

RENTA VARIABLE - ESPAÑA

Sector: Biotechnology

 Precio de Cierre: EUR 2,06 (17 may 2023)
 Fecha del informe: 18 may 2023 (09:00h)

Revisión de estimaciones: Al alza

Análisis Independiente de Compañías

Pangaea Oncology (PANG) es una compañía biotecnológica española (Zaragoza) de pequeño tamaño, especializada en diagnóstico y tratamiento oncológico diferenciado y servicios a empresas (diagnóstico molecular y descubrimiento de biomarcadores para la industria farmacéutica). Dirigida por un equipo médico de primer nivel y que incluye a sus fundadores (c.13% del capital). La Familia Villagrà (Vidaro) y GPI (Mayoral) son socios de referencia.

Luis Esteban Arribas – luis.esteban@lighthouse-ieaf.com
 +34 915 904 226

Una compañía “realmente” nueva

LA ADQUISICIÓN DE IOB ACELERÁ EL GIRO ESTRATÉGICO... M&A previsible, tras la ampliación de EUR 12Mn llevada a cabo en 2022 y que supone un “verdadero” salto de escala para PANG. El crecimiento inorgánico va a jugar un papel esencial hasta 2025e (c. 64,3% del crecimiento total estimado). En 2023e se integrarán: i) 3 meses restantes de QTI (EUR 0,4Mn) y ii) IOB aportará EUR 3,6Mn (EUR 7,3Mn: Proforma). Además, el nuevo contrato para la gestión del área de neumología en el HUGC (para los próximos 3 años) aportará EUR 0,8Mn anuales adicionales (50% 2023e).

... AMPLIANDO LAS CAPACIDADES E INCREMENTANDO LA NOTORIEDAD DE PANG. IOB amplía las capacidades físicas de PANG (8 hospitales en 2023e vs 4 en 2022) que (matemáticamente) multiplican los KPIs claves de actividad (estimamos c. 60.000 visitas en 2023e vs 29.000 en 2022). El reconocimiento internacional del equipo (4 médicos de prestigio en el campo del tratamiento oncológico se suman al equipo del Dr. Rosell) harán posible alcanzar +5.000 pacientes nuevos (vs +1.600 en 2022).

EL APROVECHAMIENTO DE LAS SINERGIAS ES LA PIEDRA ANGULAR. En nuestra opinión el objetivo de la adquisición es crear sinergias que permitan no sólo crecer en ingresos sino mejorar la rentabilidad, por 3 razones: i) mayor número de pacientes que facilitan alcanzar los hitos de los contratos farmacéuticos (con márgenes más elevados), ii) mejora de las condiciones de contratos ya firmados con Quironsalud y iii) realizar venta cruzada en servicios de mayor valor añadido (ensayos clínicos, cirugías, nuevos tratamientos).

REVISAMOS NUESTRAS ESTIMACIONES AL ALZA. Hoy nuestro escenario central para 2023e apunta a niveles de Ingresos de EUR 10,4Mn (+60,4% vs estimación anterior), un EBITDA rec. 2023e de EUR -1,4Mn (EUR -0,9Mn vs estimación anterior) y una sólida posición de balance DN 2023e EUR 0,5Mn. Aunque si nos centramos en el 2025e, con el M&A totalmente digerido, estimamos ingresos de EUR 16,3Mn (+55,2% TACC 2022-2025e) con EBITDA claramente positivo (Mg. EBITDA 25e c.7%).

UNA COMPAÑÍA NUEVA (DE VERDAD). El M&A permite a PANG dar un enorme salto de escala, sobre una estructura que ya estaba creada (especializada en líneas como el diagnóstico molecular) y cuyo éxito dependía de alcanzar un elevado volumen de actividad. Así que PANG cambia el tamaño y rentabilidad esperada, pero no el modelo de negocio. Y gana *momentum* aunque no será visible todavía en los resultados 1S23. El equity story es de m/p y l/p, y pivota sobre la capacidad de “digerir” y ser capaz de rentabilizar (no solo crecer) el M&A realizado. Estimamos break-even en EBITDA ya en 2024e. Sobre el papel, un auténtico salto de escala sin dilución ni riesgo financiero.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	62,8	68,0
EV (Mn EUR y USD) ⁽¹⁾	62,4	67,6
Número de Acciones (Mn)	30,5	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	2,06 / 1,61 / 1,31	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,03	
Rotación ⁽²⁾	10,5	
Factset / Bloomberg	PANG-ES / PANG SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)⁽⁶⁾

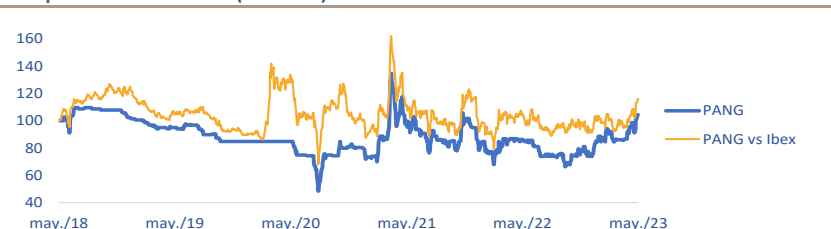
GPI (Familia Domínguez, Mayoral)	13,8
Vidaro Inv. (Fam. Villagrà Blanco)	8,2
Mirling Europe	6,6
Hersol XXI (Familia Solans)	4,4
Free Float	12,4

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2022	2023e	2024e	2025e
Nº Acc. ajustado (Mn)	27,1	30,5	30,5	30,5
Total Ingresos	4,4	10,4	15,1	16,3
EBITDA Rec.	-3,3	-1,4	0,6	1,2
% Var.	-110,5	56,8	141,0	100,4
% EBITDA Rec./Ing.	n.a.	n.a.	3,9	7,2
% Var EBITDA sector ⁽³⁾	-5,7	15,6	16,2	20,2
Beneficio neto	-2,7	-0,8	0,8	1,3
BPA (EUR)	-0,10	-0,03	0,03	0,04
% Var.	-211,9	74,0	200,1	68,4
BPA ord. (EUR)	-0,09	-0,03	0,02	0,03
% Var.	-80,5	67,2	155,8	94,9
Free Cash Flow Rec. ⁽⁴⁾	-3,4	-3,2	-0,7	-0,3
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	-4,8	0,5	1,0	1,0
DN / EBITDA Rec.(x)	n.a.	n.a.	1,7	0,9
ROE (%)	n.a.	n.a.	3,4	5,5
ROCE (%) ⁽⁴⁾	n.a.	n.a.	4,0	5,6

Ratios y Múltiplos (x)⁽⁵⁾

PER	n.a.	n.a.	79,0	46,9
PER Ordinario	n.a.	n.a.	n.a.	61,9
P/BV	2,7	2,7	2,6	2,5
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	14,30	5,99	4,13	3,83
EV/EBITDA Rec.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EV/EBIT	n.a.	n.a.	n.a.	43,7
FCF Yield (%) ⁽⁴⁾	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Comportamiento relativo (base 100)


Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	15,1	13,2	20,8	25,6	23,0	4,3
vs Ibex 35	17,2	14,7	11,2	12,2	-13,6	15,7
vs Ibex Small Cap Index	18,6	26,0	31,7	16,9	-14,2	4,9
vs Eurostoxx 50	16,3	11,9	4,6	10,2	-21,2	-13,3
vs Índice del sector ⁽³⁾	18,7	23,2	58,1	31,6	80,2	9,0

(1) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

(2) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.

(3) Sector: Europe Biotechnology.

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

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

(6) Otros: Fundadores 13,2%, Iriegen 6,6%, Eléctrica del Oeste 6,3%, Areyhold S.L.U. 6,2% Inv. Industriales Serpis 5,9%, Ideas de Bombero 5,8%, Inv. Orensanas 5,5%, Proyecto Asfodel 5,1%

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

Pangaea Oncology (PANG) es una compañía del BME Growth

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

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

Revisión de estimaciones: Al alza
Revisión de Estimaciones

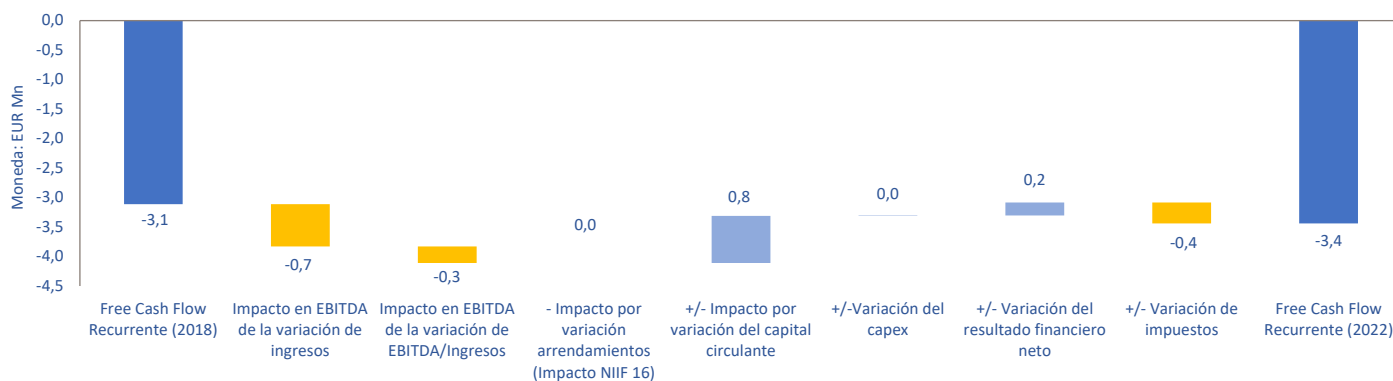
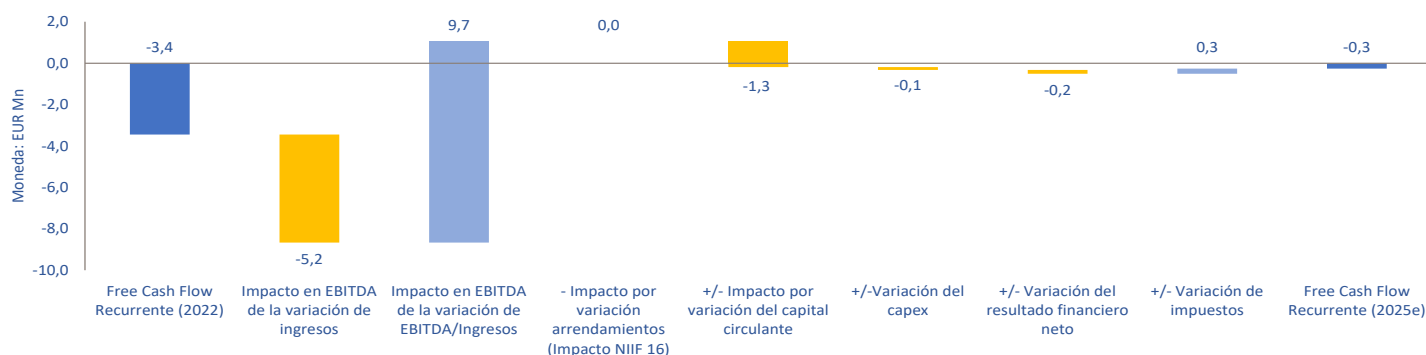
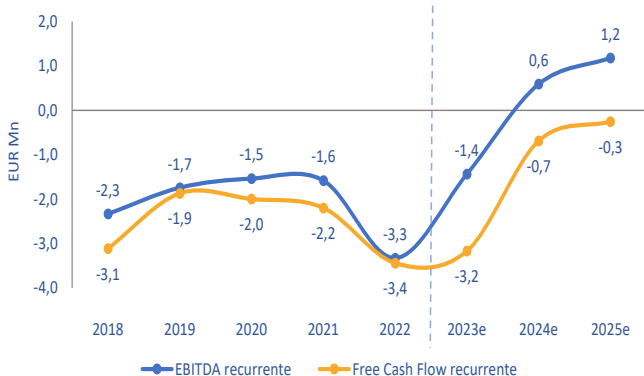
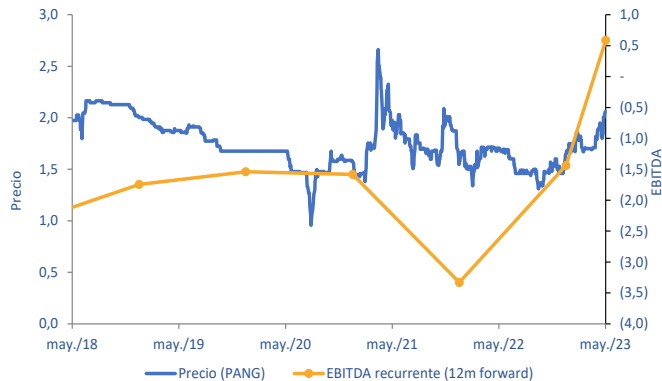
EUR Mn	2023e (Nuevo)	2023e	Revisión (%)	2024e (Nuevo)	2024e	Revisión (%)	2025e (Nuevo)
Total Ingresos	10,4	6,5	60,4%	15,1	7,7	96,6%	16,3
EBITDA (Recurrente)	-1,4	-0,9	-59,7%	0,6	-0,2	394,3%	1,2
EBITDA Rec. / Ventas	n.a.	n.a.	n.a.	3,9%	-2,6%	6 p.p.	7,2%
EBIT	-0,6	0,2	-416,6%	1,0	0,9	9,3%	1,4
Beneficio Neto	-0,8	-0,5	-58,9%	0,8	0,0	n.a.	1,3
Free Cash Flow (Rec.)	-3,2	-1,4	-126,4%	-0,7	-0,7	1,5%	-0,3
Deuda Neta/(Caja Neta)	0,5	-7,0	107%	1,0	-6,4	115%	1,0

Anexo 1. Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
Inmovilizado inmaterial	10,3	7,1	7,0	8,2	9,6	13,3	13,7	13,9		
Inmovilizado material	0,8	0,6	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4		
Otros activos no corrientes	3,8	4,0	3,9	4,3	4,2	4,2	4,0	3,8		
Inmovilizado financiero	0,0	0,0	0,0	0,3	0,3	0,2	0,3	0,4		
Fondo de comercio y otros intangibles	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6	0,6	0,6	0,6		
Activo circulante	3,6	3,6	4,3	4,6	4,8	9,0	12,5	14,3		
Total activo	18,5	15,4	15,8	17,9	19,9	27,7	31,4	33,2		
Patrimonio neto	8,5	8,3	8,3	14,1	22,9	23,1	23,9	25,2		
Minoritarios	-	-	-	-	0,2	0,2	0,2	0,2		
Provisiones y otros pasivos a LP	0,4	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-		
Deuda financiera neta	8,0	5,5	5,7	2,4	(4,8)	0,5	1,0	1,0		
Pasivo circulante	1,6	1,3	1,5	1,1	1,3	3,6	6,1	6,5		
Total pasivo	18,5	15,4	15,8	17,9	19,9	27,7	31,4	33,2		
										TACC
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	18-22	22-25e
Total Ingresos	3,1	3,3	4,1	4,6	4,4	10,4	15,1	16,3	9,3%	55,2%
<i>Cto.Total Ingresos</i>	<i>16,7%</i>	<i>8,4%</i>	<i>23,6%</i>	<i>12,3%</i>	<i>-5,1%</i>	<i>138,7%</i>	<i>45,2%</i>	<i>7,8%</i>		
Coste de ventas	(1,4)	(1,1)	(1,6)	(1,5)	(2,6)	(4,4)	(5,1)	(5,3)		
Margen Bruto	1,7	2,2	2,5	3,1	1,8	6,0	10,1	11,0	2,0%	82,5%
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>54,5%</i>	<i>66,9%</i>	<i>61,9%</i>	<i>66,6%</i>	<i>41,3%</i>	<i>57,9%</i>	<i>66,4%</i>	<i>67,2%</i>		
Gastos de personal	(2,7)	(2,7)	(2,8)	(3,2)	(3,6)	(5,4)	(7,2)	(7,3)		
Otros costes de explotación	(1,3)	(1,3)	(1,2)	(1,5)	(1,5)	(2,0)	(2,3)	(2,4)		
EBITDA recurrente	(2,3)	(1,7)	(1,5)	(1,6)	(3,3)	(1,4)	0,6	1,2	-9,3%	33,0%
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>	<i>47,7%</i>	<i>25,3%</i>	<i>11,7%</i>	<i>-2,8%</i>	<i>-110,5%</i>	<i>56,8%</i>	<i>141,0%</i>	<i>100,4%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>3,9%</i>	<i>7,2%</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	0,3	0,3	0,2	(0,1)	(0,3)	0,2	0,2	0,2		
EBITDA	(2,1)	(1,4)	(1,3)	(1,6)	(3,6)	(1,2)	0,8	1,4	-14,9%	33,5%
Depreciación y provisiones	(2,4)	(3,1)	(2,4)	(1,0)	(1,2)	(1,7)	(2,0)	(2,0)		
Gastos capitalizados	2,6	2,2	2,1	2,1	2,3	2,3	2,1	2,0		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
EBIT	(1,8)	(2,3)	(1,6)	(0,5)	(2,6)	(0,6)	1,0	1,4	-9,0%	36,8%
<i>Cto.EBIT</i>	<i>30,3%</i>	<i>-26,7%</i>	<i>29,3%</i>	<i>67,1%</i>	<i>-380,1%</i>	<i>75,3%</i>	<i>255,4%</i>	<i>45,2%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>6,5%</i>	<i>8,8%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros	0,0	(2,5)	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,3)	(0,2)	(0,2)	(0,4)	(0,1)	(0,0)	(0,3)	(0,3)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	(0,0)	(0,2)	(0,2)	(0,1)	0,1	0,1		
Beneficio ordinario	(2,1)	(5,0)	(1,9)	(1,1)	(2,8)	(0,7)	0,7	1,2	-7,5%	34,4%
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>	<i>32,4%</i>	<i>-134,2%</i>	<i>62,6%</i>	<i>41,1%</i>	<i>-158,5%</i>	<i>74,6%</i>	<i>200,1%</i>	<i>68,4%</i>		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	(2,1)	(5,0)	(1,9)	(1,1)	(2,8)	(0,7)	0,7	1,2	-7,5%	34,4%
Impuestos	0,9	0,1	0,1	0,5	0,1	(0,1)	0,1	0,1		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		
Minoritarios	-	-	-	-	0,0	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	(1,3)	(4,8)	(1,8)	(0,6)	(2,7)	(0,8)	0,8	1,3	-21,3%	35,6%
<i>Cto.Beneficio neto</i>	<i>23,9%</i>	<i>-286,4%</i>	<i>63,8%</i>	<i>63,4%</i>	<i>-322,5%</i>	<i>70,7%</i>	<i>200,1%</i>	<i>68,4%</i>		
Beneficio ordinario neto	(2,4)	(5,3)	(2,1)	(1,0)	(2,5)	(0,9)	0,5	1,0	-1,5%	33,9%
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>22,9%</i>	<i>-123,7%</i>	<i>60,3%</i>	<i>51,1%</i>	<i>-144,6%</i>	<i>63,1%</i>	<i>155,8%</i>	<i>94,9%</i>		
										TACC
Cash Flow (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	18-22	22-25e
EBITDA recurrente						(1,4)	0,6	1,2	-9,3%	33,0%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						(1,8)	(1,1)	(1,3)		
Cash Flow operativo recurrente						-3,3	-0,5	-0,1	-1,5%	67,7%
CAPEX						(0,1)	(0,2)	(0,2)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,0)	(0,3)	(0,3)		
Impuestos						0,2	0,3	0,3		
Free Cash Flow Recurrente						(3,2)	(0,7)	(0,3)	-2,5%	57,9%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						0,2	0,2	0,2		
- Adquisiciones / + Desinversiones						(3,0)	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						(6,0)	(0,5)	(0,1)	-8,9%	75,7%
Ampliaciones de capital						1,0	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						5,0	0,5	0,1		

Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
								19-22	22-25e
EBITDA recurrente	(1,7)	(1,5)	(1,6)	(3,3)	(1,4)	0,6	1,2	-24,1%	33,0%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	25,3%	11,7%	-2,8%	-110,5%	56,8%	141,0%	100,4%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3,9%	7,2%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(0,4)	(0,5)	(0,7)	(0,0)	(1,8)	(1,1)	(1,3)		
= Cash Flow operativo recurrente	(2,1)	(2,0)	(2,3)	(3,4)	(3,3)	(0,5)	(0,1)	-17,2%	67,7%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	33,9%	3,2%	-11,0%	-49,7%	2,7%	84,9%	77,2%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
- CAPEX	(0,0)	(0,1)	(0,3)	(0,0)	(0,1)	(0,2)	(0,2)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,2)	(0,2)	(0,4)	(0,1)	(0,0)	(0,3)	(0,3)		
- Impuestos	0,4	0,3	0,7	0,1	0,2	0,3	0,3		
= Free Cash Flow recurrente	(1,9)	(2,0)	(2,2)	(3,4)	(3,2)	(0,7)	(0,3)	-22,5%	57,9%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	40,0%	-6,9%	-10,0%	-56,4%	7,9%	78,2%	62,7%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
- Gastos de reestructuración y otros	0,2	(0,0)	0,1	(0,3)	0,2	0,2	0,2		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	(0,3)	(0,2)	(0,1)	(3,0)	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	(1,7)	(2,3)	(2,4)	(3,9)	(6,0)	(0,5)	(0,1)	-32,4%	75,7%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	39,4%	-41,1%	-0,8%	-63,3%	-54,5%	91,8%	88,7%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	(3,1)	(1,9)	(2,0)	(2,2)	(3,4)	(3,2)	(0,7)		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(0,2)	(0,4)	(0,2)	0,1	(4,6)	(0,6)	0,0		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	0,8	0,6	0,1	(1,8)	6,5	2,7	0,5		
= Variación EBITDA recurrente	0,6	0,2	(0,0)	(1,7)	1,9	2,0	0,6		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	0,5	(0,1)	(0,2)	0,6	(1,8)	0,8	(0,2)		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	1,1	0,1	(0,2)	(1,1)	0,1	2,8	0,4		
+/- Variación del CAPEX	0,0	(0,1)	(0,3)	0,3	(0,1)	(0,0)	(0,0)		
+/- Variación del resultado financiero neto	0,2	(0,0)	(0,2)	0,2	0,1	(0,3)	-		
+/- Variación de impuestos	(0,0)	(0,1)	0,4	(0,7)	0,2	0,0	0,1		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	1,2	(0,1)	(0,2)	(1,2)	0,3	2,5	0,4		
Free Cash Flow Recurrente	(1,9)	(2,0)	(2,2)	(3,4)	(3,2)	(0,7)	(0,3)		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
EBIT	(2,3)	(1,6)	(0,5)	(2,6)	(0,6)	1,0	1,4	-3,7%	36,8%
* Tasa fiscal teórica	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	-	-	-		
EBITDA recurrente	(1,7)	(1,5)	(1,6)	(3,3)	(1,4)	0,6	1,2	-24,1%	33,0%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(0,4)	(0,5)	(0,7)	(0,0)	(1,8)	(1,1)	(1,3)		
= Cash Flow operativo recurrente	(2,1)	(2,0)	(2,3)	(3,4)	(3,3)	(0,5)	(0,1)	-17,2%	67,7%
- CAPEX	(0,0)	(0,1)	(0,3)	(0,0)	(0,1)	(0,2)	(0,2)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	(2,1)	(2,1)	(2,6)	(3,4)	(3,4)	(0,6)	(0,3)	-17,4%	56,6%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	34,5%	-0,2%	-22,5%	-31,8%	0,2%	80,9%	57,3%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	(0,3)	(0,2)	(0,1)	(3,0)	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	(2,1)	(2,4)	(2,8)	(3,5)	(6,4)	(0,6)	(0,3)	-18,8%	57,1%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	34,5%	-15,8%	-16,1%	-24,6%	-81,9%	89,9%	57,3%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		

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	62,8	
+ Minoritarios	0,2	Rdos. 12m 2022
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,3	Rdos. 12m 2022
+ Deuda financiera neta	(4,8)	Rdos. 12m 2022
- Inmovilizado financiero	0,3	Rdos. 12m 2022
+/- Otros ⁽¹⁾	4,2	Rdos. 12m 2022
Enterprise Value (EV)	62,4	

(1) Bases imponibles negativas

Anexo 4. Comportamiento histórico (1)

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
Total Ingresos	2,6	3,1	1,7	1,9	2,5	2,6	3,1	3,3	4,1	4,6	4,4	10,4	15,1	16,3	12,4%	55,2%
Cto. Total ingresos	n.a.	17,7%	-44,4%	13,5%	29,1%	4,1%	16,7%	8,4%	23,6%	12,3%	-5,1%	138,7%	45,2%	7,8%		
EBITDA	(1,2)	(0,5)	(1,6)	(2,0)	(3,3)	(4,5)	(2,1)	(1,4)	(1,3)	(1,6)	(3,6)	(1,2)	0,8	1,4	-	33,5%
Cto. EBITDA	n.a.	61,2%	-237,0%	-22,1%	-69,4%	-37,0%	54,0%	32,7%	8,1%	-27,6%	-120,3%	66,2%	164,5%	74,8%	10,8%	
EBITDA/Ingresos	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	5,2%	8,5%		
Beneficio neto	(0,4)	0,1	(0,2)	(0,5)	(0,6)	(1,6)	(1,3)	(4,8)	(1,8)	(0,6)	(2,7)	(0,8)	0,8	1,3	-	35,6%
Cto. Beneficio neto	n.a.	124,9%	-289,1%	-147,7%	-22,2%	-177,0%	23,9%	-286,4%	63,8%	63,4%	-322,5%	70,7%	200,1%	68,4%	38,8%	
Nº Acciones Ajustado (Mn)	0,2	0,2	0,2	0,2	10,6	10,6	13,1	16,9	18,7	20,0	27,1	30,5	30,5	30,5		
BPA (EUR)	-2,55	0,63	-1,20	-2,97	-0,06	-0,16	-0,10	-0,29	-0,09	-0,03	-0,10	-0,03	0,03	0,04	26,7%	34,6%
Cto. BPA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	98,1%	n.a.	38,4%	n.a.	67,4%	65,7%	n.a.	74,0%	n.a.	68,4%		
BPA ord. (EUR)	-2,59	0,57	-1,28	-3,30	-0,06	-0,15	-0,18	-0,32	-0,11	-0,05	-0,09	-0,03	0,02	0,03	27,9%	33,1%
Cto. BPA ord.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	98,3%	n.a.	-19,3%	-73,7%	64,2%	54,1%	-80,5%	67,2%	n.a.	94,9%		
CAPEX	-	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,5)	(0,2)	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,3)	(0,0)	(0,1)	(0,2)	(0,2)		
CAPEX/Vtas % ¹	0,0%	3,5%	3,5%	12,0%	21,8%	5,9%	0,9%	1,7%	7,0%	0,5%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%		
Free Cash Flow	(0,7)	(0,7)	(1,9)	(2,8)	(2,8)	(5,8)	(2,7)	(1,7)	(2,3)	(2,4)	(3,9)	(6,0)	(0,5)	(0,1)	-9,4%	75,7%
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,2x	0,8x		
PER (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	79,0x	46,9x		
EV/Vtas (x)	1,14x	1,19x	3,26x	4,30x	1,92x	16,34x	10,84x	10,50x	8,45x	6,39x	7,05x	5,99x	4,13x	3,83x		
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	45,2x		
Comport. Absoluto	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-22,0%	-3,8%	-16,3%	-5,9%	-1,9%	6,0%	25,6%				
Comport. Relativo vs Ibx 35	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-27,4%	13,2%	-25,2%	11,3%	-9,1%	12,2%					

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

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

Anexo 5. Principales comparables 2023e

Dato	Laboratorios de Diagnóstico Molecular							Equipos Médicos Avanzados						
	EUR Mn	MDXHealth SA	Biocartis	Atrys Health	Guardant Health Inc	Exact Sciences Corp	Neogenomics Inc.	Average	Thermo Fisher	Qiagen	Danaher	Agilent	Becton Dickinson	Average
Datos Mercado	Ticker (Factset)	MDXH-BE	BCART-BE	ATRY-ES	GH-US	EXAS-US	NEO-US		TMO-US	QGEN-US	DHR-US	A-US	BDX-US	
	País	Belgium	Belgium	Spain	United States	United States	United States		United States	Netherlands	United States	United States	United States	
	Market cap	101,9	54,1	380,1	2.758,9	13.108,4	2.157,6		185.961,1	9.459,7	153.608,2	34.916,9	65.955,6	
	Enterprise value (EV)	94,0	150,4	586,3	3.155,9	14.842,3	2.335,5		215.479,0	9.955,8	167.682,4	36.507,4	80.882,8	
Información financiera básica	Total Ingresos	61,1	65,8	235,1	500,3	2.220,3	519,8		41.851,9	1.899,8	27.310,2	6.549,5	17.788,2	
	Cto. Total Ingresos	73,4%	14,4%	25,7%	20,4%	15,3%	10,3%	26,6%	0,8%	-4,0%	-6,1%	3,5%	2,0%	-0,8%
	2y TACC (2023e - 2025e)	8,7%	23,8%	8,1%	24,1%	13,6%	9,1%	14,6%	8,0%	7,2%	7,5%	6,8%	5,9%	7,1%
	EBITDA	(20,9)	(22,8)	52,1	(359,9)	84,5	(18,2)		10.962,6	648,0	8.836,9	1.972,2	4.945,2	
	Cto. EBITDA	34,3%	39,2%	129,2%	21,9%	123,2%	72,5%	70,0%	-0,4%	-10,6%	-12,4%	12,4%	16,0%	1,0%
	2y TACC (2023e - 2025e)	38,1%	54,4%	14,0%	21,2%	n.a.	n.a.	31,9%	10,3%	9,8%	10,1%	8,9%	9,5%	9,7%
	EBITDA/Ingresos	n.a.	n.a.	22,2%	n.a.	3,8%	n.a.	13,0%	26,2%	34,1%	32,4%	30,1%	27,8%	30,1%
	EBIT	(27,0)	(29,7)	24,5	(452,4)	(357,8)	(115,2)		9.957,5	511,7	8.088,9	1.842,9	4.225,1	
	Cto. EBIT	26,1%	37,5%	421,5%	8,5%	37,6%	17,3%	91,4%	26,4%	-3,9%	0,6%	26,1%	82,0%	26,2%
	2y TACC (2023e - 2025e)	n.a.	46,6%	26,3%	15,5%	53,8%	20,4%	32,5%	10,6%	10,7%	9,1%	9,0%	8,9%	9,7%
	EBIT/Ingresos	n.a.	n.a.	10,4%	n.a.	n.a.	n.a.	10,4%	23,8%	26,9%	29,6%	28,1%	23,8%	26,4%
	Beneficio Neto	(32,3)	(44,9)	10,1	(424,1)	(336,5)	(98,0)		8.500,6	450,3	6.510,7	1.557,6	3.241,8	
	Cto. Beneficio Neto	22,8%	31,3%	143,6%	29,9%	41,6%	26,5%	49,3%	32,3%	15,1%	-2,3%	34,4%	114,5%	38,8%
	2y TACC (2023e - 2025e)	17,0%	50,4%	60,3%	17,2%	54,4%	27,5%	37,8%	11,0%	9,6%	10,3%	9,5%	11,5%	10,4%
	CAPEX/Ventas	3,9%	4,4%	6,6%	9,4%	5,1%	5,7%	5,8%	4,4%	8,1%	3,9%	6,4%	5,3%	5,6%
	Free Cash Flow	n.a.	(36,9)	26,8	(345,7)	(105,7)	(4,3)		6.542,9	484,0	6.844,1	1.105,9	3.196,2	
	Deuda financiera Neta	n.a.	133,1	157,4	552,9	1.661,2	372,1		20.725,5	341,4	7.189,1	947,0	12.601,0	
	DN/EBITDA (x)	n.a.	n.a.	3,0	n.a.	19,7	n.a.	11,3	1,9	0,5	0,8	0,5	2,5	1,3
	Pay-out	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	5,7%	0,0%	10,1%	16,0%	33,3%	13,0%
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	n.a.	n.a.	41,3	n.a.	n.a.	n.a.	41,3	22,0	21,3	23,8	22,5	20,6	22,0
	P/BV (x)	n.a.	n.a.	1,1	n.a.	4,8	2,5	2,8	4,3	2,7	3,0	6,0	2,9	3,8
	EV/Ingresos (x)	1,5	2,3	2,5	6,3	6,7	4,5	4,0	5,1	5,2	6,1	5,6	4,5	5,3
	EV/EBITDA (x)	n.a.	n.a.	11,3	n.a.	n.a.	n.a.	11,3	19,7	15,4	19,0	18,5	16,4	17,8
	EV/EBIT (x)	n.a.	n.a.	24,0	n.a.	n.a.	n.a.	24,0	21,6	19,5	20,7	19,8	19,1	20,2
	ROE	n.a.	n.a.	2,7	n.a.	n.a.	n.a.	2,7	19,3	12,6	12,6	26,7	14,1	17,1
	FCF Yield (%)	n.a.	n.a.	7,0	n.a.	n.a.	n.a.	7,0	3,5	5,1	4,5	3,2	4,8	4,2
	DPA	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,23	0,00	0,90	0,83	3,79	1,35
	Dvd Yield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,3%	0,0%	0,4%	0,7%	1,6%	0,6%

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).

Anexo 6. Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2023e	2024e	2025e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	(6,4)	(0,6)	(0,3)	n.a.			
Market Cap	62,8	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	-4,8	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)			=	=	
Coste de la deuda neta	4,0%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			3,8%	4,2%	
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)	1,3	B (estimación propia)			1,2	1,4	
Coste del Equity	11,2%	Ke = Rf + (R * B)			10,0%	12,5%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	100,0%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	0,0%	D			=	=	
WACC	11,2%	WACC = Kd * D + Ke * E			10,0%	12,5%	
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 23e	BPA 23e-25e	EV/EBITDA 23e	EBITDA 23e-25e	EV/Vtas. 23e	Ingresos 23e-25e	EBITDA/Vtas. 23e	FCF Yield 23e	FCF 23e-25e
MDxHealth SA	MDXH-BE		101,9	n.a.	22,7%	n.a.	38,1%	1,5	8,7%	n.a.	n.a.	n.a.
Biocartis	BCART-BE		54,1	n.a.	62,2%	n.a.	54,4%	2,3	23,8%	n.a.	n.a.	56,4%
Atrys Health	ATRY-ES		380,1	41,3	28,5%	11,3	14,0%	2,5	8,1%	22,2%	7,0%	11,1%
Guardant Health Inc	GH-US		2.758,9	n.a.	18,4%	n.a.	21,2%	6,3	24,1%	n.a.	n.a.	19,3%
Exact Sciences Corp	EXAS-US		13.108,4	n.a.	58,4%	n.a.	n.a.	6,7	13,6%	3,8%	n.a.	87,2%
Neogenomics Inc.	NEO-US		2.157,6	n.a.	70,3%	n.a.	n.a.	4,5	9,1%	n.a.	n.a.	n.a.
Laboratorios de Diagnóstico Molecular				41,3	43,4%	11,3	31,9%	4,0	14,6%	13,0%	7,0%	43,5%
Thermo Fisher	TMO-US		185.961,1	22,0	12,9%	19,7	10,3%	5,1	8,0%	26,2%	3,5%	17,3%
Qiagen	QGEN-US		9.459,7	21,3	9,7%	15,4	9,8%	5,2	7,2%	34,1%	5,1%	0,6%
Danaher	DHR-US		153.608,2	23,8	10,7%	19,0	10,1%	6,1	7,5%	32,4%	4,5%	9,7%
Agilent	A-US		34.916,9	22,5	11,2%	18,5	8,9%	5,6	6,8%	30,1%	3,2%	26,3%
Becton Dickinson	BDX-US		65.955,6	20,6	11,2%	16,4	9,5%	4,5	5,9%	27,8%	4,8%	13,5%
Equipos Médicos Avanzados				22,0	11,1%	17,8	9,7%	5,3	7,1%	30,1%	4,2%	13,5%
Roche	ROG-CH		238.970,6	14,7	9,0%	10,5	7,5%	4,0	5,2%	38,5%	7,1%	4,6%
PANG	PANG-ES		62,8	n.a.	92,0%	n.a.	76,8%	6,0	25,1%	n.a.	n.a.	90,4%

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	4,3%	0,6	96,2x
Central	3,9%	0,6	106,1x
Min	3,5%	0,5	118,2x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 24e		
EBITDA 24e	0,9%	1,0%	1,1%
0,6	(0,6)	(0,6)	(0,6)
0,6	(0,7)	(0,7)	(0,7)
0,5	(0,7)	(0,8)	(0,8)

LIGHTHOUSE

Calle Basílica, 17, 1ª Planta, Oficinas
28020 Madrid
T: +34 915 904 226
institodeanalistas.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 (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 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
18-May-2023	n.a.	2,06	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones: Al alza	Luis Esteban Arribas
10-May-2023	n.a.	2,00	n.a.	n.a.	Noticia importante	Luis Esteban Arribas
04-May-2023	n.a.	1,84	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2022	Luis Esteban Arribas
31-Oct-2022	n.a.	1,47	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2022 - Bajamos estimaciones	Luis Esteban Arribas
14-Jul-2022	n.a.	1,46	n.a.	n.a.	Noticia importante	Alfredo Echevarría Otegui
02-May-2022	n.a.	1,70	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2021	Alfredo Echevarría Otegui
29-Oct-2021	n.a.	1,64	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2021	Alfredo Echevarría Otegui
02-Sep-2021	n.a.	1,70	n.a.	n.a.	Noticia importante	Ana Isabel González García, CIIA
25-Jun-2021	n.a.	1,85	n.a.	n.a.	Noticia importante	Ana Isabel González García, CIIA
05-May-2021	n.a.	2,17	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2020 - Bajamos estimaciones	Ana Isabel González García, CIIA
03-Nov-2020	n.a.	1,58	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2020	Ana Isabel González García, CIIA
16-Oct-2020	n.a.	1,56	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	Ana Isabel González García, CIIA

