

**RENTA VARIABLE - ESPAÑA**

Sector: Real Estate

Precio de Cierre: EUR 14,40 (18 dic 2024)

Fecha del informe: 19 dic 2024 (hh:mmh)

**Noticia importante - Subimos estimaciones**

Análisis Independiente de Compañías

**Noticia importante**

 Opinión <sup>(1)</sup>: Positiva

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

José Miguel Cabrera van Grieken – jose.cabrera@institutodeanalistas.com

+34 915 631 972

## Continúa el equity story: crecimiento inorgánico, rentable y no dilutivo

**Vitruvio (YVIT)** es una inmobiliaria “clásica” que se dedica a la adquisición y promoción de bienes inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento con un enfoque patrimonialista de gestión, principalmente, en Madrid (donde concentra c. 90% de su GAV). Dispone de una cartera diversificada con exposición a residencial (44%), comercial (33%), oficinas (19%) y logístico (4%). Cotiza en BME Growth desde 2016 en régimen de SOCIMI (free float: 94,5%).

**Market Data**

Market Cap (Mn EUR y USD)	132,5	138,8
EV (Mn EUR y USD) <sup>(2)</sup>	187,0	195,8
Número de Acciones (Mn)	9,2	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	14,41 / 13,69 / 13,14	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,03	
Rotación <sup>(3)</sup>	6,5	
Factset / Bloomberg	YVIT-ES / YVIT SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

**Estructura Accionarial (%)**

Onchena	5,5
Free Float	94,5

**Datos Financieros**

Básicos (EUR Mn)	2023	2024e	2025e	2026e
Nº Acc. ajustado (Mn)	8,8	9,2	9,2	9,2
Total Ingresos	8,6	10,2	11,3	12,1
EBITDA Rec.	5,1	5,8	6,6	7,1
% Var.	6,1	14,8	13,9	7,2
% EBITDA Rec./Ing.	59,0	57,3	58,9	59,0
% Var EBITDA sector <sup>(4)</sup>	-1,1	16,6	6,2	6,0
Beneficio neto	3,4	3,5	3,9	5,0
BPA (EUR)	0,38	0,38	0,43	0,54
% Var.	18,0	-1,8	13,6	26,6
BPA ord. (EUR)	0,28	0,37	0,42	0,53
% Var.	210,5	32,5	14,0	27,3
Free Cash Flow Rec. <sup>(5)</sup>	2,0	3,8	0,7	4,4
Pay-out (%)	114,8	144,0	133,1	110,4
DPA (EUR) <sup>(7)</sup>	0,44	0,54	0,57	0,60
Deuda financiera neta	23,9	48,5	53,1	54,2
DN / EBITDA Rec.(x)	4,7	8,3	8,0	7,6
ROE (%)	3,2	3,2	3,6	4,6
ROCE (%) <sup>(5)</sup>	3,0	3,0	3,2	3,8

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

PER	37,6	38,2	33,7	26,6
PER Ordinario	52,2	39,4	34,6	27,1
P/BV	1,2	1,2	1,2	1,2
Dividend Yield (%)	3,1	3,8	4,0	4,2
EV/Ventas	n.a.	18,39	16,59	15,51
EV/EBITDA Rec.	36,8	32,1	28,2	26,3
EV/EBIT	46,0	42,0	35,9	29,5
FCF Yield (%) <sup>(5)</sup>	1,5	2,9	0,5	3,3

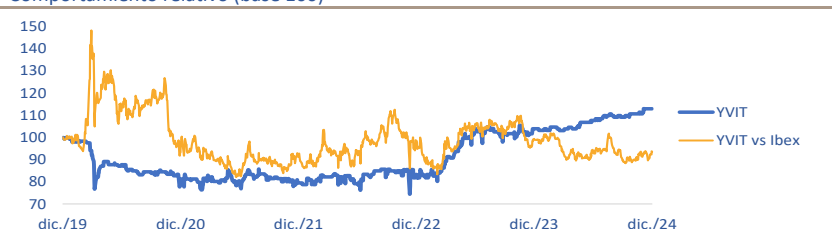
**AMPLIACIÓN DE CAPITAL.** YVIT aprueba una nueva ampliación de capital no dineraria por un valor en libros de EUR 5,7Mn. La compañía ha anunciado una aportación patrimonial de un conjunto de viviendas y locales comerciales granulares (valor de tasación conjunto de EUR 8,0Mn) y la puesta en circulación de 0,4Mn de acciones. Tras la operación (no dilutiva para los accionistas de YVIT), estimamos que el GAV alcance los EUR 198Mn (vs EUR 190Mn en 1S24).

**¿CUÁL ES EL SENTIDO DE LA OPERACIÓN?** Nuestra valoración de la aportación es positiva. La operación seguirá incrementando la rentabilidad de la cartera residencial (el tipo de activo con menor retorno) y, en consecuencia, nutriendo el dividendo (pilar del equity story). Asumiendo una rentabilidad similar a la actual de la cartera de YVIT, estimamos que la adquisición represente un crecimiento en los ingresos proforma (GRI) a partir de 2025e de c. EUR 0,3Mn/año. Aunque lo más relevante de la transacción es que confirma la estrategia de YVIT de crecimiento no orgánico vía aportaciones de activos y ampliaciones de capital beneficiadas de la fortaleza del precio de la acción. Un círculo virtuoso.

**SUBIMOS ESTIMACIONES.** El incremento de la cartera nos lleva a revisar estimaciones al alza. Para 2025e (sin contemplar más adquisiciones), deberíamos tener una compañía con ingresos de EUR 11,3Mn (vs EUR 11Mn estimación anterior) y un EBITDA rec. de EUR 6,6Mn (+2,6% vs estimación anterior). De cumplirse nuestras proyecciones, el GRI Yield de la cartera de YVIT en 2025e debería situarse en el 5,7%.

**REDUCCIÓN DEL APALANCAMIENTO.** Debido a que la sociedad adquirida no posee deuda, la operación permitirá reducir el nivel de apalancamiento (LTV) de YVIT, reafirmando (aún más) el perfil conservador de la compañía. Estimamos un LTV de 22,5% (vs 23,0% anterior vs c. 40% del sector).

**EL CRECIMIENTO INORGÁNICO DE YVIT CONTINÚA. EL EQUITY ESTORY ESTÁ MÁS VIGENTE QUE NUNCA.** Vuelve la principal línea de crecimiento de YVIT. El equity story es claro, el aumento de tamaño permite el crecimiento en rentas y un mayor dividendo. El comportamiento absoluto +8,7% YTD (+15,3% vs el sector) facilita este tipo de operaciones, hiperdependientes del precio de la acción. La combinación de crecimiento inorgánico (vía aportaciones de activos) y perfil defensivo, convierten a YVIT en una opción única en el Real Estate español.

**Comportamiento relativo (base 100)**


Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	2,0	3,5	8,7	8,7	42,1	13,0
vs Ibex 35	2,5	4,1	-5,9	-5,5	1,7	-6,5
vs Ibex Small Cap Index	1,3	6,3	6,4	7,3	40,6	-7,6
vs Eurostoxx 50	-1,4	1,0	-0,9	-0,9	19,3	-14,8
vs Índice del sector <sup>(4)</sup>	2,9	16,0	13,6	15,1	115,8	68,6

(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 Real State.

(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) DPA calculado con el número de acciones ajustadas.

(\*) 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.

---

## Vitruvio (YVIT) es una compañía de 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).

## Noticia importante

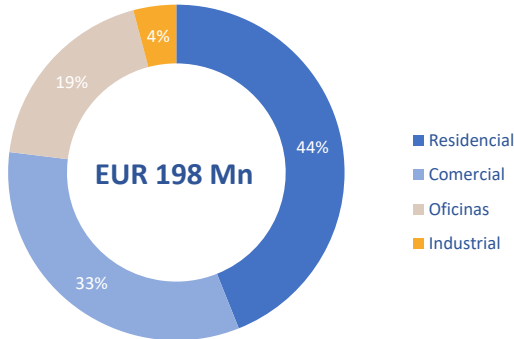
### Subimos estimaciones

**Tabla 1. Revisión de estimaciones**

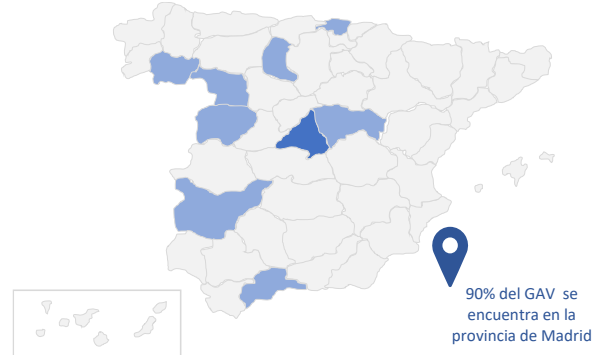
EUR Mn	2024e (Nuevo)	Revisión (%)	2025e	Revisión (%)	2026e	Revisión
<b>Total Ingresos</b>	<b>10,2</b>	<b>0,0%</b>	<b>11,0</b>	<b>2,6%</b>	<b>11,8</b>	<b>2,5%</b>
<b>EBITDA (Recurrente)</b>	<b>5,8</b>	<b>0,0%</b>	<b>6,5</b>	<b>2,6%</b>	<b>6,9</b>	<b>2,5%</b>
<i>Cto. EBITDA Rec.</i>	<i>14,8%</i>	<i>0 p.p.</i>	<i>11,0%</i>	<i>3 p.p.</i>	<i>7,3%</i>	<i>0 p.p.</i>
<i>EBITDA Rec. / Ventas</i>	<i>57,3%</i>	<i>0 p.p.</i>	<i>58,9%</i>	<i>0 p.p.</i>	<i>59,0%</i>	<i>0 p.p.</i>
<b>EBIT</b>	<b>4,5</b>	<b>0,0%</b>	<b>5,0</b>	<b>3,3%</b>	<b>0,0</b>	<b>n.a.</b>
<b>Beneficio Neto</b>	<b>3,5</b>	<b>0,0%</b>	<b>3,8</b>	<b>4,5%</b>	<b>4,8</b>	<b>3,8%</b>
<b>Free Cash Flow (Rec.)</b>	<b>3,8</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,5</b>	<b>32,5%</b>	<b>4,2</b>	<b>4,3%</b>
<i>DN / EBITDA</i>	<i>8,3 x</i>	<i>0,0 x</i>	<i>8,2 x</i>	<i>-0,2 x</i>	<i>7,9 x</i>	<i>-0,2 x</i>

**La compañía en 8 gráficos**

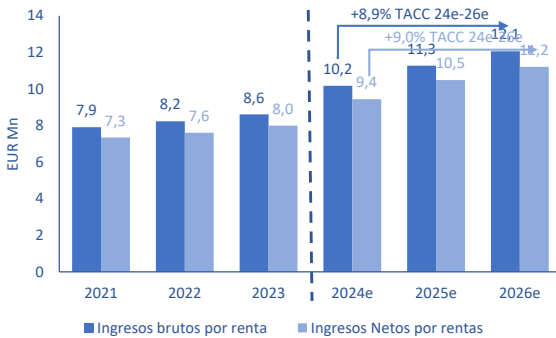
La cartera de YVIT (abr 2024) se encuentra bien diversificada por tipo de activo entre residencial, comercial, oficinas y logístico...



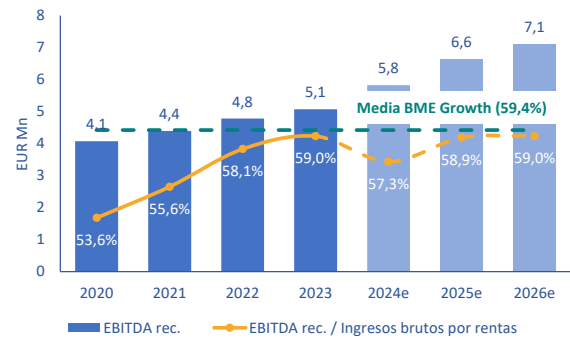
... concentrando la mayor parte del GAV en zonas de alto crecimiento (90% del GAV en Madrid)



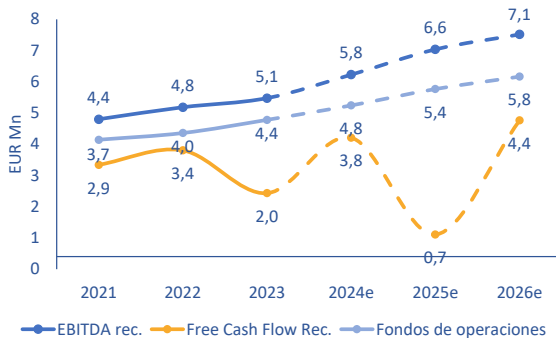
La subida de las rentas es el catalizador del crecimiento en ingresos hasta 2026e (+8,9% TACC 24e-26e; 6,1% GRI Yield 2026e)...



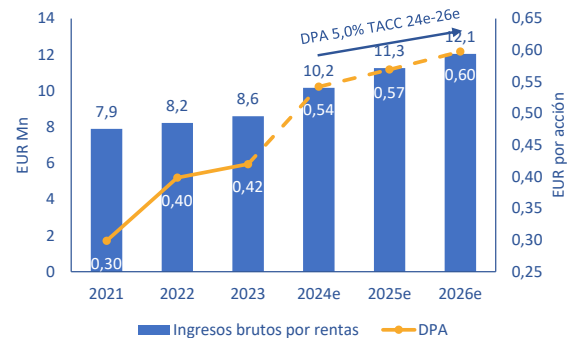
... manteniendo unos márgenes en línea con sus comparables (Mg. EBITDA >59%)



El negocio patrimonialista y las bajas necesidades de CAPEX (excepto 2025e) permiten convertir c.50% de EBITDA rec. en caja



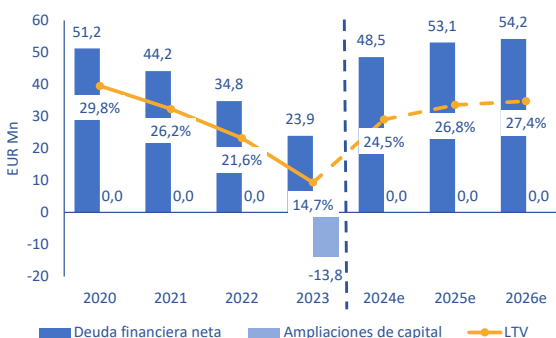
El dividendo estable y creciente (DPA 5,0% TACC 24e-26e) es uno de los principales atractivos (3,8% Dividend Yield 2024e)



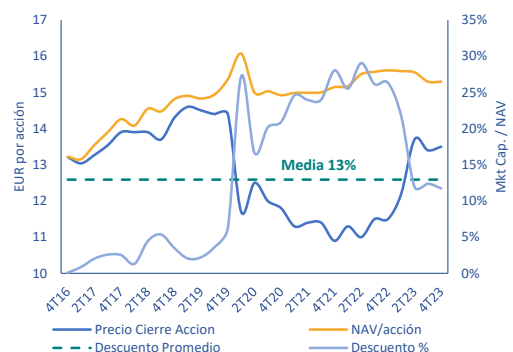
EUR 4,4Mn de CAPEX comprometido para un activo en Duque de rivás (co-living) en 25e

El DPA toma como referencia el número de acciones a cierre de año (no ajustado)

Una posición financiera holgada (LTV 2023 < 20%), explicada por las ampliaciones de capital y rotación de activos



YVIT cotiza con un descuento cercano al 12% frente al Valor Neto de los Activos (NAV)



## Inputs de valoración

### Inputs de valoración por DCF

	2024e	2025e	2026e	Perpetuo <sup>(1)</sup>			
Free Cash Flow "To the Firm"	(18,5)	2,1	5,8	n.a.			
<b>Market Cap</b>	<b>132,5</b>	A la fecha de este informe					
<b>Deuda financiera neta</b>	<b>43,7</b>	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 6m 2024)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	4,0%	Coste de la deuda neta			3,8%	4,3%	
Tasa fiscal (T)	0,0%	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>4,3%</b>	
Risk free rate (rf)	2,9%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)			5,5%	6,5%	
Beta (B)	1,0	B (estimación propia)			0,9	1,1	
<b>Coste del Equity</b>	<b>8,9%</b>	<b>Ke = Rf + (R * B)</b>			<b>7,9%</b>	<b>10,1%</b>	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	75,2%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	24,8%	D			=	=	
<b>WACC</b>	<b>7,7%</b>	<b>WACC = Kd * D + Ke * E</b>			<b>6,9%</b>	<b>8,6%</b>	
<b>G "Razonable"</b>	<b>2,0%</b>				<b>2,0%</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
Merlin Properties	MRL-ES	5.676,7	18,0	5,2%	23,8	10,9%	18,2	10,2%	76,6%	3,6%	-66,3%
Colonial	COL-ES	3.224,6	16,1	1,7%	28,5	4,9%	n.a.	4,3%	81,4%	5,4%	7,0%
Lar España	LRE-ES	670,4	11,2	9,2%	16,4	7,7%	11,3	6,0%	68,8%	8,9%	n.a.
Arima	ARM-ES	215,7	n.a.	n.a.	n.a.	49,2%	n.a.	20,7%	37,5%	n.a.	n.a.
<b>Mercado Continuo</b>			<b>15,1</b>	<b>5,3%</b>	<b>22,9</b>	<b>18,1%</b>	<b>14,7</b>	<b>10,3%</b>	<b>66,1%</b>	<b>6,0%</b>	<b>-29,7%</b>
SEGRO	SGRO-GB	11.407,4	20,1	6,5%	24,0	10,2%	n.a.	9,8%	85,2%	n.a.	-49,3%
Land Securities	LAND-GB	5.199,9	11,6	3,6%	16,9	5,8%	12,9	4,5%	76,5%	n.a.	9,5%
Icade	ICAD-FR	1.651,2	5,8	-10,5%	16,7	-2,0%	14,4	-3,4%	86,0%	n.a.	11,4%
<b>Europa</b>			<b>12,5</b>	<b>-0,1%</b>	<b>19,2</b>	<b>4,7%</b>	<b>13,7</b>	<b>3,6%</b>	<b>82,6%</b>	<b>n.a.</b>	<b>-9,5%</b>
YVIT	YVIT-ES	132,5	38,2	19,9%	32,1	10,5%	18,4	8,9%	57,3%	2,9%	49,1%

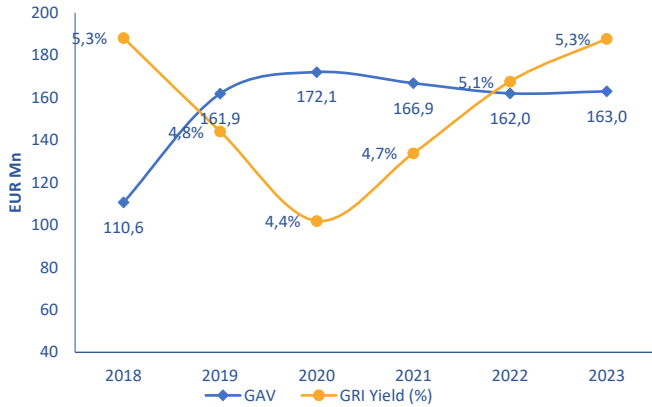
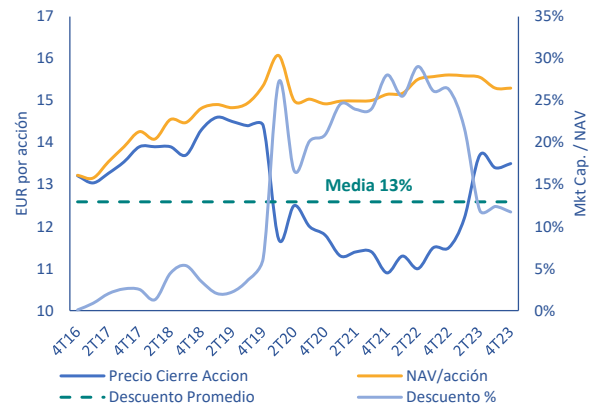
### Análisis de sensibilidad (2025e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 25e	EBITDA 25e	EV/EBITDA 25e
Max	64,8%	7,3	25,6x
Central	58,9%	6,6	28,2x
Min	53,0%	6,0	31,3x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 25e			➔	Escenario			
EBITDA 25e	35,6%	39,6%	43,6%			FCF Rec./Yield 25e		
7,3	1,8	1,4	0,9		Max	1,4%	1,0%	0,7%
6,6	1,2	0,7	0,3		Central	0,9%	0,5%	0,2%
6,0	0,5	0,0	(0,4)		Min	0,4%	0,0%	n.a.

**Inputs de valoración (Sectorial)**
**Evolución GAV y GRI/GAV (2017-2023)**

**Evolución descuento Capitalización vs NAV (2016-2023)**

**KPIs SOCIMIs mercado continuo y Europa**

Mercado Continuo	Ticker	Tipología	Capitalización (EUR Mn)	Free Float	GAV (EUR Mn)	NAV (EUR Mn)	Descuento / Prima	Ingresos (EUR Mn)	Yield (GRI/GAV)	DPA (EUR)	Div. Yield	LTV
Merlin Properties	MRL-ES	Mixto	6.020,6	72,2%	10.597,0	6.547,0	-8,0%	469,5	4,43%	0,44	4,1%	32,70%
Colonial	COL-ES	Oficinas	3.682,5	50,7%	11.336,0	6.472,0	-43,1%	399,7	3,53%	0,27	4,6%	38,70%
Lar España	LRE-ES	Comercial	688,0	59,3%	1.313,0	906,4	-24,1%	115,4	8,79%	0,79	9,6%	38,40%
Arima	ARM-ES	Oficinas	222,9	82,6%	359,2	289,8	-23,1%	10,1	2,80%	0,00	0,0%	12,80%
<b>Europa</b>												
SEGRO	SGRO-GB	Industrial	13.183,8	95,8%	39.933,0	12.818,5	2,8%	861,2	2,16%	0,32	3,9%	32,10%
Land Securities	LAND-GB	Comercial	5.601,0	97,5%	25.149,0	7.972,1	-29,7%	954,8	3,80%	0,46	7,3%	31,70%
ICADE	ICAD-FR	Mixto	1.879,9	59,8%	18.743,0	11.377,0	-83,5%	1.656,9	8,84%	4,84	19,6%	39,30%
Vitruvio	YVIT-ES	Mixto	132,5	94,5%	163,0	139,1	-4,69%	8,6	4,69%	0,44	3,1%	14,80%

**Performance vs indices**

	-1m	-3m	-12m	YTD	-3y	-5y
Absolute	1,4%	2,9%	5,9%	5,9%	30,9%	0,0%
<b>vs Market</b>						
vs IBEX 35	1,9%	3,4%	-8,4%	-7,9%	-6,3%	-17,2%
vs Euro STOXX 50	-2,0%	0,3%	-3,4%	-3,4%	9,9%	-24,6%
<b>vs Small Cap References</b>						
vs IBEX SMALL	0,7%	5,7%	3,6%	4,5%	29,5%	-18,2%
vs Universo Micro Cap España de Lighthouse <sup>1</sup>	2,4%	3,7%	2,9%	3,0%	32,3%	-16,8%
vs MSCI Europe Micro Cap	1,3%	6,2%	4,0%	7,1%	72,8%	-7,7%
<b>vs Sector</b>						
vs S&P Spain REIT	1,5%	18,7%	10,9%	12,6%	41,3%	47,9%
vs S&P Europe REIT	5,3%	20,1%	19,6%	21,2%	94,0%	68,9%

**Desglose GRI/NRI/NOI**

Desglose Gastos de Explotación (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Ingresos brutos por rentas (GRI)</b>	5,8	7,8	7,6	7,9	8,2	8,6	10,2	11,3	12,1
Cto. GRI	41,8%	34,1%	-3,0%	4,0%	4,1%	4,6%	18,2%	10,8%	7,0%
Gastos Repercutibles	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,7	-0,8	-0,8
<b>Ingresos netos por rentas (NRI)</b>	5,4	7,3	7,1	7,3	7,6	8,0	9,4	10,5	11,2
Cto. NRI	39,9%	36,3%	-3,4%	3,6%	3,5%	5,2%	18,1%	11,0%	7,0%
NRI/Ingresos	92,1%	93,6%	93,2%	92,9%	92,4%	92,9%	92,8%	93,0%	93,0%
Gastos No repercutibles	-0,7	-1,0	-1,1	-1,1	-1,3	-0,9	-1,3	-1,5	-1,6
<b>Ingreso operativo neto (NOI)</b>	4,7	6,3	6,0	6,2	6,3	7,1	8,1	9,0	9,6
NOI/Ingresos	80,2%	80,4%	78,6%	78,9%	77,1%	82,5%	79,8%	80,0%	80,0%
<b>GAV</b>	110,6	161,9	172,1	166,9	162,0	163,0	198,0	198,0	198,0
GRI Yield	5,3%	4,8%	4,4%	4,7%	5,1%	5,3%	5,1%	5,7%	6,09%
NRI Yield	4,9%	4,5%	4,1%	4,4%	4,7%	4,9%	4,8%	5,3%	5,66%

## Anexo 1. Proyecciones financieras

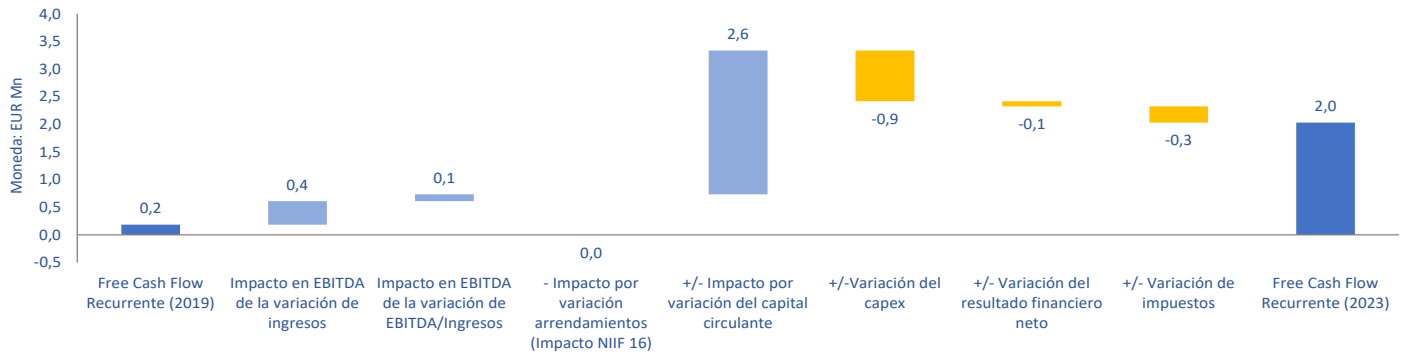
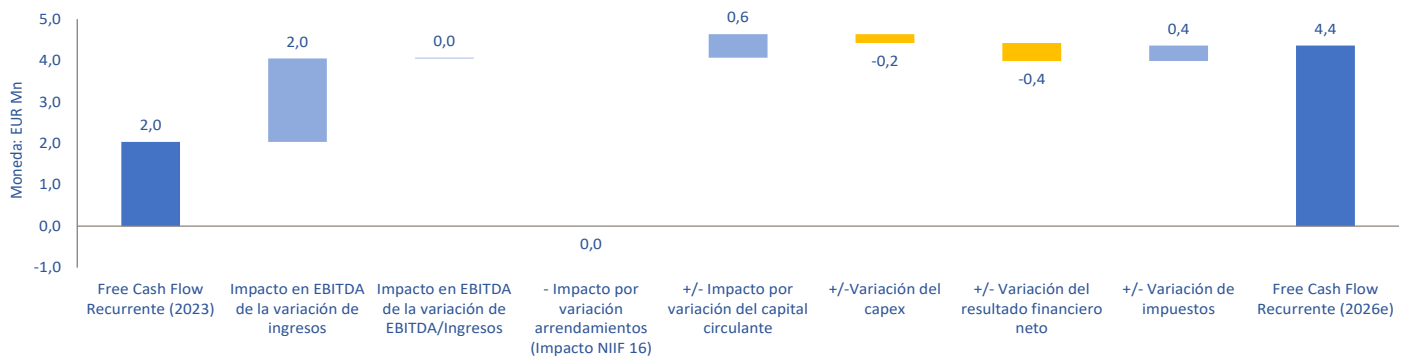
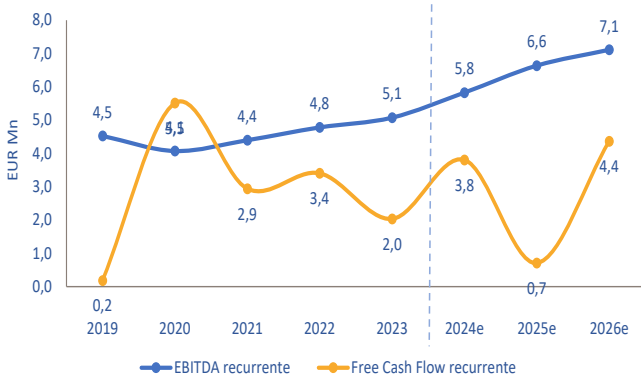
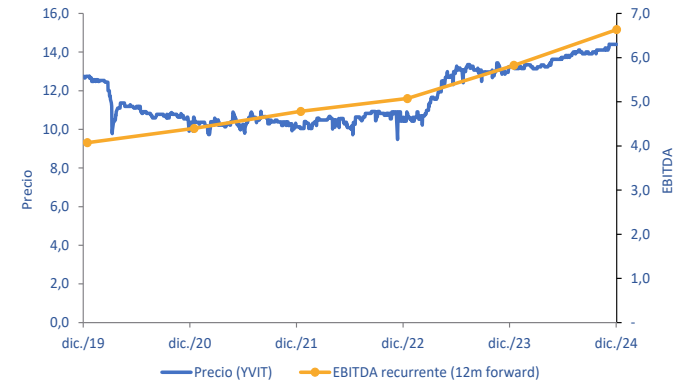
Balance (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
Inmovilizado inmaterial	2,5	2,1	1,9	1,9	1,6	1,5	1,4	1,2		
Inmovilizado material	135,6	148,7	142,2	133,7	135,8	159,3	162,4	163,0		
Otros activos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-		
Inmovilizado financiero	10,8	4,1	3,4	3,7	3,0	3,1	3,2	3,3		
Fondo de comercio y otros intangibles	0,9	0,8	0,6	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3		
Activo circulante	5,2	2,4	2,7	1,1	1,2	1,4	1,5	1,6		
<b>Total activo</b>	<b>154,9</b>	<b>158,1</b>	<b>151,0</b>	<b>140,9</b>	<b>142,1</b>	<b>165,6</b>	<b>168,9</b>	<b>169,5</b>		
Patrimonio neto	97,9	97,5	96,8	97,5	110,6	109,1	107,8	107,3		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	3,6	8,5	8,3	7,5	7,0	7,0	7,0	7,0		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-		
Deuda financiera neta	52,3	51,2	44,2	34,8	23,9	48,5	53,1	54,2		
Pasivo circulante	1,1	0,9	1,7	1,1	0,5	1,0	1,0	1,0		
<b>Total pasivo</b>	<b>154,9</b>	<b>158,1</b>	<b>151,0</b>	<b>140,9</b>	<b>142,1</b>	<b>165,6</b>	<b>168,9</b>	<b>169,5</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 rentas brutas (GRI)</b>	<b>7,8</b>	<b>7,6</b>	<b>7,9</b>	<b>8,2</b>	<b>8,6</b>	<b>10,2</b>	<b>11,3</b>	<b>12,1</b>	<b>2,4%</b>	<b>11,9%</b>
<i>Cto.Total Ingresos</i>	<i>34,1%</i>	<i>-3,0%</i>	<i>4,0%</i>	<i>4,1%</i>	<i>4,6%</i>	<i>18,2%</i>	<i>10,8%</i>	<i>7,0%</i>		
Gastos de explotación	(1,5)	(1,6)	(1,7)	(1,9)	(1,5)	(2,1)	(2,3)	(2,4)		
<b>Ingresos Operativos Netos (NOI)</b>	<b>6,3</b>	<b>6,0</b>	<b>6,2</b>	<b>6,3</b>	<b>7,1</b>	<b>8,1</b>	<b>9,0</b>	<b>9,6</b>	<b>3,0%</b>	<b>10,7%</b>
<i>Ingresos Operativos Netos / Ingresos</i>	<i>80,4%</i>	<i>78,6%</i>	<i>78,9%</i>	<i>77,1%</i>	<i>82,5%</i>	<i>79,8%</i>	<i>80,0%</i>	<i>80,0%</i>		
Gastos de personal	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
Otros costes de explotación	(1,6)	(1,7)	(1,7)	(1,4)	(1,9)	(2,1)	(2,2)	(2,4)		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>4,5</b>	<b>4,1</b>	<b>4,4</b>	<b>4,8</b>	<b>5,1</b>	<b>5,8</b>	<b>6,6</b>	<b>7,1</b>	<b>2,9%</b>	<b>11,9%</b>
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>	<i>32,6%</i>	<i>-10,0%</i>	<i>8,0%</i>	<i>8,7%</i>	<i>6,1%</i>	<i>14,8%</i>	<i>13,9%</i>	<i>7,2%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>57,8%</i>	<i>53,6%</i>	<i>55,6%</i>	<i>58,1%</i>	<i>59,0%</i>	<i>57,3%</i>	<i>58,9%</i>	<i>59,0%</i>		
Otros ingresos y gastos no recurrentes	0,4	0,2	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0		
Resultado de Enajenaciones	0,3	(0,1)	(0,2)	1,9	0,6	-	-	-		
<b>EBITDA</b>	<b>5,2</b>	<b>4,2</b>	<b>4,4</b>	<b>6,9</b>	<b>5,7</b>	<b>5,8</b>	<b>6,6</b>	<b>7,1</b>	<b>2,2%</b>	<b>7,7%</b>
Depreciación y provisiones	(1,4)	(1,4)	(1,3)	(1,3)	(1,2)	(1,4)	(1,4)	(0,8)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-	-	-		
Variación de valor de los inmuebles	(0,4)	(0,4)	(0,5)	(1,9)	(0,4)	-	-	-		
<b>EBIT</b>	<b>3,5</b>	<b>2,3</b>	<b>2,6</b>	<b>3,7</b>	<b>4,1</b>	<b>4,5</b>	<b>5,2</b>	<b>6,3</b>	<b>4,0%</b>	<b>15,9%</b>
<i>Cto.EBIT</i>	<i>39,8%</i>	<i>-34,3%</i>	<i>13,9%</i>	<i>42,0%</i>	<i>10,2%</i>	<i>9,6%</i>	<i>17,0%</i>	<i>21,6%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>	<i>44,3%</i>	<i>30,0%</i>	<i>32,9%</i>	<i>44,8%</i>	<i>47,2%</i>	<i>43,8%</i>	<i>46,2%</i>	<i>52,5%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros	0,1	0,1	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(1,0)	(1,1)	(1,0)	(0,8)	(1,0)	(1,1)	(1,4)	(1,4)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio ordinario</b>	<b>2,6</b>	<b>1,2</b>	<b>1,6</b>	<b>2,9</b>	<b>3,0</b>	<b>3,4</b>	<b>3,8</b>	<b>4,9</b>	<b>4,0%</b>	<b>17,0%</b>
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>	<i>52,6%</i>	<i>-52,5%</i>	<i>30,7%</i>	<i>78,6%</i>	<i>5,5%</i>	<i>10,5%</i>	<i>14,0%</i>	<i>27,3%</i>		
Extraordinarios	-	(9,5)	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio antes de impuestos</b>	<b>2,6</b>	<b>(8,3)</b>	<b>1,6</b>	<b>2,9</b>	<b>3,0</b>	<b>3,4</b>	<b>3,8</b>	<b>4,9</b>	<b>4,0%</b>	<b>17,0%</b>
Impuestos	0,1	0,1	0,1	(0,2)	0,3	0,1	0,1	0,1		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>7,8%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio neto</b>	<b>2,7</b>	<b>(8,2)</b>	<b>1,7</b>	<b>2,7</b>	<b>3,4</b>	<b>3,5</b>	<b>3,9</b>	<b>5,0</b>	<b>5,8%</b>	<b>14,0%</b>
<i>Cto.Beneficio neto</i>	<i>39,7%</i>	<i>-404,7%</i>	<i>120,9%</i>	<i>55,5%</i>	<i>26,4%</i>	<i>2,9%</i>	<i>13,6%</i>	<i>26,6%</i>		
<b>Beneficio ordinario neto</b>	<b>1,9</b>	<b>1,1</b>	<b>1,6</b>	<b>0,7</b>	<b>2,4</b>	<b>3,4</b>	<b>3,8</b>	<b>4,9</b>	<b>6,2%</b>	<b>26,3%</b>
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>53,6%</i>	<i>-40,0%</i>	<i>40,6%</i>	<i>-54,6%</i>	<i>232,7%</i>	<i>38,8%</i>	<i>14,0%</i>	<i>27,3%</i>		
<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>5,8</b>	<b>6,6</b>	<b>7,1</b>	<b>2,9%</b>	<b>11,9%</b>
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						0,3	(0,1)	(0,1)		
<b>Cash Flow operativo recurrente</b>						<b>6,1</b>	<b>6,5</b>	<b>7,0</b>	<b>36,9%</b>	<b>16,7%</b>
CAPEX						(1,2)	(4,5)	(1,2)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(1,1)	(1,4)	(1,4)		
Impuestos						-	-	-		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>						<b>3,8</b>	<b>0,7</b>	<b>4,4</b>	<b>82,1%</b>	<b>29,0%</b>
Resultado de enajenaciones						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						(23,4)	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
<b>Free Cash Flow</b>						<b>(19,6)</b>	<b>0,7</b>	<b>4,4</b>	<b>19,1%</b>	<b>n.a.</b>
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(5,0)	(5,2)	(5,5)		
<b>Variación de Deuda financiera neta</b>						<b>24,6</b>	<b>4,5</b>	<b>1,1</b>		

(1) Ver desglose por tipo de renta (GRI, NRI, NOI, GRI Yield y NRI Yield) en [Inputs de Valoración Sectorial](#)

## 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>	<b>4,1</b>	<b>4,4</b>	<b>4,8</b>	<b>5,1</b>	<b>5,8</b>	<b>6,6</b>	<b>7,1</b>	<b>7,6%</b>	<b>11,9%</b>
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	-10,0%	8,0%	8,7%	6,1%	14,8%	13,9%	7,2%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	53,6%	55,6%	58,1%	59,0%	57,3%	58,9%	59,0%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	2,7	0,4	1,0	(0,7)	0,3	(0,1)	(0,1)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>6,7</b>	<b>4,8</b>	<b>5,8</b>	<b>4,4</b>	<b>6,1</b>	<b>6,5</b>	<b>7,0</b>	<b>-13,2%</b>	<b>16,7%</b>
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	436,7%	-28,3%	20,4%	-24,2%	38,1%	7,5%	7,1%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	88,5%	61,1%	70,7%	51,2%	59,9%	58,1%	58,2%		
- CAPEX	(0,2)	(1,0)	(0,9)	(1,0)	(1,2)	(4,5)	(1,2)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(1,0)	(0,9)	(0,8)	(1,0)	(1,1)	(1,4)	(1,4)		
- Impuestos	-	0,0	(0,7)	(0,4)	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow recurrente</b>	<b>5,5</b>	<b>2,9</b>	<b>3,4</b>	<b>2,0</b>	<b>3,8</b>	<b>0,7</b>	<b>4,4</b>	<b>-28,3%</b>	<b>29,0%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	n.a.	-46,6%	15,8%	-40,3%	87,2%	-81,4%	516,9%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	72,5%	37,2%	41,4%	23,6%	37,4%	6,3%	36,2%		
- Gastos de reestructuración y otros	(0,1)	(0,2)	1,9	0,6	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	3,5	2,6	7,6	(2,4)	(23,4)	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	(0,3)	-	-	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow</b>	<b>8,9</b>	<b>5,0</b>	<b>12,9</b>	<b>0,3</b>	<b>(19,6)</b>	<b>0,7</b>	<b>4,4</b>	<b>-68,0%</b>	<b>n.a.</b>
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	136,5%	-43,8%	156,4%	-97,7%	n.a.	103,6%	516,9%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	4,2%	2,2%	2,6%	1,5%	2,9%	0,5%	3,3%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	6,7%	3,8%	9,7%	0,2%	n.a.	0,5%	3,3%		
<b>B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)</b>									
	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e		
<b>Free Cash Flow recurrente (Año -1)</b>	<b>0,2</b>	<b>5,5</b>	<b>2,9</b>	<b>3,4</b>	<b>2,0</b>	<b>3,8</b>	<b>0,7</b>		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(0,1)	0,2	0,2	0,2	0,9	0,6	0,5		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(0,3)	0,2	0,2	0,1	(0,2)	0,2	0,0		
<b>= Variación EBITDA recurrente</b>	<b>(0,5)</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,5</b>		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	5,9	(2,2)	0,6	(1,7)	0,9	(0,4)	(0,0)		
<b>= Variación del Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>5,5</b>	<b>(1,9)</b>	<b>1,0</b>	<b>(1,4)</b>	<b>1,7</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>		
+/- Variación del CAPEX	(0,2)	(0,8)	0,1	(0,0)	(0,2)	(3,3)	3,3		
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,1)	0,1	0,1	(0,2)	(0,1)	(0,3)	(0,1)		
+/- Variación de impuestos	0,1	0,0	(0,7)	0,3	0,4	-	-		
<b>= Variación del Free Cash Flow recurrente</b>	<b>5,3</b>	<b>(2,6)</b>	<b>0,5</b>	<b>(1,4)</b>	<b>1,8</b>	<b>(3,1)</b>	<b>3,7</b>		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>	<b>5,5</b>	<b>2,9</b>	<b>3,4</b>	<b>2,0</b>	<b>3,8</b>	<b>0,7</b>	<b>4,4</b>		
<b>C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)</b>									
	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
<b>EBIT</b>	<b>2,3</b>	<b>2,6</b>	<b>3,7</b>	<b>4,1</b>	<b>4,5</b>	<b>5,2</b>	<b>6,3</b>	<b>21,2%</b>	<b>15,9%</b>
* Tasa fiscal teórica	0,0%	0,0%	7,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	(0,3)	-	-	-	-		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>4,1</b>	<b>4,4</b>	<b>4,8</b>	<b>5,1</b>	<b>5,8</b>	<b>6,6</b>	<b>7,1</b>	<b>7,6%</b>	<b>11,9%</b>
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	2,7	0,4	1,0	(0,7)	0,3	(0,1)	(0,1)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>6,7</b>	<b>4,8</b>	<b>5,8</b>	<b>4,4</b>	<b>6,1</b>	<b>6,5</b>	<b>7,0</b>	<b>-13,2%</b>	<b>16,7%</b>
- CAPEX	(0,2)	(1,0)	(0,9)	(1,0)	(1,2)	(4,5)	(1,2)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	(0,3)	-	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente</b>	<b>6,5</b>	<b>3,8</b>	<b>4,6</b>	<b>3,4</b>	<b>4,9</b>	<b>2,1</b>	<b>5,8</b>	<b>-19,2%</b>	<b>19,3%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	446,5%	-41,7%	20,9%	-25,2%	43,0%	-57,5%	179,6%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	85,4%	47,9%	55,7%	39,8%	48,1%	18,4%	48,2%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	3,5	2,6	7,6	(2,4)	(23,4)	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	(0,3)	-	-	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow "To the Firm"</b>	<b>10,0</b>	<b>6,1</b>	<b>12,1</b>	<b>1,1</b>	<b>(18,5)</b>	<b>2,1</b>	<b>5,8</b>	<b>-52,7%</b>	<b>76,3%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	142,3%	-39,5%	99,6%	-91,3%	n.a.	111,2%	179,6%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	3,5%	2,0%	2,4%	1,8%	2,6%	1,1%	3,1%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	5,4%	3,3%	6,5%	0,6%	n.a.	1,1%	3,1%		
<b>Flujo de caja operativo (FFO)</b>	<b>3,3</b>	<b>3,7</b>	<b>4,0</b>	<b>4,4</b>	<b>4,8</b>	<b>5,4</b>	<b>5,8</b>		
<i>Mkt Cap/Flujo de caja operativo (FFO)</i>	29,2x	23,9x	23,8x	28,6x	27,4x	24,7x	23,0x		
<b>Flujo de caja operativo ajustado (AFFO)</b>	<b>3,1</b>	<b>2,7</b>	<b>3,0</b>	<b>3,4</b>	<b>3,6</b>	<b>0,9</b>	<b>4,6</b>		
<i>Mkt Cap/Flujo de caja operativo ajustado (AFFO)</i>	31,4x	33,1x	31,3x	36,9x	36,4x	n.a.	29,0x		



**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	132,5	
+ Minoritarios	-	Rdos. 6m 2024
+ Provisiones y otros pasivos a LP	7,6	Rdos. 6m 2024
+ Deuda financiera neta	43,7	Rdos. 6m 2024
- Inmovilizado financiero	(3,1)	Rdos. 6m 2024
+/- Otros		
<b>Enterprise Value (EV)</b>	<b>187,0</b>	

## Anexo 4. Comportamiento histórico (1)

Comportamiento histórico (EUR Mn)														TACC		
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	13-23	23-26e
Total Ingresos						4,1	7,8	7,6	7,9	8,2	8,6	10,2	11,3	12,1	n.a.	11,9%
Cto. Total ingresos						n.a.	90,2%	-3,0%	4,0%	4,1%	4,6%	18,2%	10,8%	7,0%		
EBITDA						2,4	5,2	4,2	4,4	6,9	5,7	5,8	6,6	7,1	n.a.	7,7%
Cto. EBITDA						n.a.	119,3%	-20,3%	5,8%	56,0%	-17,2%	2,3%	13,9%	7,2%		
EBITDA/Ingresos						57,9%	66,7%	54,8%	55,8%	83,6%	66,2%	57,3%	58,9%	59,0%		
Beneficio neto						1,1	2,7	(8,2)	1,7	2,7	3,4	3,5	3,9	5,0	n.a.	14,0%
Cto. Beneficio neto						n.a.	139,0%	-404,7%	120,9%	55,5%	26,4%	2,9%	13,6%	26,6%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)						4,9	5,7	7,5	8,2	8,2	8,8	9,2	9,2	9,2		
BPA (EUR)						0,23	0,47	-1,09	0,21	0,32	0,38	0,38	0,43	0,54	n.a.	12,2%
Cto. BPA						n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	55,5%	18,0%	-1,8%	13,6%	26,6%		
BPA ord. (EUR)						0,23	0,33	0,15	0,20	0,09	0,28	0,37	0,42	0,53	n.a.	24,4%
Cto. BPA ord.						n.a.	45,8%	-54,2%	28,9%	-54,6%	n.a.	32,5%	14,0%	27,3%		
CAPEX						(2,6)	(0,1)	(0,2)	(1,0)	(0,9)	(1,0)	(1,2)	(4,5)	(1,2)		
CAPEX/Vtas % <sup>1</sup>						63,5%	0,8%	3,1%	13,2%	11,5%	11,4%	11,8%	39,6%	10,0%		
Free Cash Flow						(5,0)	(24,4)	8,9	5,0	12,9	0,3	(19,6)	0,7	4,4	n.a.	n.a.
DN/EBITDA (x) <sup>(2)</sup>						15,6x	10,0x	12,3x	10,0x	5,1x	4,2x	8,3x	8,0x	7,6x		
PER (x)						54,3x	27,2x	n.a.	48,1x	33,6x	34,6x	38,2x	33,7x	26,6x		
EV/Vtas (x)						n.a.	17,33x	18,66x	18,34x	17,43x	19,03x	18,39x	16,59x	15,51x		
EV/EBITDA (x) <sup>(2)</sup>						n.a.	26,0x	34,0x	32,9x	20,8x	28,7x	32,1x	28,2x	26,3x		
Comport. Absoluta						4,0%	2,3%	-16,6%	-5,6%	8,6%	21,5%	8,7%				
Comport. Relativo vs Ibx 35						22,4%	-8,5%	-1,3%	-12,5%	15,0%	-1,0%	-5,5%				

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

Datos	Mercado	Mercado Continuo					Europa			Average	YVIT
		Merlin Properties	Colonial	Lar España	Arima	Average	SEGRO	Land Securities	Icade		
	Ticker (Factset)	MRL-ES	COL-ES	LRE-ES	ARM-ES		SGRO-GB	LAND-GB	ICAD-FR		YVIT-ES
	País	Spain	Spain	Spain	Spain		UK	UK	France		Spain
	Market cap	5.676,7	3.224,6	670,4	215,7		11.407,4	5.199,9	1.651,2		132,5
	Enterprise value (EV)	9.079,6	9.054,0	1.096,7	276,7		16.507,1	9.666,8	5.312,6		187,0
Información financiera básica	Total Ingresos	498,9	390,8	97,1	12,6		807,0	746,9	369,5		10,2
	Cto.Total Ingresos	6,3%	-2,2%	-15,8%	25,3%	3,4%	-11,1%	-25,2%	-77,7%		18,2%
	2y TACC (2024e - 2026e)	10,2%	4,3%	6,0%	20,7%	10,3%	9,8%	4,5%	-3,4%		8,9%
	EBITDA	381,9	318,2	66,8	4,7		687,7	571,4	317,7		5,8
	Cto. EBITDA	9,7%	0,6%	n.a.	267,3%	92,5%	2,4%	13,9%	13,9%		2,3%
	2y TACC (2024e - 2026e)	10,9%	4,9%	7,7%	49,2%	18,1%	10,2%	5,8%	-2,0%		10,5%
	EBITDA/Ingresos	76,6%	81,4%	68,8%	37,5%	66,1%	85,2%	76,5%	86,0%		57,3%
	EBIT	372,2	333,9	60,5	4,7		713,1	572,4	325,9		4,5
	Cto. EBIT	7,6%	8,6%	-29,9%	262,9%	62,3%	7,2%	15,8%	27,3%		9,6%
	2y TACC (2024e - 2026e)	15,6%	3,2%	18,2%	49,2%	21,5%	10,2%	6,4%	-3,8%		19,3%
	EBIT/Ingresos	74,6%	85,5%	62,3%	37,5%	64,9%	88,4%	76,6%	88,2%		43,8%
	Beneficio Neto	298,7	185,6	49,5	(1,7)		562,3	612,6	268,2		3,5
	Cto. Beneficio Neto	457,8%	118,2%	34,6%	94,9%	176,4%	283,4%	258,5%	122,1%		2,9%
2y TACC (2024e - 2026e)	10,5%	5,6%	17,2%	n.a.	11,1%	8,6%	6,7%	-6,9%		19,9%	
CAPEX/Ventas	41,9%	-6,4%	18,5%	n.a.	18,0%	72,1%	21,4%	28,0%		11,8%	
Free Cash Flow	205,8	173,2	59,7	n.a.		480,5	243,8	274,6		(19,6)	
Deuda financiera Neta	3.398,8	4.298,9	433,8	80,8		6.017,5	4.476,0	3.375,8		48,5	
DN/EBITDA (x)	8,9	13,5	6,5	17,1	11,5	8,7	7,8	10,6		8,3	
Pay-out	66,3%	77,3%	120,0%	-69,5%	48,5%	77,4%	59,1%	133,5%		144,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	18,0	16,1	11,2	n.a.	15,1	20,1	11,6	5,8		12,5
	P/BV (x)	0,7	0,6	0,8	n.a.	0,7	0,8	0,6	0,4		1,2
	EV/Ingresos (x)	18,2	n.a.	11,3	n.a.	14,7	n.a.	12,9	14,4		18,4
	EV/EBITDA (x)	23,8	28,5	16,4	n.a.	22,9	24,0	16,9	16,7		32,1
	EV/EBIT (x)	24,4	27,1	18,1	n.a.	23,2	23,1	16,9	16,3		42,0
	ROE	4,1	3,6	6,8	n.a.	4,8	3,7	5,5	6,4		3,2
	FCF Yield (%)	3,6	5,4	8,9	n.a.	6,0	4,2	4,7	16,6		2,9
	DPA	0,42	0,27	0,71	0,04	0,36	0,36	0,49	4,72		0,54
Dvd Yield	4,2%	5,3%	8,9%	0,5%	4,7%	4,2%	7,0%	21,8%		3,8%	

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 91 563 19 72  
[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

**Pablo Victoria Rivera**  
Equity research  
pablo.victoria@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
19-Dic-2024	n.a.	14,40	n.a.	n.a.	Noticia importante - Subimos estimaciones	José Miguel Cabrera van Grieken
25-Oct-2024	n.a.	14,11	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2024	José Miguel Cabrera van Grieken
27-May-2024	n.a.	13,62	n.a.	n.a.	Small & Micro Caps (España)	Alfredo Echevarría Otegui
09-Abr-2024	n.a.	13,34	n.a.	n.a.	Noticia importante - Subimos estimaciones	José Miguel Cabrera van Grieken
08-Mar-2024	n.a.	13,14	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2023	José Miguel Cabrera van Grieken
22-Feb-2024	n.a.	13,35	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	José Miguel Cabrera van Grieken

