

Nota de compañía

9M 2023: MEJORA EN RENTABILIDAD Y APALANCAMIENTO (2,8x)

Los resultados de 9M 2023 (13.11.23), indican que Audax Renovables no solo mejora su rentabilidad y eficiencia operativa, sino que también fortalece su estructura financiera, posicionándose de manera más sólida frente a sus obligaciones financieras y mostrando una gestión más prudente de su apalancamiento.

AUDAX (€m)	3T2022	1T2023	2T2023	3T2023	A/A
Ingresos netos	710,39	696,90	522,34	568,90	(19,9)%
a/a	57,2%	(5,3)%	(11,0)%	(19,9)%	
Margen bruto	37,98	50,94	55,54	67,35	77,3%
margen	5,3%	7,3%	10,6%	11,8%	
EBITDA	11,55	23,05	25,12	29,19	152,8%
margen	1,6%	3,3%	4,8%	5,1%	
EBIT	6,58	17,61	19,87	23,80	261,9%
margen	0,9%	2,5%	3,8%	4,2%	
Beneficio neto	(0,43)	2,39	7,41	15,31	nm
margen	(0,1)%	0,3%	1,4%	2,7%	

Elaboración GPM

Mejora de la Rentabilidad a pesar de la caída de ingresos (€568,9 millones), que se reducen en un 19,9% interanual, debido a la estrategia de salirse de los negocios de baja rentabilidad. Sin embargo, esto no impide que el margen bruto s/ingresos aumente al 11,8% desde el 5,3% hace un año. Por su parte, el margen bruto acumulado en 9M (€174m) refrenda la evolución positiva al situarse en el 9,7% vs 5,1%. Esta tendencia de mejora prevemos que se mantenga hasta finales de año.

Aumento del retorno del EBITDA: La mayor eficiencia operativa permite que el EBITDA trimestral (€29,19m) se multiplique 1,5x, con la consiguiente mejora del margen al 5,1% vs 1,6% del 3T'22. A nivel acumulado de 9M, el EBITDA (€77,4m) crece un 114% a/a y el margen aumenta al 4,3% vs 1,8% en el comparable de 2022.

Fortalecimiento de la estructura financiera / gestión prudente del apalancamiento: Audax Renovables sigue realizando esfuerzos por reducir su deuda neta, un 20,4% menos vs finales de 2022 y un 36,8% a/a menos hasta €292,8m, lo que resulta en un ratio DFN/EBITDA de 3,1x en Sep'23 vs 6,8x en Dic'22.

Audax Logra un Acuerdo Clave (17.01.2024): Reducirá Deuda Bruta en €41,4 millones y Deuda Neta en €26,9 millones, mejorando el apalancamiento a 2,8x y reforzando el control del endeudamiento

Conclusión: Los resultados de 9M2023 indican que Audax Renovables está en el camino correcto, tomando decisiones financieras y operativas acertadas con el objetivo de mejorar su situación financiera y su posición en el mercado, lo que es una señal positiva para los inversores y los accionistas. De cara al futuro, seguiremos monitoreando los informes financieros para valorar la sostenibilidad de estos logros a largo plazo. Reiteramos recomendación de COMPRA.

Valuation Ratios

AUDAX	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Share price (€)	€ 0,750	€ 1,300	€ 1,300	€ 1,300	€ 1,300	€ 1,300
Shs. outstanding (# m)	440,29	440,29	440,29	440,29	440,29	440,29
Mkt Cap (€m)	330,2	572,4	572,4	572,4	572,4	572,4
Enterprise Value (€m)	749	991	927	869	848	850
EV / Revenue	0,28x	0,43x	0,37x	0,32x	0,29x	0,27x
EV / EBITDA	13,8x	9,7x	7,5x	6,5x	5,9x	5,4x
EV / EBIT	23,2x	11,4x	9,3x	8,1x	7,3x	6,8x
P/E	93,3x	29,5x	24,5x	21,7x	19,6x	18,0x
P/CFO	(79,8x)	15,7x	4,6x	4,7x	6,4x	8,1x
P/BV	2,70x	3,96x	3,39x	2,92x	2,53x	2,21x
PayOut	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Estimates

AUDAX (€m)	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Revenue (m)	2.633	2.300	2.484	2.683	2.897	3.129
EBITDA (m)	54,1	102,0	124,2	134,1	144,9	156,5
EBIT (m)	32,3	87,0	99,4	107,3	115,9	125,2
Net Income (m)	3,5	19,4	24,1	27,1	30,1	32,8
EPS adj. (€)	0,008	0,044	0,053	0,060	0,066	0,072
DPS	-	-	-	-	-	-
ROE (%)	2,7%	14,5%	15,4%	14,9%	14,3%	13,5%

Estimaciones GPM

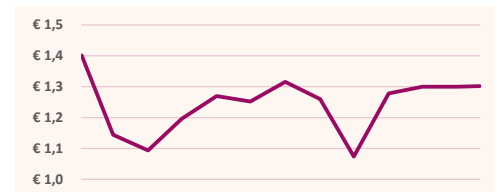
23 de enero de 2024

Recomendación

COMPRA
(reiterada)

Valoración

€ 2,127/acc.



Ticker	ADX SM
Fecha	22.ene.24
Cotización	€ 1,300
Max 52 semanas	€ 1,450
MIN 52 semanas	€ 1,010
Accs. Circulación	440,29
Capitalización	€ 568,9
Retorno semanal (%)	1,4%
Variación de precio 1M (%)	2,2%
IBEX 35	(2,2)%
Variación de precio 3M (%)	16,4%
IBEX 35	9,9%
Variación de precio 6M (%)	1,4%
IBEX 35	3,3%
Variación de precio YTD (%)	(0,6)%
IBEX 35	(2,1)%
Variación precio 1A (%)	(7,7)%
IBEX 35	10,6%
Volumen diario (media 30d)	125.139
Volumen diario (media 10d)	56.020
Free Float (estimated)	28,3%
Rating Analistas	5,0
Precio Objetivo (mediana)	€ 1,90
PO Máximo	€ 1,90
PO Mínimo	€ 1,90

Fuente Bloomberg

Analista: Javier Bernat
jbernat@gmpatrimonios.com
 Dpto. Análisis Fundamental GPM
 Teff: 34 913 191 684
 GPM <https://gpmv.com>
 Bróker <https://gpmbroker.com>






Mejora en productividad: La siguiente tabla muestra una tendencia positiva tanto en el EBITDA como en la productividad medida por EBITDA dividido por energía suministrada en euros, desde diciembre de 2022 hasta septiembre de 2023. La productividad, ha mejorado de €4,13 a €7,09 en el último año. Este avance sugiere que Audax está generando más EBITDA por unidad de energía suministrada, lo que es un buen indicador de eficiencia operativa y de la política de precios/aprovisionamientos de Audax.

PRODUCTIVIDAD (LTM)	dic-22	mar-23	jun-23	sep-23
EBITDA (€m)	54.142	61.531	77.790	95.434
ENERGÍA SUMINISTRADA (GWh)	13.100	13.009	13.210	13.460
EBITDA/ ENERG SUMINISTRADA	€ 4,13	€ 4,73	€ 5,89	€ 7,09

Elaboración GPM

El avance en productividad se traslada a nivel del beneficio neto, con un margen neto que mejora desde el 0,3% de 2022 al 2,7% en el 3T'23, siguiendo una trayectoria ascendente que esperamos se conserve hasta el último trimestre del año 2023.

Resultado Acumulado 12 meses (LTM)

AUDAX (€m)	2022	LTM	LTM	LTM	Trend
Revenue	2.633,0	2.593,7	2.529,1	2.387,7	
a/a				(9,3)%	
Gross Income	143,8	158,7	185,2	214,6	
margin	5,5%	6,1%	7,3%	9,0%	
EBITDA	54,1	61,5	77,8	95,4	
margin	2,1%	2,4%	3,1%	4,0%	
EBIT	32,3	39,9	56,1	73,4	
margin	1,2%	1,5%	2,2%	3,1%	
Net Income	7,8	8,1	14,8	30,5	
margin	0,3%	0,3%	0,6%	1,3%	

Elaboración GPM










Acuerdo para reducir Deuda / Ampliación del 3,0% de las acciones en circulación: En virtud de este acuerdo anunciado el 17.01.24, se realizarán las siguientes operaciones:

- Recompra de 100 bonos titularidad del bonista por un precio de €7,55 millones (75,5% del valor nominal de los bonos);
- El bonista convertirá 314 bonos en acciones de Audax de nueva emisión, a un precio de €2,389 por acción. Esta conversión, supondrá la emisión de un total de 13.139.725 acciones de Audax de nueva emisión, representativas del 2,984% del capital en circulación de Audax; y del 2,898% del capital resultante tras la ampliación.

Asimismo, y como contraprestación por el ejercicio del citado derecho de conversión, Audax satisfará al bonista un importe de €6,88 millones, equivalente a la diferencia entre el valor de paridad de los bonos convertidos, según el precio acordado de €1,28 por acción de la sociedad y el 75,5% del valor nominal de los bonos objeto de conversión (€23,7 millones).

Estas operaciones, permitirán a Audax reducir su deuda bruta un total de €41,4 millones y la deuda financiera neta en casi €27 millones.

Endeudamiento Financiero

DFN (€m)	mar-22	jun-22	sep-22	dic-22	mar-23	jun-23	sep-23	(*)
Deuda Financiera	768,0	761,4	707,9	641,7	644,6	615,7	621,2	580,2 
Otros pasivos financieros	17,6	18,3	17,8	22,3	22,6	22,8	24,4	24,4 
Derivados de activo y pasivo	(14,3)	(12,6)	(14,2)	(5,6)	(15,5)	(16,1)	(3,6)	(3,6) 
Efectivo y Otros activos	(244,2)	(280,3)	(247,8)	(290,5)	(284,6)	(285,7)	(349,2)	(335,2) 
Deuda Financiera Neta (DFN)	527,1	486,8	463,6	367,9	367,2	336,7	292,8	265,8 
Patrimonio Neto	148,6	144,5	150,9	135,8	147,7	158,3	156,9	156,9 
Apalancamiento	78,0%	77,1%	75,4%	73,0%	71,3%	68,0%	65,1%	62,9% 
EBITDA	nd	nd	nd	54,1	61,5	77,8	95,4	95,4 
DFN/EBITDA	nd	nd	nd	6,8x	6,0x	4,3x	3,1x	2,8x 

Elaboración GPM (*) incluye impacto reducción de la deuda

Revisión de estimaciones: Las perspectivas financieras de Audax son positivas, a pesar de ajustar a la baja los ingresos. Esperamos que el avance en la eficiencia en la gestión de costes se traslade a una mejora del margen EBITDA, fortaleciendo la posición competitiva de la empresa. Este enfoque, no sólo favorecerá la mejora de la rentabilidad sino también fomentará la inversión, robusteciendo la posición de Audax como una empresa competitiva a largo plazo.

Ajuste de Estimaciones: Ingresos

AUDAX €m	Ingresos netos				
	2023E	2024E	2025E	2026E	Accum.
Revisado	2.300	2.484	2.683	2.897	10.364
Anterior	2.410	2.603	2.811	3.036	10.860
Variación	(4,6%)	(4,6%)	(4,6%)	(4,6%)	(4,6%)

Elaboración GPM

Somos optimistas en cuanto a las perspectivas de Audax. En lo que respecta a los ingresos, optamos por ajustar nuestras previsiones para el período 2023-26, reduciéndolas en un 4,6%, en promedio. Este ajuste, se basa en un análisis más detallado de la reciente evolución de la compañía, saliéndose de negocios menos rentables. Sin embargo, como se puede observar en los datos siguientes, prevemos un aumento promedio del 15,3% en el EBITDA durante ese mismo período, superando nuestras previsiones anteriores. Esto apunta a una tendencia más positiva en términos de rentabilidad.

Ajuste de Estimaciones: EBITDA

€m	EBITDA				
	2023E	2024E	2025E	2026E	Accum.
Revisado	101,95	124,20	134,14	144,87	505
Anterior	60,02	93,34	124,56	160,18	438
Variación	69,9%	33,1%	7,7%	(9,6%)	15,3%

Elaboración GPM

Nuestra confianza se fundamenta en un mayor control de los aprovisionamientos, que lleva a la mejora del margen EBITDA y que esperamos que en los próximos años aumente aproximadamente a un promedio del 5,0% frente al 4,0%, unos 84 puntos básicos más vs previsiones anteriores.

Ajuste de Estimaciones: Margen EBITDA

%	Margen EBITDA				
	2023E	2024E	2025E	2026E	Accum.
Revisado	4,4%	5,0%	5,0%	5,0%	4,9%
Anterior	2,5%	3,6%	4,4%	5,3%	4,0%
Variación pb	194	141	57	(28)	84

Elaboración GPM

Aumentamos el Valor Razonable de AUDAX un 3,25% a €2,127/ acción

Hemos establecido un Valor Razonable para la acción de AUDAX de €2,127, que se fundamenta en los modelos de valoración de flujos de caja futuros estimados (DFC) y en la situación financiera actual de la compañía y posición en el mercado (valoración por comparables).

Tras considerar tres escenarios de referencia (base, optimista y pesimista), estimamos que el valor promedio de las acciones de AUDAX es de €2,127, con un rango de valoración que oscila entre €2,885 y €1,511 por acción. Al compararlo con la cotización actual de €1,030, el escenario base implica un descuento del 38,9% y un potencial del 63,6%.

AUDAX: Escenarios de Valoración

Escenario	Objetivo/ acción	Prima/ Cotización (descuento)		Potencial
Base	€ 2,127	€ 1,30	(38,9)%	63,6%
Optimista	€ 2,885	€ 1,30	(54,9)%	121,9%
Pesimista	€ 1,511	€ 1,30	(14,0)%	16,2%

Elaboración GPM

Valor de Empresa

Audax (€m)	31/dic/20	30/jun/21	31/dic/21	30/jun/22	31/dic/22	30/jun/23	23/ene/24	Trend
Capitalización de mercado	855,9	861,6	554,8	500,2	330,0	559,2	568,0	
- Efectivo y equivalentes	454,2	498,2	363,7	295,2	335,4	330,3	330,3	
+ Acciones preferentes	-	-	-	-	-	-	-	
+ Interés minoritario	7,8	10,2	12,0	14,0	13,3	14,2	14,2	
+ Deuda total	498,2	612,6	839,1	782,4	711,8	675,1	675,1	
Valor de Empresa	907,8	986,2	1.042,2	1.001,3	719,7	918,2	927,0	

Fuente Bloomberg @ 23.01.2024

Por Comparables AUDAX Justifica €2,145/acc

La valoración por ratios bursátiles comparables, nos lleva a un precio de AUDAX de €2,145 por acción (escenario base). En el escenario optimista, situamos la valoración por comparables de AUDAX en €3,218/ acción, mientras que en el escenario bajo se reduce a €1,685 / acción.

Resumen Valoración por Comparables

Escenario	€/ acción
Base	€ 2,145
Optimista	€ 3,218
Pesimista	€ 1,685

Elaboración GPM

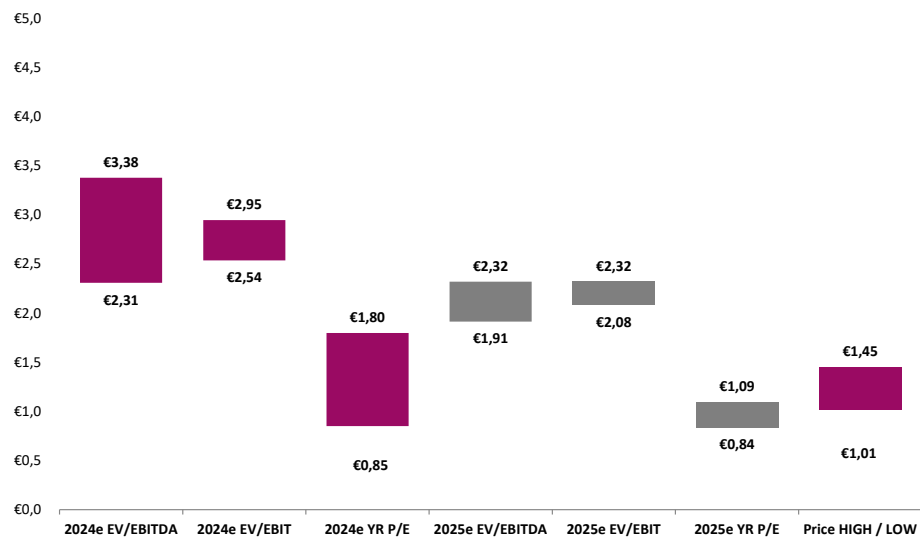
La valoración por comparables se construye utilizando los multiplicadores bursátiles proyectados para los años 2024 y 2025, mientras que para LTM, se aplican los resultados acumulados de los últimos doce meses y que, en el caso de Audax, reflejan nuestra estimación para el año 2023.

Valoración por Comparables

	LTM			2024E			2025E		
	EV / EBITDA	EV / EBIT	P/E	EV / EBITDA	EV / EBIT	P/E	EV / EBITDA	EV / EBIT	P/E
Median	14,5x	17,3x	14,8x	12,9x	15,7x	23,8x	8,9x	13,3x	16,6x
High	27,7x	36,4x	22,6x	14,1x	21,2x	32,9x	9,6x	13,8x	17,8x
Low	10,9x	14,2x	11,6x	10,3x	13,9x	15,6x	8,3x	11,0x	13,6x
Median	€ 2,145								
Valor de Empresa	1.476,2	1.508,6	552,3	1.604,7	1.560,9	837,2	1.194,5	1.427,7	715,4
Deuda neta	265,8	265,8	265,8	265,8	265,8	265,8	265,8	265,8	265,8
Valor de Mercado	1.210,4	1.242,8	286,5	1.338,9	1.295,1	571,4	928,7	1.161,9	449,6
Accs.circulación	439,5	439,5	439,5	439,5	439,5	439,5	439,5	439,5	439,5
Valor/ acción	€ 2,75	€ 2,83	€ 0,65	€ 3,05	€ 2,95	€ 1,30	€ 2,11	€ 2,64	€ 1,02
Promedio	€ 2,08			€ 2,43			€ 1,93		
High	€ 3,218								
Valor de Empresa	2.824,5	3.170,3	702,7	1.750,0	2.104,9	1.056,0	1.285,4	1.480,9	746,5
Deuda neta	265,8	265,8	265,8	265,8	265,8	265,8	265,8	265,8	265,8
Valor de Mercado	2.558,7	2.904,5	436,9	1.484,2	1.839,1	790,2	1.019,6	1.215,1	480,7
Accs.circulación	439,5	439,5	439,5	439,5	439,5	439,5	439,5	439,5	439,5
Valor/ acción	€ 5,8	€ 6,6	€ 1,0	€ 3,4	€ 4,2	€ 1,8	€ 2,32	€ 2,76	€ 1,09
Promedio	€ 4,47			€ 3,12			€ 2,06		
Low	€ 1,685								
Valor de Empresa	1.108,2	1.238,0	490,7	1.280,5	1.380,6	639,8	1.107,0	1.180,4	633,6
Deuda neta	265,8	265,8	265,8	265,8	265,8	265,8	265,8	265,8	265,8
Valor de Mercado	842,4	972,2	224,9	1.014,7	1.114,8	374,0	841,2	914,6	367,8
Accs.circulación	439,5	439,5	439,5	439,5	439,5	439,5	439,5	439,5	439,5
Valor/ acción	€ 1,92	€ 2,21	€ 0,51	€ 2,3	€ 2,5	€ 0,9	€ 1,9	€ 2,08	€ 0,8
Promedio	€ 1,55			€ 1,90			€ 1,61		

Elaboración GPM

Resumen Valoración por Comparables



Elaboración GPM

Selección de Empresas Comparables

Ticker	EV/BE				EV/BE				EV/BE			
	EV/Sales T12M	EV/EBITDA T12M	EV/T12M EBIT	P/E LTM	EV/BE Sales Curr Yr	EBITDA Curr Yr	EV/EBIT Curr Yr	P/E Curr Yr	EV/BE Sales Nxt Yr	EV/EBITDA Nxt Yr	EV/EBIT Nxt Yr	BEst P/E Nxt Yr
ADX	0,37	12,37	17,36	49,45	0,41	10,62	14,76	93,69	0,4	9,09	11,45	15,57
ANE	3,59	9,39	13,39	10,02	3,29	9,07	12,99	15,71	3,23	8,23	13,32	16,89
ENER	6,41	10,93	15,07	13,2	7,36	14,5	25,71	15,42	5,03	8,67	13,29	12,45
GRE	3,38	30,53	46,81	167,18	4,58	12,92	15,71	81,53	3,24	10,61	13,53	16,6
SOL	1,2	28,17	40,45	28,5	0,84	10,33	13,7	28,7	0,77	6,57	8,43	8,59
ENRS	6,41	nm	nm	nm	3,45	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm
SPH	1,59	27,24	32,43	7,09	nm	nm	nm	37,07	nm	nm	nm	nm
HLZ	0,22	nm	nm	nm	0,23	nm	nm	nm	0,23	9,24	9,11	nm
SLR	15,57	14,48	17,34	16,61	12,33	13,68	16,66	23,78	9,72	11,07	14	14,71
OPDE	7,97	10,81	13,13	14,79	7,94	10,29	14,09	8,99	7,14	9,14	13,84	18,61
GGR	nm	nm	nm	nm	1,66	16,97	30,5	nm	1,03	8,26	12,85	20,04
MEDIANA	3,6x	14,5x	17,3x	14,8x	3,5x	12,9x	15,7x	23,8x	3,2x	8,9x	13,3x	16,6x
MAX	6,4x	27,7x	36,4x	22,6x	7,4x	14,1x	21,2x	32,9x	5,6x	9,6x	13,6x	17,8x
MIN	1,6x	10,9x	14,2x	11,6x	1,7x	10,3x	13,9x	15,6x	1,0x	8,3x	11,0x	13,6x

Elaboración GPM (fuente Bloomberg); MAX=cuartil 3; MIN= cuartil 1;

Valoración por DCF (€ 2,115)

Aplicando el descuento de flujos de caja (DFC), valoramos las acciones de AUDAX en €2,115.

En nuestro modelo de crecimiento a perpetuidad para Audax, hemos actualizado la tasa de crecimiento 'g' al 3,0% (anteriormente estaba en 2,0%), lo que refleja nuestra convicción de que el crecimiento de Audax superará al de la economía española a largo plazo. Este ajuste en la tasa de crecimiento 'g' al 3,0% se traduce en un multiplicador EV/EBITDA implícito de 8,9x."

En la metodología del multiplicador residual EV/EBITDA, optamos por mantener la ratio en 9,0x, coherente con nuestra valoración previa. Esta decisión se apoya, en parte, en una tasa residual implícita de crecimiento a largo plazo de 2,80%. Además, según la valoración comparativa, las empresas del sector presentan ratios EV/EBITDA que varían desde 12,9x para 2024E hasta 8,9x para las proyecciones de 2025, resultando en un promedio de 10,9x que podría justificar ratios residuales EV/EBITDA superiores.

Estimación del Valor de Empresa de AUDAX

Perpetuity approach		Exit EBITDA multiple approach	
Normalized FCF in last forecast period (t)	88,1	Terminal year EBITDA	156,5
Normalized FCF ^{t+1}	90,8	Terminal value EBITDA multiple	9,0x
Long term growth rate (g)	3,00%	Terminal value	1.408,1
Terminal value	1.390,3	Present value of terminal value	983,7
Present value of terminal value	971,3	Present value of stage 1 cash flows	297,5
Present value of stage 1 cash flows	297,5	Enterprise value	1.281,1
Enterprise value	1.268,7	Implied perpetual growth rate	2,80%
Implied exit EBITDA multiple	8,9x		

Elaboración GPM

La valoración de AUDAX a través de la metodología del descuento de flujos de caja (DCF) resulta en un valor promedio estimado por acción de €2,115.

Estimación del Valor por Acción de AUDAX

AUDAX	Euro		
	Perpetuity	EBITDA	Average
Enterprise Value	1.268,7	1.281,1	1.274,9
Net debt + Other	(265,8)	(265,8)	(265,8)
Trapped cash	(50,0)	(50,0)	(50,0)
Market Value	952,9	965,3	959,1
nº shares (adj.)	453,4	453,4	453,4
Value per share	€ 2,102	€ 2,129	€ 2,115
Prime/ (discount)	(38,1%)	(38,9%)	(38,5%)

Elaboración GPM

Análisis de sensibilidad

Long term growth rate (g):						Long term growth rate (g):							
€ 2,102	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%	€ 925	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%		
WACC	12,0%	1,075	1,202	1,357	1,550	1,799	WACC	12,0%	474	529	597	682	792
	11,0%	1,245	1,404	1,602	1,858	2,198		11,0%	548	618	705	818	968
	9,5%	1,567	1,799	2,102	2,514	3,108		9,5%	690	792	€ 925	1.107	1.368
	8,0%	2,047	2,416	2,932	3,707	4,998		8,0%	901	1.064	1.291	1.632	2.201
	7,0%	2,493	3,024	3,820	5,148	7,802		7,0%	1.098	1.332	1.682	2.266	3.435

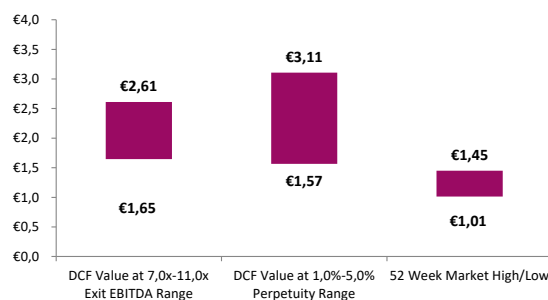
Elaboración GPM

Valor / acción						Valor de Mercado							
Exit EBITDA Multiple						Long term growth rate (g):							
€ 2,129	7,0x	8,0x	9,0x	10,0x	11,0x	€ 937	7,0x	8,0x	9,0x	10,0x	11,0x		
WACC	12,0%	1,479	1,700	1,921	2,141	2,362	WACC	12,0%	651	748	846	943	1.040
	11,0%	1,545	1,774	2,002	2,231	2,460		11,0%	680	781	882	982	1.083
	9,5%	1,647	1,888	2,129	2,370	2,611		9,5%	725	831	€ 937	1.043	1.150
	8,0%	1,760	2,015	2,269	2,524	2,779		8,0%	775	887	999	1.111	1.224
	7,0%	1,838	2,102	2,366	2,631	2,895		7,0%	809	926	1.042	1.158	1.275

Elaboración GPM

El resultado de la valoración de AUDAX por la metodología DCF se puede observar en el siguiente gráfico, que muestra un valor promedio estimado por acción de €2,115.

Resumen Valoración DCF



Elaboración GPM

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

Fiscal year	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	Tacc
AUDAX €m	31.dic.22	31.dic.23	31.dic.24	31.dic.25	31.dic.26	31.dic.27	'23 / 27
Revenue	2.632,98	2.300,0	2.484,0	2.682,7	2.897,3	3.129,1	8,00%
Cost of sales	(2.489)	(2.075,0)	(2.235,6)	(2.414,4)	(2.607,6)	(2.816,2)	
Gross Profit	143,98	225,00	248,40	268,27	289,73	312,91	8,60%
Personnel expense	(30,100)	(46,000)	(49,680)	(53,654)	(57,947)	(62,582)	
Selling, general & Adm. expense	(81,590)	(92,000)	(99,360)	(107,309)	(115,894)	(125,165)	
Operating profit (EBIT)	32,293	87,0	99,4	107,3	115,9	125,2	9,52%
Interest income	8,650	6,4	9,1	10,1	11,5	13,1	
Interest expense	(32,723)	(31,5)	(31,7)	(30,9)	(31,6)	(33,8)	
Other income / expense	4,354	-	-	-	-	-	
Pretax profit	12,574	61,87	76,74	86,50	95,84	104,52	14,01%
Taxes	(4,806)	(21,7)	(26,9)	(30,3)	(33,5)	(36,6)	
Minority Int. in Earnings	(4,229)	(20,8)	(25,8)	(29,1)	(32,2)	(35,2)	
Attributable Net Income (reported)	3,539	19,41	24,07	27,13	30,06	32,79	14,01%
Abnormal Gain / (Loss)	-	-	-	-	-	-	
Tax impact	-	-	-	-	-	-	
Net income (adj.)	3,54	19,41	24,07	27,13	30,06	32,79	14,01%
YoY growth	(3,06)	448,3%	24,0%	12,7%	10,8%	9,1%	
Avg. basic shares	440,29	440,3	453,4	453,4	453,4	453,4	
Impact of dilutive securities	-	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Avg. dilutive shares	440,29	440,3	453,4	453,4	453,4	453,4	0,74%
Basic EPS	€ 0,008	€ 0,044	€ 0,053	€ 0,060	€ 0,066	€ 0,072	
Diluted EPS	€ 0,008	€ 0,044	€ 0,053	€ 0,060	€ 0,066	€ 0,072	13,2%
Growth rates & margins							
Revenue growth	56,4%	(12,6%)	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	
Gross profit as % of sales	5,5%	9,8%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
Personnel expenses margin	1,1%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	
SG&A margin	3,1%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	
Tax rate	38,2%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	
EBITDA reconciliation							
Depreciation & amortization	21,85	15,0	24,8	26,8	29,0	31,3	
Stock based compensation	0,00	-	-	-	-	-	
EBITDA	54,14	101,95	124,20	134,14	144,87	156,46	11,30%
EBTDA Margin	2,1%	4,4%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	

Elaboración GPM

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

AUDAX Análisis vertical	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Revenue	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Cost of sales	(94,5%)	(90,2%)	(90,0%)	(90,0%)	(90,0%)	(90,0%)
Gross Profit	5,5%	9,8%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Personnel expense	(1,1%)	(2,0%)	(2,0%)	(2,0%)	(2,0%)	(2,0%)
Selling, general & Adm. Expense	(3,1%)	(4,0%)	(4,0%)	(4,0%)	(4,0%)	(4,0%)
Operating profit (EBIT)	1,2%	3,8%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Interest income	0,3%	0,3%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Interest expense	(1,2%)	(1,4%)	(1,3%)	(1,2%)	(1,1%)	(1,1%)
Other expense	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Pretax profit	0,5%	2,7%	3,1%	3,2%	3,3%	3,3%
Taxes	(0,2%)	(0,9%)	(1,1%)	(1,1%)	(1,2%)	(1,2%)
Minority Int. in Earnings	(0,2%)	(0,9%)	(1,0%)	(1,1%)	(1,1%)	(1,1%)
Net income	0,1%	0,8%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Depreciation & Amort.	0,8%	0,7%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Stock based compensation	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA	2,1%	4,4%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%

Elaboración GPM

Estimación de Balance

Fiscal year	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
AUDAX €m	31. dic. 22	31. dic. 23	31. dic. 24	31. dic. 25	31. dic. 26	31. dic. 27
Cash & equivalents ST	290,5	345,0	380,0	430,0	490,0	560,0
Accounts receivable	304,0	276,0	298,1	321,9	362,2	406,8
Inventory	9,9	14,5	15,6	16,9	18,3	19,7
Deferred tax assets	14,6	14,6	14,6	14,6	14,6	14,6
Other current assets	101,0	101,0	101,0	101,0	101,0	101,0
Property, plant & equipment	140,0	155,0	179,8	206,6	235,6	266,9
Acquired intangible assets	202,0	212,0	222,0	232,0	242,0	252,0
Other assets	254,7	254,7	254,7	254,7	254,7	254,7
Total assets	1.316,8	1.372,8	1.465,9	1.577,8	1.718,4	1.875,8
Accounts payable	241,1	213,7	297,3	374,2	428,6	462,9
Accrued expenses & def rev.	178,0	184,0	198,7	214,6	231,8	250,3
Commercial paper / revolver	117,5	302,7	273,4	265,3	304,3	376,0
Long term debt	578,0	448,0	448,0	448,0	448,0	448,0
Other non-current liabilities	66,4	66,4	66,4	66,4	66,4	66,4
Total liabilities	1.181,0	1.214,9	1.283,9	1.368,6	1.479,2	1.603,7
Common stock	44,03	44,03	44,03	44,03	44,03	44,03
Additional paid in capital	420,32	420,32	420,32	420,32	420,32	420,32
Treasury stock	-	-	-	-	-	-
Retained earnings	(339,1)	(320)	(296)	(268)	(238)	(206)
Minority Interest	13,34	13,34	13,34	13,34	13,34	13,34
Other income / (loss)	(2,8)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Total equity	135,77	158,00	182,07	209,20	239,27	272
Balance check	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Ratios	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Net debt	405	406	341	283	262	264
Total debt	695	751	721	713	752	824
ST Borrowing	118	303	273	265	304	376
LT Borrowing	578	448	448	448	448	448
Asset turnover	1,98x	1,71x	1,75x	1,76x	1,76x	1,74x
Net profit margin	0,1%	0,8%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Return on Assets	0,27%	1,44%	1,70%	1,78%	1,82%	1,82%
Return on Common Equity	2,7%	14,5%	15,4%	14,9%	14,3%	13,5%











Elaboración GPM

Estimación de Balance

AUDAX Balance Sheet (€m)	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	27/23
Cash & equivalents ST & LT securities	22,1%	25,1%	25,9%	27,3%	28,5%	29,85%	
Accounts receivable	23,1%	20,1%	20,3%	20,4%	21,1%	21,69%	
Inventory	0,8%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	
Deferred tax assets	1,1%	1,1%	1,0%	0,9%	0,9%	0,8%	
Other current assets	7,7%	7,4%	6,9%	6,4%	5,9%	5,4%	
Property, plant & equipment	10,6%	11,3%	12,3%	13,1%	13,7%	14,2%	
Acquired intangible assets (inc. GW)	15,3%	15,4%	15,1%	14,7%	14,1%	13,4%	
Other assets	19,3%	18,6%	17,4%	16,1%	14,8%	13,6%	
Total assets	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	
Accounts payable	18,3%	15,6%	20,3%	23,7%	24,9%	24,7%	
Accrued expenses & def rev.	13,5%	13,4%	13,6%	13,6%	13,5%	13,3%	
Commercial paper / revolver	8,9%	22,0%	18,6%	16,8%	17,7%	20,0%	
Long term debt	43,9%	32,6%	30,6%	28,4%	26,1%	23,9%	
Other non-current liabilities	5,0%	4,8%	4,5%	4,2%	3,9%	3,5%	
Total liabilities	89,7%	88,5%	87,6%	86,7%	86,1%	85,5%	
Minority Interest	1,0%	1,0%	0,9%	0,8%	0,8%	0,7%	
Common stock	3,3%	3,2%	3,0%	2,8%	2,6%	2,3%	
Additional paid in capital	31,9%	30,6%	28,7%	26,6%	24,5%	22,4%	
Treasury stock	-	-	-	-	-	-	
Retained earnings / accumulated defi	(25,8)%	(23,3)%	(20,2)%	(17,0)%	(13,9)%	(11,0)%	
Other comprehensive income / (loss)	(0,2)%	-	-	-	-	-	
Total equity	10,3%	11,5%	12,4%	13,3%	13,9%	14,5%	
Total Liabilities & Equity	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	

Elaboración GPM

Proyecciones del Cash Flow

Fiscal year	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	
AUDAX €m	31.12.22	31.12.23	31.12.24	31.12.25	31.12.26	31.12.27	Tendencia
Net income	3,5	19,4	24,1	27,1	30,1	32,8	
Depreciation and amortization	21,8	15,0	24,8	26,8	29,0	31,3	
Stock based compensation	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Accounts receivable	15,5	28,0	(22,1)	(23,8)	(40,2)	(44,6)	
Inventory	(4,9)	(4,6)	(1,1)	(1,3)	(1,4)	(1,5)	
Accounts payable	68,5	(27,4)	83,6	76,9	54,4	34,3	
Accrued expenses & def revenues	80,5	6,0	14,7	15,9	17,2	18,5	
Other current assets	(33,9)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Deferred tax assets (DTAs)	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Other assets	(131,0)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Other non current liabilities	(24,5)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Non-cash (PIK) interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Cash from operating activities (CFO)	(4,1)	36,4	124,0	121,7	89,0	70,8	
Capital expenditures	(86,3)	(29,9)	(49,7)	(53,7)	(57,9)	(62,6)	
Purchases of intangible assets / Other	42,0	(10,0)	(10,0)	(10,0)	(10,0)	(10,0)	
Cash from investing activities (CFI)	(44,3)	(39,9)	(59,7)	(63,7)	(67,9)	(72,6)	
Long term debt	32,0	(130,0)	0,0	0,0	0,0	0,0	
Common dividends	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
New share issuances	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Share repurchases	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Other comprehensive income / (loss)	(16,0)	2,8	0,0	0,0	0,0	0,0	
Revolver	(176,0)	185,2	(29,4)	(8,0)	38,9	71,7	
Cash from financing activities (CFF)	(160,0)	58,0	(29,4)	(8,0)	38,9	71,7	
Net change in cash during period	(208,4)	54,5	35,0	50,0	60,0	70,0	

Elaboración GPM

Estimación del Free Cash Flow

Fiscal year	2020A	2021A	2022A	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Fiscal year end date	12/31/20	12/31/21	12/31/22	12/31/23	12/31/24	12/31/25	12/31/26	12/31/27
EBITDA	66,44	46,86	54,14	101,95	124,20	134,14	144,87	156,46
EBIT	46,79	24,89	32,29	87,00	99,36	107,31	115,89	125,16
tax rate	30,0%	30,0%	30,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%
EBIAT (NOPAT)	32,75	17,42	22,61	56,55	64,58	69,75	75,33	81,36
Unlevered CFO				73,5	164,5	164,3	134,3	119,4
Unlevered FCF	(31,9)	99,9	7,6	33,6	104,9	100,6	66,3	46,8
% growth					212,0%	(4,0%)	(34,1%)	(29,4%)

Ratios Financieros

	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	Trend
Profitability							
Return on Assets (avg.)	0,27%	1,44%	1,70%	1,78%	1,82%	1,82%	
Return on Equity (avg.)	2,49%	13,21%	14,16%	13,87%	13,41%	12,82%	
Return on Capital (avg.)	12,24%	37,47%	41,79%	45,21%	46,84%	46,49%	
Effective Tax Rate	38,22%	35,00%	35,00%	35,00%	35,00%	35,00%	
Margin Analysis							
Gross Margin	5,47%	9,78%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	
EBIT margin	1,23%	3,78%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	
EBITDA margin	2,06%	4,43%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	
Pretax Margin	0,48%	2,69%	3,09%	3,22%	3,31%	3,34%	
Profit Margin	0,13%	0,84%	0,97%	1,01%	1,04%	1,05%	
CFO margin	(0,16%)	1,58%	4,99%	4,54%	3,07%	2,26%	
Asset Turnover							
Total Asset Turnover	1,98x	1,71x	1,75x	1,76x	1,76x	1,74x	
Fixed Asset Turnover	20,47x	15,59x	14,84x	13,88x	13,10x	12,45x	
Accounts Receivable Turnover	8,45x	7,93x	8,65x	8,65x	8,47x	8,14x	
Inventory Turnover	331,36x	169,59x	148,18x	148,35x	148,35x	148,35x	
Liquidity							
Cash Ratio	0,54x	0,49x	0,49x	0,50x	0,51x	0,51x	
Quick Ratio	1,11x	0,89x	0,88x	0,88x	0,88x	0,89x	
Current Ratio	1,34x	1,07x	1,05x	1,04x	1,02x	1,01x	
Working Capital	183,4	50,7	40,0	30,3	21,4	12,8	
Cash & Equivalents / Current Assets	40,3%	45,9%	47,0%	48,6%	49,7%	50,8%	
Leverage - LT Solvency							
Equity/ Assets	10,3%	11,5%	12,4%	13,3%	13,9%	14,5%	
LT Debt / Common Equity	425,7%	283,5%	246,1%	214,1%	187,2%	164,7%	
LT Debt / Total Capital	69,5%	49,3%	49,6%	48,6%	45,2%	40,9%	
LT Debt / Total Assets	43,9%	32,6%	30,6%	28,4%	26,1%	23,9%	
Total Debt / Common Equity	568%	519%	428%	364%	333%	319%	
Total Debt / Total Equity	512,2%	475,1%	396,2%	341,0%	314,4%	302,9%	
Total Debt / Total Capital	83,7%	82,6%	79,8%	77,3%	75,9%	75,2%	
Total Debt / Total Assets	52,8%	54,7%	49,2%	45,2%	43,8%	43,9%	
Total Debt / Market Cap	210,6%	131,2%	126,0%	124,6%	131,4%	144,0%	
Net Debt / Common Equity	330,8%	280,5%	202,3%	144,7%	116,1%	102,1%	
Short Term Debt (€m)	117,5	302,7	273,4	265,3	304,3	376,0	
Long Term Debt (€m)	578,0	448,0	448,0	448,0	448,0	448,0	
Total Debt (ST & LT debt) (€m)	695,5	750,7	721,4	713,3	752,3	824,0	
Net Debt (€m)	405,0	405,7	341,4	283,3	262,3	264,0	
Tangible Book Value (€m)	(2,0)	20,2	44,3	71,4	101,5	134,2	
Fixed Change Coverage							
EBIT / Net Interest Expense	1,3x	3,5x	4,4x	5,2x	5,8x	6,1x	
EBIT / Interest Expense	1,0x	2,8x	3,1x	3,5x	3,7x	3,7x	
EBITDA (-) CAPEX / Interest Exp.	1,0x	(2,3)x	(2,4)x	(2,6)x	(2,8)x	(2,8)x	
EBITDA / Interest Expense	1,7x	3,2x	3,9x	4,3x	4,6x	4,6x	
EBIT / Total Debt	0,05x	0,12x	0,14x	0,15x	0,15x	0,15x	
Total Debt / EBITDA	12,8x	7,4x	5,8x	5,3x	5,2x	5,3x	
Net Debt / EBITDA	7,5x	4,0x	2,7x	2,1x	1,8x	1,7x	
Other							
Employee Data							
Number of Employees	787,0	750	758	765	773	780	
Employees - 1 Yr Growth	(2,0)%	(4,7)%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	
Net Income / Employee (x1000)	4.497	25.874	31.778	35.464	38.905	42.009	
Revenue / Employee (€m)	3,35	3,07	3,28	3,51	3,75	4,01	
Assets / Employee (€m)	1,67	1,83	1,94	2,06	2,22	2,40	
Goodwill (€m)	138	138	138	138	138	138	
Tangible Book Value (€m)	20,2	44,3	44,3	71,4	101,5	134,2	

Elaboración GPM

DISCLAIMER

Gestión de Patrimonios Mobiliarios S.V. S.A. (GPM) es una entidad supervisada por la CNMV y adherida al Fondo de Garantía de Inversiones (Fogain). Toda la información incluida en este informe ha sido recopilada y elaborada de buena fe a partir de fuentes que consideramos fiables. No obstante, GPM no ofrece ninguna manifestación ni garantía con relación a la integridad, veracidad o exactitud de dicha información, y por tanto, no asume ninguna responsabilidad al respecto.

GPM emite tres recomendaciones: comprar, vender y mantener. La recomendación de COMPRA se realiza para aquellas compañías en las que se espera una evolución un 10% o superior a la del mercado en el plazo de un año (según las referencias del Ibex 35 y el Índice General de la Bolsa de Madrid para valores españoles). Por otro lado, la recomendación de VENTA se emite para aquellas compañías en las que se espera una evolución un -10% o inferior a la del mercado en el mismo plazo. Finalmente, la recomendación de MANTENER se emite para aquellas compañías en las que se espera una evolución similar a la del mercado, con una horquilla de +/- 10%.

Este informe ha sido elaborado por GPM con la finalidad de proporcionar información general a la fecha de emisión del documento. El contenido del informe está sujeto a cambios sin previo aviso, y GPM no asume compromiso alguno de comunicar dichas modificaciones o actualizar el contenido del presente documento. Este informe no contiene recomendaciones personalizadas ni implica asesoramiento en materia de inversión, ya que se ha elaborado con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciben. Tanto el presente documento como su contenido no constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos, ni de realización o cancelación de inversiones.

Los inversores deben tomar sus propias decisiones de inversión en función de sus objetivos específicos de rentabilidad y riesgo. Se debe tener en cuenta que la recomendación proporcionada en este informe podría no ser adecuada para todos los inversores y aquellos que tengan acceso a este documento deben ser conscientes de que los valores, instrumentos o inversiones mencionados en el mismo podrían no ser convenientes para sus objetivos de inversión específicos, su posición financiera o su perfil de riesgo. Además, el inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o resultados históricos de las inversiones no garantiza la evolución o resultados futuros. En consecuencia, GPM no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Los valores e instrumentos financieros están sujetos a fluctuaciones de precios y resultados de inversión, que pueden ser adversos y resultar en la pérdida de la inversión inicial del inversor. La inversión en futuros, opciones y valores de alta rentabilidad conlleva riesgos significativos y puede no ser adecuada para todos los inversores. En ciertos casos, las pérdidas pueden superar el capital invertido y, por lo tanto, los inversores pueden necesitar realizar aportaciones adicionales para cubrir tales pérdidas. Antes de realizar cualquier transacción en estos instrumentos, los inversores deben comprender su funcionamiento, derechos, obligaciones y riesgos, así como los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir un mercado secundario para dichos instrumentos. A la fecha de publicación de este informe, GPM no mantiene una posición larga o corta neta que exceda el 0,5% del capital del emisor al que se refiere este informe.

GPM cuenta con procedimientos y medidas de control establecidos en su Reglamento Interno de Conducta para prevenir y evitar conflictos de interés en sus operaciones. La política de conflictos de interés se encuentra disponible en nuestra web corporativa (www.gpmbroker.com) y en nuestras oficinas.

Entre estas medidas, se encuentra la prohibición para los analistas y cualquier otra persona involucrada en la elaboración del informe de operar en el valor analizado o en instrumentos relacionados, si tienen conocimiento de información no pública o no revelada a los clientes sobre las fechas de difusión o contenido probable del informe. Asimismo, el analista responsable del informe no puede realizar operaciones personales en contra de la recomendación vigente. La remuneración del personal encargado de elaborar los informes no está vinculada, ni directa ni indirectamente, a las recomendaciones u opiniones expresadas en los mismos. La remuneración del personal encargado de elaborar estos informes no se encuentra ligada, ni de forma directa ni indirecta, a las recomendaciones u opiniones que se expresen en ellos.

Fecha de difusión: 23 de enero de 2024 @ 14:30

Fecha de producción: 22 de enero de 2024 @ 18:30

Recomendaciones de GPM en los doce últimos meses [pinche aquí](#)

Resumen Universo de Recomendaciones de GPM:



Con fecha de este informe, Gestión de Patrimonios Mobiliarios S.V., S.A.,

- Actúa como asesor registrado, agente o proveedor de liquidez para las siguientes empresas: ELEKTRA; AMÉRICA MÓVIL; TV AZTECA.
- No ha participado como director o codirector en operaciones corporativas en los últimos 12 meses.
- Tiene un contrato de liquidez: PRIM; EIDF; ATRYS; MONDO TV; IFFE FUTURA. NEINOR.

DISCLAIMER (ENGLISH)

Gestión de Patrimonios Mobiliarios S.V. S.A. (GPM) is a company supervised by the CNMV (Spanish Stock Exchanges regulator) and a member of the Investment Guarantee Fund (Fogain). All the information included in this document has been compiled and prepared in good faith and from sources that we consider trustworthy, but GPM does not make any statement or give any assurance as to the integrity, veracity, and / or accuracy of these sources, not being responsible, therefore, for them.

GPM 's recommendations are BUY, SELL and HOLD. The recommendation to BUY is issued for those companies in which GPM expects a better performance to that of the market by 10% or more, within a year (reference indexes: Ibex35 and General Index of the Madrid Stock Exchange for Spanish), while that of SELL recommendations are issued for companies in which it is expected a worse performance than the market by -10% or more, in the term of one year. The HOLD recommendation is issued for those companies in which a similar performance to the general Spanish market is expected in a range of +/- 10%.

This report has been prepared by GPM for the purpose of providing general information as of the date of issuance of the report, and the information is subject to change without notice. GPM makes no commitment to communicate such modifications or to update the content of this document. In no case does this document contain personalized recommendations nor does it imply investment advice, since it has been prepared regardless of the circumstances and financial objectives of the individuals who receive it. Neither this document nor its contents constitute a recommendation, invitation, or solicitation to purchase or subscribe securities or other instruments or for the implementation or cancellation of investments.

Investors should make their own investment decisions, based on their specific profitability and risk goals. The recommendation of this report might not be of interest to all investors: investors with access to this report should be aware that the securities, instruments, or investments mentioned in it may not be suitable for their specific investment goals, their financial position, or their risk profile. The investor must bear in mind that the past performance of the securities or instruments or historical results of the investments does not guarantee the future performance or results. GPM assumes no responsibility for any direct or indirect loss that may result from the use of this document or its contents.

The price of securities and instruments and the performance of investments can fluctuate against the interest of the investor and even entail the loss of the initial investment. Trades in futures, options and high-return securities or other financial instruments can involve large risks and are not suitable for all investors. In fact, in certain investments, the losses may be higher than the initial investment, being in these cases necessary to make additional principal contributions to cover all these losses. Therefore, prior to making transactions in these financial instruments, investors should be aware of their procedure, the rights, obligations and risks they incorporate, as well as the underlying securities. There may be no secondary market for such instruments. As of the date of publication of this report, GPM does not hold a long position exceeding 0.5% of the capital of the issuer to which this report refers.

GPM has procedures and control measures established in its Internal Rules of Conduct to prevent and avoid conflicts of interest in its operations. The conflict-of-interests policy can be consulted on the GPM corporate website (www.gpmbroker.com) and in our offices. These measures include the prohibition of trading for the analyst or subject persons who have collaborated in the preparation of the report, or in related instruments, if they are aware of the dates of dissemination or the probable content of the report and the data has not been made public or have not been disclosed to customers. Similarly, the analyst who authored this report must not trade personally against the recommendation given here. Unless other thing indicated, the compensation of the staff who have prepared this report is not linked, either directly or indirectly, to the recommendations or opinions expressed therein.

Gestión de Patrimonios Mobiliarios S.V. S.A. es una entidad independiente fundada en 1987 especializada en intermediación y gestión de activos financieros.

GPM es miembro de la Bolsa de Madrid, Bolsa de Barcelona, MAB y Latibex, legalmente autorizada para operar en los mercados bursátiles por la Comisión Nacional del Mercado de Valores con el número de registro 105.

GPM cuenta con cualificados profesionales que le ofrecerán un amplio rango de soluciones de inversión, tanto si es cliente particular como corporativo. Para ello, ponemos a su disposición nuestra larga experiencia en mercados financieros mundiales y nuestra atención personalizada con la que conoceremos las necesidades de inversión de cada uno de nuestros clientes. GPM tiene su sede central en Madrid y oficina en Barcelona, donde estaremos encantados de recibirle para darle una atención personalizada. Además, mantiene representantes legalmente autorizados en las principales ciudades españolas.

GPM ofrece a sus clientes multitud de servicios financieros para cubrir todas sus necesidades, contamos con el mejor equipo de especialistas en cada departamento con el que garantizar la calidad e independencia de nuestros servicio.

Gestión de Patrimonios Mobiliarios S.V. S.A. - GPM - is an independent company founded in 1987, specialized in brokerage and asset management in the financial markets.

GPM is a member of the Madrid Stock Exchange, Barcelona Stock Exchange, MAB, and Latibex. It is legally authorized to operate in the stock markets by the Comisión Nacional del Mercado de Valores – CNMV (National Securities Market Commission) with registration number 105.

GPM has a team of qualified professionals who offer a wide range of investment solutions, whether you are an individual or a corporate client. With our extensive experience in global financial markets and personalized attention, we aim to understand the investment needs of each of our clients. GPM is headquartered in Madrid and has an office in Barcelona, where we are pleased to provide personalized service. Additionally, we have legally authorized representatives in major Spanish cities.

GPM offers a variety of financial services to meet all your needs and boasts the best team of specialists in each department to ensure the quality and independence of our services.

Tel.: +34 913 191 684

info@gpmbroker.com

Calle de Montesa 38 (Pasaje Martí;) Local 1;

28006 Madrid

