,4	2,0	7,5	11,4	1,4	3,6	5,4	1,4
	EV/EBITDA (x)	39,9	26,0	n.a.	12,2	26,0	n.a.	n.a.	14,8	14,8	15,1
	EV/EBIT (x)	n.a.	40,4	n.a.	17,2	28,8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	29,1
	ROE	6,8	n.a.	n.a.	n.a.	6,8	27,7	n.a.	n.a.	27,7	7,0
	FCF Yield (%)	1,1	3,2	0,3	n.a.	1,5	2,5	n.a.	5,8	4,1	n.a.
	DPA	0,00	n.a.	n.a.	n.a.	0,00	0,00	0,00	n.a.	0,00	0,00
Dvd Yield	0,0%	n.a.	n.a.	n.a.	0,0%	0,0%	0,0%	n.a.	0,0%	0,0%	

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

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

## LIGHTHOUSE

Calle Basílica, 17, 1ª Planta, Oficinas  
28020 Madrid  
T: +34 915 904 226  
[institutodeanalistas.com/lighthouse](https://institutodeanalistas.com/lighthouse)

---

### Alfredo Echevarría Otegui

Head of research

alfredo.echevarria@lighthouse-ieaf.com

### David López Sánchez

Equity research

david.lopez@lighthouse-ieaf.com

### Luis Esteban Arribas

Equity research

luis.esteban@lighthouse-ieaf.com

### Enrique Andrés Abad

Equity research

enrique.andres@lighthouse-ieaf.com

### Jesús López Gómez

ESG Analyst & Data analytics

jesus.lopez@lighthouse-ieaf.com

---

All Lighthouse research documents are available simultaneously on the Lighthouse website ([institutodeanalistas.com/lighthouse](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](mailto:secretaria@institutodeanalistas.com) o consulte el contenido de este Código en [www.ieaf.es](http://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 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
15-Jun-2023	n.a.	9,15	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2023	David López Sánchez
12-Jun-2023	n.a.	8,30	n.a.	n.a.	Small & Micro Caps (España)	David López Sánchez
25-Abr-2023	n.a.	9,75	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2022	David López Sánchez
23-Dic-2022	n.a.	9,80	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2022	David López Sánchez
06-Oct-2022	n.a.	11,20	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2022 - Bajamos estimaciones	David López Sánchez
09-Jun-2022	n.a.	16,60	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2022	David López Sánchez
18-Mar-2022	n.a.	16,64	n.a.	n.a.	Avance de resultados 12m 2021	David López Sánchez
01-Dic-2021	n.a.	18,83	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2021 - Bajamos estimaciones	David López Sánchez
07-Oct-2021	n.a.	15,96	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2021	David López Sánchez
22-Abr-2021	n.a.	24,14	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	David López Sánchez

