

**Resultados 6m 2024**

 Opinión <sup>(1)</sup>: En línea

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

Luis Esteban Arribas, CESGA – luis.esteban@institutodeanalistas.com

+34 915 631 972

## Rdos 1S24. En línea. El M&A cristaliza en un salto de tamaño (Ingresos 1S24: +191%)

**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.14% del capital). La Familia Villagrà (Vidaro) y GPI (Mayoral) son socios de referencia.

**Market Data**

Market Cap (Mn EUR y USD)	61,6	66,8
EV (Mn EUR y USD) <sup>(2)</sup>	59,0	64,0
Número de Acciones (Mn)	34,4	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	2,06 / 1,80 / 1,68	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,03	
Rotación <sup>(3)</sup>	12,1	
Factset / Bloomberg	PANG-ES / PANG SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

**Estructura Accionarial (%) <sup>(7)</sup>**

GPI (Familia Domínguez, Mayoral)	14,7
Inv. Industriales Serpis	7,3
Vidaro Inv. (Fam. Villagrà Blanco)	7,3
Mirling Europe	7,0
Free Float	11,5

**Datos Financieros**

Básicos (EUR Mn)	2023	2024e	2025e	2026e
Nº Acc. ajustado (Mn)	30,5	32,1	34,4	34,4
Total Ingresos	8,0	13,8	14,8	15,7
EBITDA Rec.	-3,0	-1,1	-0,3	0,2
% Var.	9,5	64,3	74,5	181,2
% EBITDA Rec./Ing.	n.a.	n.a.	n.a.	1,4
% Var EBITDA sector <sup>(4)</sup>	-21,9	22,5	35,9	6,6
Beneficio neto	-4,7	-1,3	-0,8	-0,2
BPA (EUR)	-0,15	-0,04	-0,02	-0,01
% Var.	-28,5	72,9	41,9	71,2
BPA ord. (EUR)	-0,10	-0,04	-0,03	-0,01
% Var.	13,3	55,5	37,1	55,3
Free Cash Flow Rec. <sup>(5)</sup>	-3,5	-2,0	-1,0	-0,4
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	2,9	-1,7	-0,9	-0,7
DN / EBITDA Rec.(x)	n.a.	n.a.	n.a.	-3,3
ROE (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
ROCE (%) <sup>(5)</sup>	n.a.	n.a.	n.a.	0,6

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

	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
PER	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
PER Ordinario	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
P/BV	3,5	2,7	2,8	2,8
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	7,38	4,28	3,97	3,77
EV/EBITDA Rec.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EV/EBIT	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
FCF Yield (%) <sup>(5)</sup>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

**LA INTEGRACIÓN DE IOB DISPARA LOS INGRESOS 1S24 (+190,6% VS 1S23)...** PANG cierra el 1S24 como primer año de integración total del M&A llevado a cabo en 2023 (IOB y Pectus) y la desinversión de QTI. La nueva dimensión de PANG (8 hospitales en 2024 vs 4 en 2022) y la integración de médicos de referencia en las áreas de oncología le ha llevado a duplicar el número de visitas y triplicar el número de pacientes durante el primer semestre del año (aunque esperamos se normalice durante el 2S24). Y registra ingresos 1S24 de EUR 6,5Mn (vs EUR 2,2Mn en 1S23).

**...CRECIENDO EN TODAS LAS ÁREAS DE NEGOCIO...** El objetivo del M&A era aumentar el volumen de negocio de PANG. En el 1S24, la principal ganadora ha sido la línea de gestión asistencial (EUR 5,7Mn; +240,6% vs 1S23), que crece en los servicios de mayor valor añadido: ensayos clínicos (+101%), cirugía (+177%) y diagnóstico oncológico (+77%). La línea de servicios a empresas comienza a ganar tracción (EUR 0,8Mn) y crece un +38,2% de forma orgánica.

**...Y ACERCANDO EL BREAKEVEN EN EBITDA.** El cambio en el mix de ingresos eleva el Margen Bruto hasta 85% (+20p.p. vs 1S23) y, pese al aumento de costes de estructura, (OPEX 1S24: +128%) consigue reducir las pérdidas operativas en EBITDA rec. hasta EUR -1,4Mn (vs EUR -1,6Mn en 1S23).

**LA AMPLIACIÓN DE CAPITAL LLEVADA A CABO EN AGOSTO DEVOLVERÁ LA POSICIÓN DE CAJA NETA A PANG.** PANG ha registrado una Deuda Neta 1S24 de EUR 3,7Mn. Aunque la ampliación de capital (agosto 2024e) con la que captó c. EUR 6,4Mn debería devolver la posición de Caja Neta a cierre de 2024. Lo que abre la puerta a continuar su estrategia de M&A, esta vez, dirigido al área de diagnóstico.

**MANTENEMOS NUESTRAS ESTIMACIONES.** Ante unos resultados en línea, nuestro escenario central hoy apunta a unos ingresos 2024e de EUR 13,8Mn y un EBITDA rec. EUR -1,1Mn.

**BUENOS RESULTADOS QUE PONEN SOBRE LA MESA EL RETO DE LA RENTABILIDAD.** El equity story de PANG se puede resumir en alcanzar el break-even a nivel operativo en 2025e. Los resultados 1S24 son el comienzo de una mejora de rentabilidad que debería de ir siendo cada vez más visible por la aparición de sinergias y el despegue de la línea de servicios a empresas (por el mayor volumen). EV/Vtas 24e de 4,3x (en línea con sus comparables).

**Comportamiento relativo (base 100)**


Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	-0,6	0,0	-13,1	-2,7	6,8	6,8
vs Ibxex 35	-2,0	-8,3	-33,4	-17,0	-17,2	-15,8
vs Ibxex Small Cap Index	1,1	4,0	-21,1	-5,1	10,3	-12,7
vs Eurostoxx 50	1,0	-2,3	-27,1	-9,8	-6,2	-20,6
vs Índice del sector <sup>(4)</sup>	0,7	-5,6	-43,4	-20,8	73,1	3,4

(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, preveamos 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: Europe Biotechnology.

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

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

(7) Otros: Fundadores 11,7%, Eléctrica del Oeste 6,8%, Areyhold 6,6%, Inversiones Orensanas de Patrimonio 6,6%, Irgen 5,8%, Projecte Asfodel 5,4%, Ideas de Bombero 5,3%, Hersol XXI (Familia Solans) 3,9%

(\*) 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.

## 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).

**Resultados 6m 2024**
**Tabla 1. Resultados 1S24**

	6m24 Real	6m23	6m24 Real vs 6m23	2024e	2024e vs 2023
<b>Total Ingresos</b>	<b>6,5</b>	<b>2,2</b>	<b>190,6%</b>	<b>13,8</b>	<b>72,5%</b>
Gestión asistencial	5,7	1,7	240,6%	12,3	73,7%
Servicios a empresas (DM)	0,8	0,6	38,2%	1,5	64,1%
<b>Margen Bruto</b>	<b>5,5</b>	<b>1,4</b>	<b>281,2%</b>	<b>10,8</b>	<b>85,5%</b>
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>85,0%</i>	<i>64,8%</i>	<i>20,2 p.p.</i>	<i>77,9%</i>	<i>5,4 p.p.</i>
<b>EBITDA (Recurrente)<sup>(1)</sup></b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,6</b>	<b>13,7%</b>	<b>-1,1</b>	<b>64,3%</b>
<i>EBITDA Rec. / Ingresos</i>	<i>-20,8%</i>	<i>-70,0%</i>	<i>49,2 p.p.</i>	<i>-7,8%</i>	<i>29,9 p.p.</i>
<b>EBITDA<sup>(2)</sup></b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,3</b>	<b>-3,2%</b>	<b>-0,8</b>	<b>75,7%</b>
<i>EBITDA / Ingresos</i>	<i>-20,9%</i>	<i>-58,9%</i>	<i>38,0 p.p.</i>	<i>-6,1%</i>	<i>37,1 p.p.</i>
<b>EBIT</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,0</b>	<b>-54,6%</b>	<b>-1,2</b>	<b>68,6%</b>
<b>BAI</b>	<b>-1,6</b>	<b>-0,8</b>	<b>-90,4%</b>	<b>-1,3</b>	<b>63,7%</b>
<b>BN</b>	<b>-1,6</b>	<b>-0,9</b>	<b>-74,0%</b>	<b>-1,3</b>	<b>71,5%</b>
<b>BN ordinario</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,1</b>	<b>-43,4%</b>	<b>-1,4</b>	<b>53,2%</b>
<i>New patients</i>	<i>4.027</i>	<i>1.021</i>	<i>294,4%</i>		
<i>Total visits</i>	<i>43.424</i>	<i>13.511</i>	<i>221,4%</i>		
<i>Clinical trials</i>	<i>465</i>	<i>223</i>	<i>108,5%</i>		
<i>Surgical activities</i>	<i>156</i>	<i>123</i>	<i>26,8%</i>		
<i>Pharma clients</i>	<i>79</i>	<i>78</i>	<i>1,3%</i>		
		<b>12m23</b>			
Deuda Neta/Caja Neta	2,9	2,9	0%	-1,7	-156,3%

Nota 1: El EBITDA recurrente no incluye subvenciones, ni gastos capitalizados ni gastos por M&A.

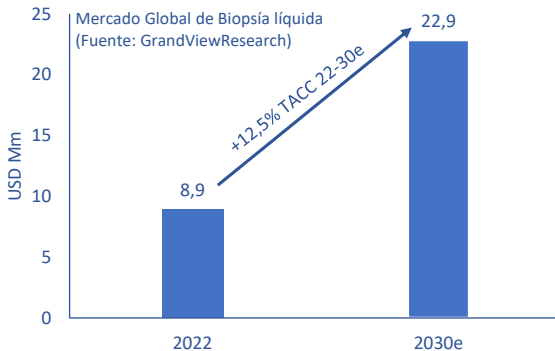
Nota 2: El EBITDA no incluye gastos capitalizados.

La Deuda Neta incluye earn-outs.

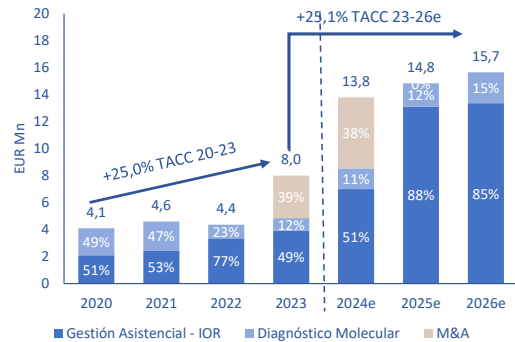
Nota: CCAA 1S23 reformuladas para tener en cuenta la exclusión del perímetro de consolidación de QTI.

**La compañía en 8 gráficos**

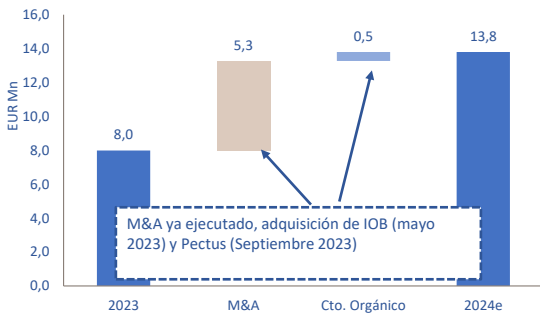
**PANG apuesta por una tecnología (biopsia líquida) con expectativas racionales de alto crecimiento...**



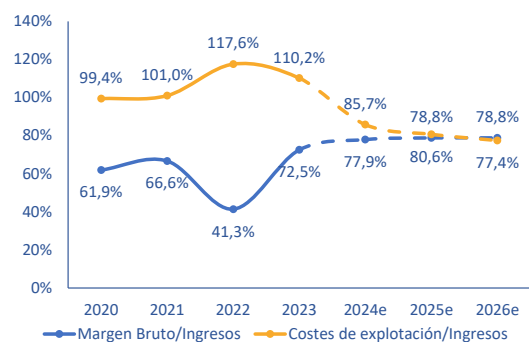
**... y se encuentra bien posicionada para aprovecharlo (+25,1% TACC 23-26e)**



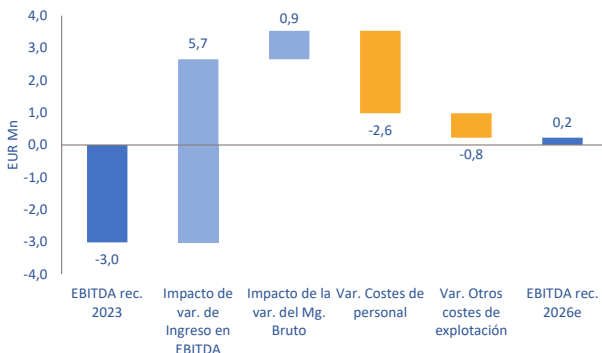
**El M&A ya ejecutado en 2023 explicará c. 91% del crecimiento total del 2024e**



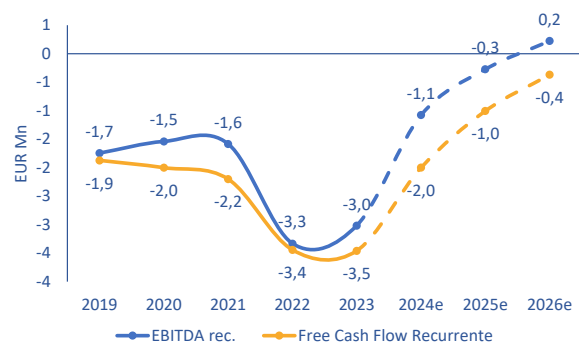
**La mejora de márgenes es el gran catalizador del negocio (Mg. Bruto c. 79% a partir de 2024e)**



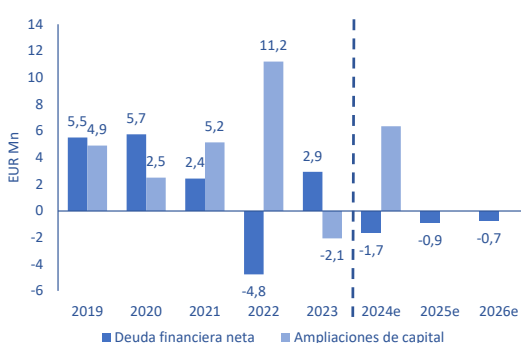
**La combinación de crecimiento y mejora en márgenes apunta a sobrepasar el break-even en EBITDA en 2026e...**



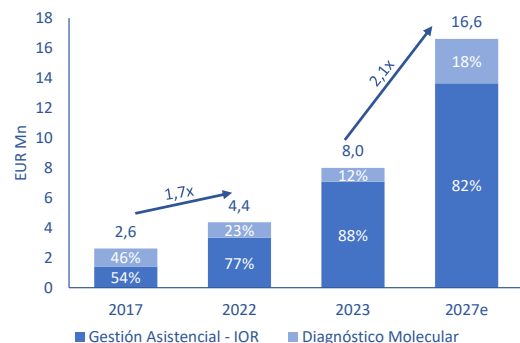
**... y permitirá frenar el consumo de caja (break-even) ya en 2026e**



**Con una estructura de balance sólida (caja neta) que le ha permitido financiar el crecimiento inorgánico sin ampliar capital**



**El elevado volumen de actividad permitirá aumentar la velocidad de expansión del diagnóstico molecular (biopsia líquida) en el I/p**



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

	2024e	2025e	2026e	Perpetuo <sup>(1)</sup>			
Free Cash Flow "To the Firm"	(2,2)	(0,9)	(0,3)	n.a.			
<b>Market Cap</b>	<b>61,6</b>	A la fecha de este informe					
<b>Deuda financiera neta</b>	<b>-1,7</b>	Deuda bancaria neta de Caja (Lighthouse 2024)					
					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)	3,1%	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	
<b>Coste del Equity</b>	<b>10,9%</b>	<b>Ke = Rf + (R * B)</b>			<b>9,7%</b>	<b>12,2%</b>	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	100,0%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	0,0%	D			=	=	
<b>WACC</b>	<b>10,9%</b>	<b>WACC = Kd * D + Ke * E</b>			<b>9,7%</b>	<b>12,2%</b>	
<b>G "Razonable"</b>	<b>2,0%</b>				<b>2,5%</b>	<b>1,5%</b>	

(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 24e	BPA 24e-26e	EV/EBITDA 24e	EBITDA 24e-26e	EV/Vtas. 24e	Ingresos 24e-26e	EBITDA/Vtas. 24e	FCF Yield 24e	FCF 24e-26e
MDxHealth SA	MDXH-BE	94,9	n.a.	37,0%	n.a.	56,0%	1,1	13,3%	n.a.	n.a.	50,7%
Atrys Health	ATRY-ES	240,2	n.a.	n.a.	10,7	10,9%	2,2	7,0%	20,3%	5,4%	30,2%
Guardant Health Inc	GH-US	2.608,1	n.a.	11,8%	n.a.	14,4%	4,5	19,0%	n.a.	n.a.	0,7%
Exact Sciences Corp	EXAS-US	11.887,7	n.a.	76,0%	42,4	37,0%	5,2	13,0%	12,3%	1,1%	n.a.
Neogenomics Inc.	NEO-US	1.653,8	n.a.	n.a.	n.a.	47,6%	3,0	9,5%	5,3%	n.a.	n.a.
<b>Laboratorios de Diagnóstico Molecular</b>			n.a.	41,6%	26,6	33,2%	3,2	12,4%	12,6%	3,3%	27,2%
Thermo Fisher	TMO-US	196.444,8	25,7	10,0%	22,4	8,4%	5,7	6,4%	25,2%	3,4%	15,6%
Qiagen	QGEN-US	8.809,3	20,1	8,3%	14,0	7,7%	5,1	6,2%	36,4%	3,8%	22,7%
Danaher	DHR-US	164.946,9	33,0	12,1%	25,8	9,4%	8,2	7,1%	31,9%	3,2%	10,5%
Agilent	A-US	36.249,0	24,9	8,8%	21,5	8,2%	6,2	5,9%	29,1%	3,1%	14,4%
Becton Dickinson	BDX-US	62.673,4	18,4	9,5%	14,3	11,7%	4,1	6,7%	28,3%	4,5%	23,5%
<b>Equipos Médicos Avanzados</b>			24,4	9,7%	19,6	9,1%	5,9	6,5%	30,2%	3,6%	17,4%
Roche	ROG-CH	236.821,3	14,7	7,9%	10,6	6,6%	4,1	4,9%	38,3%	6,1%	7,3%
PANG	PANG-ES	61,6	n.a.	59,1%	n.a.	59,2%	4,3	6,5%	n.a.	n.a.	71,4%

**Análisis de sensibilidad (2025e)**
**A) Análisis de sensibilidad del EBITDA Rec. y múltiplos a variaciones en los márgenes**

Escenario	EBITDA/Ingresos 25e	EBITDA 25e	EV/EBITDA 25e
Max	-8,6%	(1,3)	-46,2x
Central	-7,8%	(1,2)	-50,9x
Min	-7,0%	(1,0)	-56,7x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 25e		
EBITDA 25e	0,9%	1,0%	1,1%
(1,3)	(2,0)	(2,0)	(2,0)
(1,2)	(1,9)	(1,9)	(1,9)
(1,0)	(1,8)	(1,8)	(1,8)

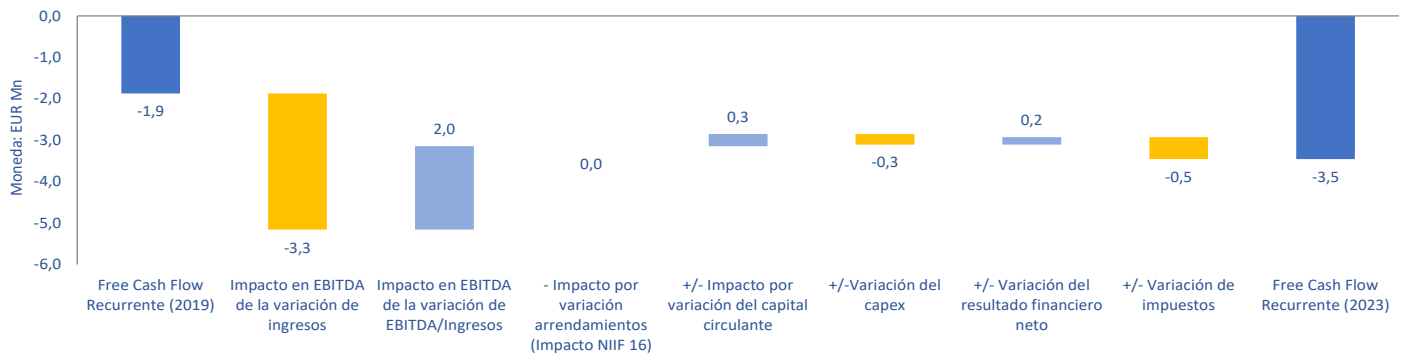
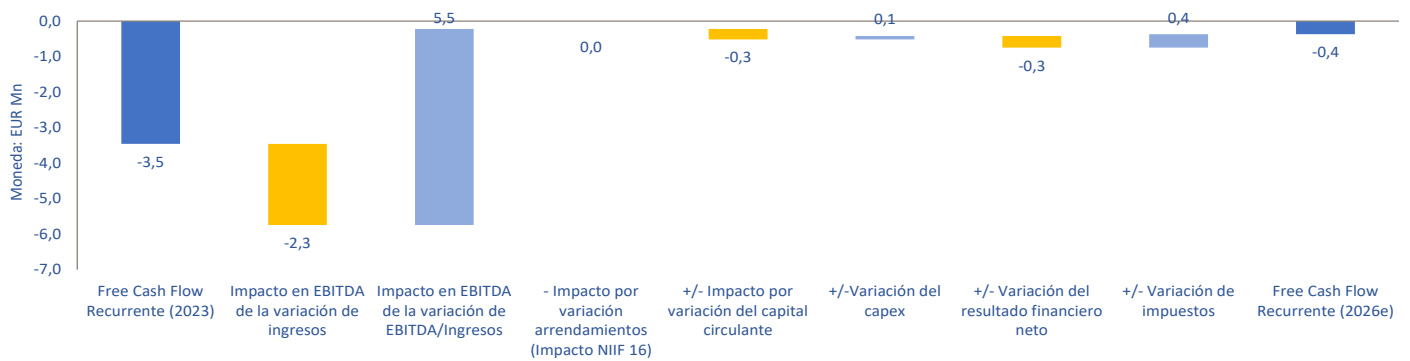
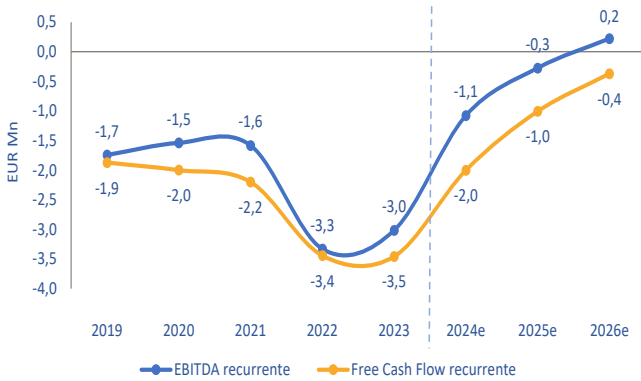
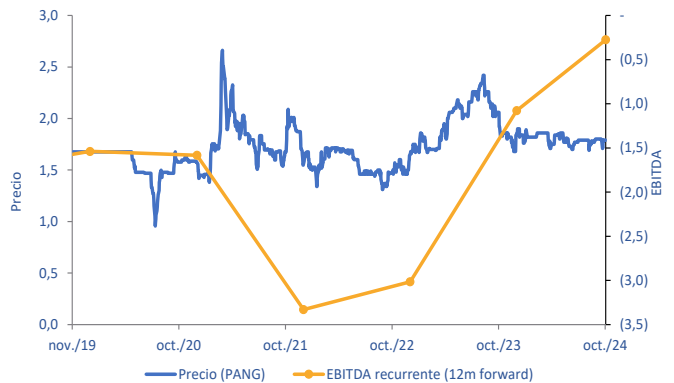
## Anexo 1. Proyecciones financieras

<b>Balance (EUR Mn)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>		
Inmovilizado inmaterial	7,1	7,0	8,2	9,6	12,7	12,4	12,3	12,1		
Inmovilizado material	0,6	0,6	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5		
Otros activos no corrientes	4,0	3,9	4,0	4,0	2,7	2,2	1,8	1,5		
Inmovilizado financiero	0,0	0,0	0,6	0,5	0,1	(0,0)	(0,1)	(0,2)		
Fondo de comercio y otros intangibles	0,0	0,0	0,0	0,6	3,2	3,2	3,2	3,2		
Activo circulante	3,6	4,3	4,6	4,8	6,8	10,5	11,4	11,9		
<b>Total activo</b>	<b>15,4</b>	<b>15,8</b>	<b>17,9</b>	<b>19,9</b>	<b>26,0</b>	<b>28,9</b>	<b>29,1</b>	<b>29,0</b>		
Patrimonio neto	8,3	8,3	14,1	22,9	17,8	22,9	22,0	21,8		
Minoritarios	-	-	-	0,2	1,0	0,8	0,7	0,6		
Provisiones y otros pasivos a LP	0,3	0,2	0,3	0,3	1,0	1,0	1,0	1,0		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-		
Deuda financiera neta	5,5	5,7	2,4	(4,8)	2,9	(1,7)	(0,9)	(0,7)		
Pasivo circulante	1,3	1,5	1,1	1,3	3,2	5,9	6,3	6,4		
<b>Total pasivo</b>	<b>15,4</b>	<b>15,8</b>	<b>17,9</b>	<b>19,9</b>	<b>26,0</b>	<b>28,9</b>	<b>29,1</b>	<b>29,0</b>		
										<b>TACC</b>
<b>Cuenta de Resultados (EUR Mn)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>	<b>19-23</b>	<b>23-26e</b>
<b>Total Ingresos</b>	<b>3,3</b>	<b>4,1</b>	<b>4,6</b>	<b>4,4</b>	<b>8,0</b>	<b>13,8</b>	<b>14,8</b>	<b>15,7</b>	<b>24,6%</b>	<b>25,1%</b>
<i>Cto.Total Ingresos</i>	<i>8,4%</i>	<i>23,6%</i>	<i>12,3%</i>	<i>-5,1%</i>	<i>83,1%</i>	<i>72,5%</i>	<i>7,6%</i>	<i>5,5%</i>		
Coste de ventas	(1,1)	(1,6)	(1,5)	(2,6)	(2,2)	(3,0)	(3,2)	(3,3)		
<b>Margen Bruto</b>	<b>2,2</b>	<b>2,5</b>	<b>3,1</b>	<b>1,8</b>	<b>5,8</b>	<b>10,8</b>	<b>11,7</b>	<b>12,3</b>	<b>27,1%</b>	<b>28,6%</b>
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>66,9%</i>	<i>61,9%</i>	<i>66,6%</i>	<i>41,3%</i>	<i>72,5%</i>	<i>77,9%</i>	<i>78,8%</i>	<i>78,8%</i>		
Gastos de personal	(2,7)	(2,8)	(3,2)	(3,6)	(5,6)	(8,0)	(8,1)	(8,2)		
Otros costes de explotación	(1,3)	(1,2)	(1,5)	(1,5)	(3,2)	(3,8)	(3,9)	(3,9)		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>(1,7)</b>	<b>(1,5)</b>	<b>(1,6)</b>	<b>(3,3)</b>	<b>(3,0)</b>	<b>(1,1)</b>	<b>(0,3)</b>	<b>0,2</b>	<b>-14,7%</b>	<b>27,5%</b>
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>	<i>25,3%</i>	<i>11,7%</i>	<i>-2,8%</i>	<i>-110,5%</i>	<i>9,5%</i>	<i>64,3%</i>	<i>74,5%</i>	<i>181,2%</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>n.a.</i>	<i>1,4%</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	0,3	0,2	(0,1)	(0,3)	(0,4)	0,2	0,2	0,2		
<b>EBITDA</b>	<b>(1,4)</b>	<b>(1,3)</b>	<b>(1,6)</b>	<b>(3,6)</b>	<b>(3,5)</b>	<b>(0,8)</b>	<b>(0,0)</b>	<b>0,4</b>	<b>-25,2%</b>	<b>28,7%</b>
Depreciación y provisiones	(3,1)	(2,4)	(1,0)	(1,2)	(2,3)	(2,2)	(2,2)	(2,2)		
Gastos capitalizados	2,2	2,1	2,1	2,3	2,0	1,9	1,9	1,9		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>EBIT</b>	<b>(2,3)</b>	<b>(1,6)</b>	<b>(0,5)</b>	<b>(2,6)</b>	<b>(3,8)</b>	<b>(1,2)</b>	<b>(0,4)</b>	<b>0,1</b>	<b>-13,6%</b>	<b>26,8%</b>
<i>Cto.EBIT</i>	<i>-26,7%</i>	<i>29,3%</i>	<i>67,1%</i>	<i>-380,1%</i>	<i>-49,3%</i>	<i>68,6%</i>	<i>68,7%</i>	<i>139,5%</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>n.a.</i>	<i>0,9%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros	(2,5)	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,2)	(0,2)	(0,4)	(0,1)	0,4	(0,0)	(0,3)	(0,3)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	(0,0)	(0,2)	(0,2)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
<b>Beneficio ordinario</b>	<b>(5,0)</b>	<b>(1,9)</b>	<b>(1,1)</b>	<b>(2,8)</b>	<b>(3,5)</b>	<b>(1,3)</b>	<b>(0,8)</b>	<b>(0,3)</b>	<b>8,4%</b>	<b>54,7%</b>
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>	<i>-134,2%</i>	<i>62,6%</i>	<i>41,1%</i>	<i>-158,5%</i>	<i>-23,5%</i>	<i>63,7%</i>	<i>34,3%</i>	<i>61,1%</i>		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio antes de impuestos</b>	<b>(5,0)</b>	<b>(1,9)</b>	<b>(1,1)</b>	<b>(2,8)</b>	<b>(3,5)</b>	<b>(1,3)</b>	<b>(0,8)</b>	<b>(0,3)</b>	<b>8,4%</b>	<b>54,7%</b>
Impuestos	0,1	0,1	0,5	0,1	(1,3)	(0,2)	(0,1)	(0,0)		
<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	0,1	0,1	0,1	0,1		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio neto</b>	<b>(4,8)</b>	<b>(1,8)</b>	<b>(0,6)</b>	<b>(2,7)</b>	<b>(4,7)</b>	<b>(1,3)</b>	<b>(0,8)</b>	<b>(0,2)</b>	<b>1,0%</b>	<b>62,9%</b>
<i>Cto.Beneficio neto</i>	<i>-286,4%</i>	<i>63,8%</i>	<i>63,4%</i>	<i>-322,5%</i>	<i>-71,7%</i>	<i>71,5%</i>	<i>37,8%</i>	<i>71,2%</i>		
<b>Beneficio ordinario neto</b>	<b>(5,3)</b>	<b>(2,1)</b>	<b>(1,0)</b>	<b>(2,5)</b>	<b>(2,9)</b>	<b>(1,4)</b>	<b>(0,9)</b>	<b>(0,4)</b>	<b>13,9%</b>	<b>47,9%</b>
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>-123,7%</i>	<i>60,3%</i>	<i>51,1%</i>	<i>-144,6%</i>	<i>-15,9%</i>	<i>53,2%</i>	<i>32,6%</i>	<i>55,3%</i>		
										<b>TACC</b>
<b>Cash Flow (EUR Mn)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>	<b>19-23</b>	<b>23-26e</b>
<b>EBITDA recurrente</b>						<b>(1,1)</b>	<b>(0,3)</b>	<b>0,2</b>	<b>-14,7%</b>	<b>27,5%</b>
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						(1,0)	(0,5)	(0,4)		
<b>Cash Flow operativo recurrente</b>						<b>-2,1</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,1</b>	<b>-10,1%</b>	<b>64,5%</b>
CAPEX						(0,1)	(0,1)	(0,2)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,0)	(0,3)	(0,3)		
Impuestos						0,3	0,3	0,3		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>						<b>(2,0)</b>	<b>(1,0)</b>	<b>(0,4)</b>	<b>-16,6%</b>	<b>52,5%</b>
Gastos de reestructuración y otros no rec.						0,2	0,2	0,2		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
<b>Free Cash Flow</b>						<b>(1,8)</b>	<b>(0,8)</b>	<b>(0,1)</b>	<b>-34,3%</b>	<b>70,1%</b>
Ampliaciones de capital						6,4	-	-		
Dividendos						-	-	-		
<b>Variación de Deuda financiera neta</b>						<b>(4,6)</b>	<b>0,8</b>	<b>0,1</b>		

## Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
								20-23	23-26e
<b>EBITDA recurrente</b>	(1,5)	(1,6)	(3,3)	(3,0)	(1,1)	(0,3)	0,2	-25,1%	27,5%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	11,7%	-2,8%	-110,5%	9,5%	64,3%	74,5%	181,2%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,4%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(0,5)	(0,7)	(0,0)	(0,1)	(1,0)	(0,5)	(0,4)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>(2,0)</b>	<b>(2,3)</b>	<b>(3,4)</b>	<b>(3,1)</b>	<b>(2,1)</b>	<b>(0,8)</b>	<b>(0,1)</b>	<b>-14,9%</b>	<b>64,5%</b>
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	3,2%	-11,0%	-49,7%	8,7%	31,8%	61,9%	82,8%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
- CAPEX	(0,1)	(0,3)	(0,0)	(0,3)	(0,1)	(0,1)	(0,2)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,2)	(0,4)	(0,1)	(0,0)	(0,0)	(0,3)	(0,3)		
- Impuestos	0,3	0,7	0,1	(0,1)	0,3	0,3	0,3		
<b>= Free Cash Flow recurrente</b>	<b>(2,0)</b>	<b>(2,2)</b>	<b>(3,4)</b>	<b>(3,5)</b>	<b>(2,0)</b>	<b>(1,0)</b>	<b>(0,4)</b>	<b>-20,0%</b>	<b>52,5%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	-6,9%	-10,0%	-56,4%	-0,5%	42,1%	49,7%	63,3%		
<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	(0,0)	0,1	(0,3)	(0,4)	0,2	0,2	0,2		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(0,3)	(0,2)	(0,1)	(1,5)	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow</b>	<b>(2,3)</b>	<b>(2,4)</b>	<b>(3,9)</b>	<b>(5,4)</b>	<b>(1,8)</b>	<b>(0,8)</b>	<b>(0,1)</b>	<b>-32,0%</b>	<b>70,1%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	-41,1%	-0,8%	-63,3%	-39,9%	67,3%	55,7%	81,5%		
<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>B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>		
<b>Free Cash Flow recurrente (Año -1)</b>	<b>(1,9)</b>	<b>(2,0)</b>	<b>(2,2)</b>	<b>(3,4)</b>	<b>(3,5)</b>	<b>(2,0)</b>	<b>(1,0)</b>		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(0,4)	(0,2)	0,1	(2,8)	(2,2)	(0,1)	(0,0)		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	0,6	0,1	(1,8)	3,1	4,1	0,9	0,5		
<b>= Variación EBITDA recurrente</b>	<b>0,2</b>	<b>(0,0)</b>	<b>(1,7)</b>	<b>0,3</b>	<b>1,9</b>	<b>0,8</b>	<b>0,5</b>		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	(0,1)	(0,2)	0,6	(0,0)	(1,0)	0,5	0,2		
<b>= Variación del Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>0,1</b>	<b>(0,2)</b>	<b>(1,1)</b>	<b>0,3</b>	<b>1,0</b>	<b>1,3</b>	<b>0,7</b>		
+/- Variación del CAPEX	(0,1)	(0,3)	0,3	(0,2)	0,1	(0,0)	(0,0)		
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,0)	(0,2)	0,2	0,1	(0,0)	(0,3)	-		
+/- Variación de impuestos	(0,1)	0,4	(0,7)	(0,2)	0,4	0,0	(0,0)		
<b>= Variación del Free Cash Flow recurrente</b>	<b>(0,1)</b>	<b>(0,2)</b>	<b>(1,2)</b>	<b>(0,0)</b>	<b>1,5</b>	<b>1,0</b>	<b>0,6</b>		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>	<b>(2,0)</b>	<b>(2,2)</b>	<b>(3,4)</b>	<b>(3,5)</b>	<b>(2,0)</b>	<b>(1,0)</b>	<b>(0,4)</b>		
<b>C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>	TACC	
<b>EBIT</b>	<b>(1,6)</b>	<b>(0,5)</b>	<b>(2,6)</b>	<b>(3,8)</b>	<b>(1,2)</b>	<b>(0,4)</b>	<b>0,1</b>	<b>-33,0%</b>	<b>26,8%</b>
* Tasa fiscal teórica	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	-	-	-		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>(1,5)</b>	<b>(1,6)</b>	<b>(3,3)</b>	<b>(3,0)</b>	<b>(1,1)</b>	<b>(0,3)</b>	<b>0,2</b>	<b>-25,1%</b>	<b>27,5%</b>
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(0,5)	(0,7)	(0,0)	(0,1)	(1,0)	(0,5)	(0,4)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>(2,0)</b>	<b>(2,3)</b>	<b>(3,4)</b>	<b>(3,1)</b>	<b>(2,1)</b>	<b>(0,8)</b>	<b>(0,1)</b>	<b>-14,9%</b>	<b>64,5%</b>
- CAPEX	(0,1)	(0,3)	(0,0)	(0,3)	(0,1)	(0,1)	(0,2)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente</b>	<b>(2,1)</b>	<b>(2,6)</b>	<b>(3,4)</b>	<b>(3,3)</b>	<b>(2,2)</b>	<b>(0,9)</b>	<b>(0,3)</b>	<b>-16,6%</b>	<b>55,5%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	-0,2%	-22,5%	-31,8%	1,7%	32,9%	57,6%	68,9%		
<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)	(1,5)	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow "To the Firm"</b>	<b>(2,4)</b>	<b>(2,8)</b>	<b>(3,5)</b>	<b>(4,8)</b>	<b>(2,2)</b>	<b>(0,9)</b>	<b>(0,3)</b>	<b>-25,8%</b>	<b>60,7%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	-15,8%	-16,1%	-24,6%	-37,7%	53,7%	57,6%	68,9%		
<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 (2019 - 2023)**

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

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

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

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

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	61,6	
+ Minoritarios	0,6	Rdos. 6m 2024
+ Provisiones y otros pasivos a LP	1,2	Rdos. 6m 2024
+ Deuda financiera neta	(1,7)	Lighthouse 2024
- Inmovilizado financiero	0,1	Rdos. 6m 2024
+/- Otros <sup>(1)</sup>	(2,7)	Rdos. 6m 2024
<b>Enterprise Value (EV)</b>	<b>59,0</b>	

(1) Bases imponibles negativas



## Anexo 4. Comportamiento histórico (1)

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC 15-23	TACC 23-26e
Total Ingresos	3,1	1,7	1,9	2,5	2,6	3,1	3,3	4,1	4,6	4,4	8,0	13,8	14,8	15,7	19,3%	25,1%
Cto. Total ingresos	17,7%	-44,4%	13,5%	29,1%	4,1%	16,7%	8,4%	23,6%	12,3%	-5,1%	83,1%	72,5%	7,6%	5,5%		
EBITDA	(0,5)	(1,6)	(2,0)	(3,3)	(4,5)	(2,1)	(1,4)	(1,3)	(1,6)	(3,6)	(3,5)	(0,8)	(0,0)	0,4	-7,4%	28,7%
Cto. EBITDA	61,2%	-237,0%	-22,1%	-69,4%	-37,0%	54,0%	32,7%	8,1%	-27,6%	-120,3%	4,8%	75,7%	94,1%	n.a.		
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.	n.a.	2,9%		
Beneficio neto	0,1	(0,2)	(0,5)	(0,6)	(1,6)	(1,3)	(4,8)	(1,8)	(0,6)	(2,7)	(4,7)	(1,3)	(0,8)	(0,2)	-32,6%	62,9%
Cto. Beneficio neto	124,9%	-289,1%	-147,7%	-22,2%	-177,0%	23,9%	-286,4%	63,8%	63,4%	-322,5%	-71,7%	71,5%	37,8%	71,2%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	0,2	0,2	0,2	0,2	11,9	11,9	14,5	17,1	18,9	22,8	30,5	32,1	34,4	34,4		
BPA (EUR)	0,63	-1,20	-2,63	-3,23	-0,14	-0,10	-0,33	-0,10	-0,03	-0,12	-0,15	-0,04	-0,02	-0,01	29,9%	64,4%
Cto. BPA	n.a.	n.a.	n.a.	-23,0%	95,7%	23,9%	n.a.	69,3%	66,8%	n.a.	-28,5%	72,9%	41,9%	71,2%		
BPA ord. (EUR)	0,57	-1,28	-2,91	-3,27	-0,14	-0,12	-0,37	-0,12	-0,05	-0,11	-0,10	-0,04	-0,03	-0,01	34,7%	50,0%
Cto. BPA ord.	n.a.	n.a.	n.a.	-12,3%	95,9%	13,2%	n.a.	66,3%	55,6%	n.a.	13,3%	55,5%	37,1%	55,3%		
CAPEX	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,5)	(0,2)	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,3)	(0,0)	(0,3)	(0,1)	(0,1)	(0,2)		
CAPEX/Vtas % <sup>1</sup>	3,5%	3,5%	12,0%	21,8%	5,9%	0,9%	0,0%	1,7%	7,0%	0,5%	3,2%	1,0%	1,0%	1,0%		
Free Cash Flow	(0,7)	(1,9)	(2,8)	(2,8)	(5,8)	(2,7)	(1,7)	(2,3)	(2,4)	(3,9)	(5,4)	(1,8)	(0,8)	(0,1)	-8,6%	70,1%
DN/EBITDA (x) <sup>(2)</sup>	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.	-1,7x		
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.	n.a.	n.a.		
EV/Vtas (x)	1,19x	3,26x	4,30x	1,92x	16,34x	10,84x	10,50x	8,45x	6,33x	6,99x	6,86x	4,28x	3,97x	3,77x		
EV/EBITDA (x) <sup>(2)</sup>	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.	n.a.		
Comport. Absoluto	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-22,0%	-3,8%	-16,3%	-5,9%	-1,9%	6,0%	12,2%	-2,7%				
Comport. Relativo vs Ibex 35	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-27,4%	13,2%	-25,2%	11,3%	-9,1%	12,2%	-8,6%	-17,0%				

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

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

## Anexo 5. Principales comparables 2024e

		Laboratorios de Diagnóstico Molecular						Equipos Médicos Avanzados					Líder Global		
		MDxHealth SA	Atrys Health	Guardant Health Inc	Exact Sciences Corp	Neogenomics Inc.	Average	Thermo Fisher	Qiagen	Danaher	Agilent	Becton Dickinson	Average	Roche	PANG
EUR Mn		MDXH-BE	ATRY-ES	GH-US	EXAS-US	NEO-US		TMO-US	QGEN-US	DHR-US	A-US	BDX-US		ROG-CH	PANG-ES
Datos Mercado	Ticker (Factset)	MDXH-BE	ATRY-ES	GH-US	EXAS-US	NEO-US		TMO-US	QGEN-US	DHR-US	A-US	BDX-US		ROG-CH	PANG-ES
	País	Belgium	Spain	USA	USA	USA		USA	Netherlands	USA	USA	USA		Switzerland	Spain
	Market cap	94,9	240,2	2.608,1	11.887,7	1.653,8		196.444,8	8.809,3	164.946,9	36.249,0	62.673,4		236.821,3	61,6
Enterprise value (EV)		85,3	478,2	2.890,0	13.581,1	1.855,4		222.988,7	9.296,4	179.881,9	37.311,8	75.563,9		261.729,1	59,0
Información financiera básica	Total Ingresos	78,0	220,8	642,3	2.610,1	609,9		39.466,6	1.819,9	21.876,0	5.974,3	18.591,6		64.113,8	13,8
	Cto.Total Ingresos	20,1%	9,5%	23,6%	13,3%	11,8%	15,7%	-0,1%	0,5%	-0,7%	-5,1%	4,1%		3,1%	72,5%
	2y TACC (24e - 26e)	13,3%	7,0%	19,0%	13,0%	9,5%	12,4%	6,4%	6,2%	7,1%	5,9%	6,7%	6,5%	4,9%	6,5%
	EBITDA	(14,0)	44,8	(254,2)	320,0	32,2		9.959,7	662,3	6.978,8	1.737,1	5.269,2		24.576,4	(0,8)
	Cto. EBITDA	24,6%	33,9%	46,9%	554,6%	245,3%	181,1%	-0,4%	10,4%	1,7%	-0,8%	31,2%	8,4%	17,1%	75,7%
	2y TACC (24e - 26e)	56,0%	10,9%	14,4%	37,0%	47,6%	33,2%	8,4%	7,7%	9,4%	8,2%	11,7%	9,1%	6,6%	59,2%
	EBITDA/Ingresos	n.a.	20,3%	n.a.	12,3%	5,3%	12,6%	25,2%	36,4%	31,9%	29,1%	28,3%	30,2%	38,3%	n.a.
	EBIT	(21,5)	9,1	(378,0)	(172,5)	(80,5)		8.937,9	485,6	6.329,0	1.580,5	4.496,3		21.974,6	(1,2)
	Cto. EBIT	13,4%	139,9%	27,1%	39,8%	9,6%	46,0%	30,2%	18,3%	30,1%	5,3%	122,1%	41,2%	26,9%	68,6%
	2y TACC (24e - 26e)	65,7%	58,8%	1,4%	72,1%	39,3%	47,5%	8,5%	11,4%	10,4%	8,7%	10,4%	9,9%	7,0%	45,7%
Múltiplos y Ratios	EBIT/Ingresos	n.a.	4,1%	n.a.	n.a.	n.a.	4,1%	22,6%	26,7%	28,9%	26,5%	24,2%	25,8%	34,3%	n.a.
	Beneficio Neto	(32,0)	(6,6)	(372,9)	(164,6)	(76,3)		7.659,4	443,0	5.098,4	1.407,1	3.511,6		14.250,9	(1,3)
	Cto. Beneficio Neto	19,8%	78,3%	15,6%	12,5%	5,9%	26,4%	38,6%	40,8%	31,0%	23,1%	149,0%	56,5%	17,0%	71,5%
	2y TACC (24e - 26e)	32,1%	80,7%	15,7%	74,7%	36,1%	47,9%	8,8%	7,4%	11,5%	7,2%	9,7%	8,9%	10,2%	57,7%
	CAPEX/Ventas	5,1%	5,3%	5,0%	5,0%	n.a.	5,1%	3,2%	8,2%	3,7%	6,0%	4,5%	5,1%	7,1%	-1,0%
	Free Cash Flow	(18,2)	13,0	(270,5)	133,1	n.a.		6.628,2	331,0	5.323,0	1.132,0	2.789,9		14.410,0	(1,8)
	Deuda financiera Neta	72,2	170,3	53,5	1.512,2	229,4		23.982,5	428,0	12.698,3	1.520,9	13.571,8		15.797,4	(1,7)
	DN/EBITDA (x)	n.a.	3,8	n.a.	4,7	7,1	5,2	2,4	0,6	1,8	0,9	2,6		0,6	n.a.
	Pay-out	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	7,2%	0,0%	13,2%	18,1%	28,2%	13,3%	58,2%	0,0%
	P/E (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	25,7	20,1	33,0	24,9	18,4	24,4	14,7	n.a.
P/BV (x)	n.a.	0,9	n.a.	4,0	2,0	2,3	4,3	2,5	3,5	6,6	2,7	3,9	6,2	2,7	
EV/Ingresos (x)	1,1	2,2	4,5	5,2	3,0	3,2	5,7	5,1	8,2	6,2	4,1	5,9	4,1	4,3	
EV/EBITDA (x)	n.a.	10,7	n.a.	42,4	n.a.	26,6	22,4	14,0	25,8	21,5	14,3	19,6	10,6	n.a.	
EV/EBIT (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	24,9	19,1	28,4	23,6	16,8	22,6	11,9	n.a.	
ROE	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,9	0,9	16,8	12,6	10,5	26,7	14,6	16,3	41,9	n.a.	
FCF Yield (%)	n.a.	5,4	n.a.	1,1	n.a.	3,3	3,4	3,8	3,2	3,1	4,5	3,6	6,1	n.a.	
DPA	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,44	0,00	0,92	0,86	3,45	1,33	10,38	0,00	
Dvd Yield	n.a.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,3%	0,0%	0,4%	0,7%	1,6%	0,6%	3,6%	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 Núñez de Balboa, 108 1ª Planta  
28006 Madrid  
T: +34 915 904 226  
[institutodeanalistas.com/lighthouse](https://institutodeanalistas.com/lighthouse)

---

**Alfredo Echevarría Otegui**  
Head of research  
alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

**Luis Esteban Arribas, CESGA**  
Equity research  
luis.esteban@institutodeanalistas.com

**José Miguel Cabrera van Grieken**  
Equity research  
Jose.cabrera@institutodeanalistas.com

**Jesús López Gómez, CESGA**  
ESG Analyst & Data analytics  
jesus.lopez@institutodeanalistas.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 <https://institutodeanalistas.com>.

IEAF Servicios de Análisis está remunerado por Bolsas y Mercados Españoles, S.A. para la redacción de este informe. Este informe debe considerarse solo un elemento más en la toma de decisiones de inversión.

Un informe emitido por IEAF Servicios de Análisis S.L.U.

Todos los derechos reservados. Queda prohibido su uso o distribución no autorizados. Este documento ha sido elaborado y distribuido, según lo establecido en la MiFID II, por IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Su actividad empresarial está regulada por la CNMV. La información y las opiniones expresadas en este documento no constituyen ni pretenden

constituir una oferta o la solicitud de una oferta para la compra o la venta de los valores referidos (es decir, los valores mencionados en el presente y los warrants, opciones, derechos o intereses relacionados con estos). La información y las opiniones contenidas en este documento están basadas en informaciones de carácter público y en fuentes consideradas fiables por IEAF Servicios de Análisis S.L.U., pero no se ofrece ninguna garantía en cuanto a su precisión o integridad. Todos los comentarios y las estimaciones facilitadas reflejan únicamente la opinión de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. y no ofrecen ninguna garantía implícita o explícita. Todas las opiniones expresadas están sujetas a cambio sin previo aviso. En el presente documento no se tienen en cuenta los objetivos de inversión concretos, el estado financiero, la actitud frente al riesgo ni otras cuestiones específicas de la persona que reciba este documento, de modo que ésta deberá aplicar su juicio al respecto. Ni el Instituto Español de Analistas Financieros ni su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., asumen responsabilidad alguna por las pérdidas directas o indirectas derivadas del uso de los análisis publicados, salvo en caso de conducta negligente por parte de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. La información contenida en este informe se aprueba para su distribución a clientes profesionales, contrapartes elegibles y asesores profesionales, no a clientes particulares o minoristas. Se prohíbe su reproducción, distribución o publicación para cualquier fin sin la autorización por escrito de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. El Instituto Español de Analistas Financieros y/o su filial IEAF Servicios de Análisis S.L.U., sus empleados y directivos, pueden tener una posición (larga o corta) en una inversión sabiendo que ese emisor será objeto de análisis y que ese análisis se distribuirá a inversores institucionales. Cualquier información adicional sobre el contenido de este informe se remitirá previa solicitud. IEAF Servicios de Análisis tiene como objetivo la publicación de (al menos) un informe o nota trimestral de actualización de la compañía analizada.

**Estados Unidos. IEAF Servicios de Análisis S.L.U. no está** inscrito en Estados Unidos y, por lo tanto, no está sujeto a la normativa de dicho país sobre la elaboración de análisis y la independencia de los analistas. Este informe se distribuirá únicamente a los principales inversores institucionales de EE.UU., con arreglo a la exención de inscripción estipulada por la Normativa 15a-6 de la Ley del Mercados de Valores de Estados Unidos de 1934, en su versión enmendada (la "Exchange Act") y en las interpretaciones de ésta realizadas por la Comisión de Valores de EE.UU. ("SEC").

**Principales inversores institucionales de EE.UU. Este informe se distribuirá a los "Principales inversores institucionales de EE.UU."** según la definición de la Normativa 15a-6 de la Comisión del Mercado de Valores de Estados Unidos y de la Ley del Mercado de Valores de EE.UU. de 1934.

### Histórico de notas e informes

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
04-Nov-2024	n.a.	1,79	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2024	Luis Esteban Arribas, CESGA
01-Ago-2024	n.a.	1,79	n.a.	n.a.	Noticia importante	Luis Esteban Arribas, CESGA
27-May-2024	n.a.	1,85	n.a.	n.a.	Small & Micro Caps (España)	Alfredo Echevarría Otegui
03-May-2024	n.a.	1,75	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2023 - Bajamos estimaciones	Luis Esteban Arribas, CESGA
02-Nov-2023	n.a.	2,06	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2023	Luis Esteban Arribas, CESGA
20-Jul-2023	n.a.	2,04	n.a.	n.a.	Noticia importante - Subimos estimaciones	Luis Esteban Arribas, CESGA
12-Jun-2023	n.a.	2,14	n.a.	n.a.	Small & Micro Caps (España)	David López Sánchez
18-May-2023	n.a.	2,06	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones: Al alza	Luis Esteban Arribas, CESGA
10-May-2023	n.a.	2,00	n.a.	n.a.	Noticia importante	Luis Esteban Arribas, CESGA
04-May-2023	n.a.	1,84	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2022	Luis Esteban Arribas, CESGA
31-Oct-2022	n.a.	1,47	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2022 - Bajamos estimaciones	Luis Esteban Arribas, CESGA
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

