

Nota de compañía: Resultado 9M 2024

9M 2024: SÓLIDO CRECIMIENTO Y MEJORA DE LA RENTABILIDAD

Los resultados de COX Energy de 9M 24 registran un notable crecimiento de ingresos del +770% y una mejora significativa en el EBITDA (MXN1,181m vs pérdida en 9M 23), impulsados por la expansión de la capacidad de proyectos y una gestión eficaz. Aunque la empresa se enfrenta a un moderado deterioro del fondo de maniobra, los ratios de apalancamiento y rentabilidad en general apuntan a una sólida recuperación y una perspectiva de crecimiento positiva. El fuerte aumento de ingresos se debe principalmente a la expansión de la capacidad de proyectos y la puesta en operación de nuevos activos, destacando el proyecto KHI Solar One de 50 MW en Sudáfrica. Además, el incremento en la cartera de energía solar de COX Energy a más de 3.6 GW, junto con nuevos proyectos adjudicados en mercados estratégicos clave como España, Marruecos, Sudáfrica y Arabia Saudita, son factores clave que contribuyen a su trayectoria de crecimiento.

COX Energy Resultado 9M 2024

COXE (MXN millones)	9M 2024	9M 2023	Y/Y	Y/Y
Revenue (net)	3.796,7	436,1	3.361	7,7x
@ EURm	172,7	23,6	149	
EBITDA	1.180,7	(36,8)	1.217	nm
@ EURm	53,7	(2,0)	56	
Net Income (loss)	434,1	(57,7)	492	nm
@ EURm	19,7	(3,1)	23	

Elaboración GPM

Transición del Growth Market al mercado Continuo, con el objetivo de finalizar el proceso antes de que finalice 2024. Pendiente de la aprobación de la CNMV. Este movimiento estratégico representa un paso significativo hacia una mayor visibilidad en el mercado y mejora del acceso a inversores institucionales. La compañía tiene como objetivo captar aproximadamente €300 millones a través de una oferta pública inicial (IPO) dirigida a inversores cualificados, que incluiría una colocación en EEUU. El fundador y principal accionista, Enrique Riquelme, confirmó su participación mediante un acuerdo vinculante de inversión, junto con Alberto Zardoya, cofundador de Zardoya Otis. La OPV también cuenta con el respaldo de AMEA Power, con sede en Dubái, que posee un portafolio de energías renovables de más de 6,000 MW en 20 países, así como del grupo financiero marroquí Attijariwafa.

Conclusión: COX Energy es una inversión atractiva, con resultados en 9M 24 que superan las expectativas. La compañía reportó ingresos de €172,7m y un EBITDA de €53,7m, prácticamente superando nuestras estimaciones para todo el año 2024 de €204,9m y €52,3m, respectivamente. Esta mejora se justifica debido a la expansión estratégica de proyectos y la puesta en operación de nuevos activos como el proyecto KHI Solar One, demostrando una gestión eficaz. A ello se suma una cartera de proyectos en crecimiento de 3.6 GW, localizada en mercados clave como España, Marruecos y Sudáfrica, y con lo que COX Energy está bien posicionada para un crecimiento sostenido. A pesar de los desafíos de liquidez a corto plazo, los ratios de rentabilidad subrayan una mayor estabilidad financiera. Reiteramos la recomendación de compra.

Valuation Ratios

COX ENERGY €m	2023A	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Share price (MXN) (*)	€ 32,00	€ 30,00	€ 30,00	€ 30,00	€ 30,00	€ 30,00
Share price (€)	€ 1,780	€ 1,59	€ 1,590	€ 1,590	€ 1,590	€ 1,590
Shares outstanding (# m)	164,9	180,4	180,4	180,4	180,4	180,4
Mkt Cap (€ m)	293,5	286,9	286,9	286,9	286,9	286,9
Enterprise Value (€ m)	348,1	377,2	377,2	377,2	377,2	377,2
EV / Revenue	5,10x	1,84x	0,97x	0,61x	0,47x	0,43x
EV / EBITDA	18,68x	7,22x	3,87x	2,17x	1,99x	1,74x
EV / EBIT	34,7x	9,2x	4,4x	2,3x	2,2x	1,9x
P/E	nm	11,7x	5,5x	2,9x	2,6x	2,3x
P/BV	2,34x	1,91x	1,42x	0,95x	0,70x	0,53x

Estimates (EUR)

COX ENERGY €m (€m)	2023A	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Revenue (m)	68,3	204,9	389,3	622,9	797,3	877,0
EBITDA (m)	18,6	52,3	97,6	174,2	189,2	216,3
EBIT (m)	10,0	41,0	85,6	162,0	175,4	201,7
Net Income (m)	(4,5)	24,6	52,5	100,0	109,2	126,3
EPS adj. (€)	€ (0,03)	€ 0,14	€ 0,29	€ 0,55	€ 0,61	€ 0,70
BVPS	€ 0,76	€ 0,83	€ 1,12	€ 1,68	€ 2,28	€ 2,98
ROE (%)	nm	17,9%	29,8%	39,6%	30,6%	26,6%

Elaboración GPM

29 de Octubre 2024

Recomendación

COMPRA

(reiterada)

Valoración

€3,56/acc.



Ticker	COXE SM
Fecha	28.oct.24
Cotización	€ 1,59
Max 52 semanas	€ 2,06
MIN 52 semanas	€ 1,40
Accs. Circulación	180,44
Capitalización	€ 263,2
Retorno semanal (%)	1,9%
Variación de precio 1M (%)	0,6%
IBEX 35	(0,8)%
Variación de precio 3M (%)	-
IBEX 35	6,8%
Variación de precio 6M (%)	(10,2)%
IBEX 35	7,0%
Variación de precio YTD (%)	(12,2)%
IBEX 35	17,6%
Variación precio 1A (%)	11,2%
IBEX 35	33,2%
Volumen diario (media 30d)	15.175
Volumen diario (media 10d)	9.936
Free Float (estimated)	25,6%
Rating Analistas	€ 5,00
Precio Objetivo (mediana)	€ 3,35
máximo	€ 3,56
mínimo	€ 3,15

Fuente Bloomberg

Analista: Javier Bernat

jbernat@gmpatrimonios.com

Departamento de Análisis Fundamental

Teff: 34 913 191 684

GPM <https://gpmv.com>

Bróker <https://gpmbroker.com>

Accionariado

La propiedad de Cox está estructurada con un 77,85% en manos de Enrique Riquelme, un 17,50% en manos de la familia Zardoya y un 4,65% en manos de HNA, un fondo mutuo para arquitectos y profesionales. Banco Santander, BofA Securities y Citigroup actúan como coordinadores conjuntos globales de la oferta, mientras que JB Capital Markets y Alantra Capital Markets coordinan la emisión. BTG Pactual actúa como co-gerente principal. Lazard se desempeña como asesor financiero.

Ingresos 9M 2024

COX Energy reportó **ingresos** totales de MXN 3,796 m para el 9M 2024, un aumento sustancial de +770% en comparación con MXN 436 m en el mismo periodo del año anterior. El **EBITDA** de la compañía también experimentó una mejora notable, alcanzando MXN 1,181 millones, en comparación con un EBITDA negativo de -MXN 36 millones el año pasado. Además, COX Energy logró un **beneficio neto de MXN 434 millones**, un cambio significativo con respecto a la pérdida neta de -MXN 58 millones registrada en el año anterior.

Liquidez

El Fondo de Maniobra se sitúa en -MXN 1,516m, déficit que ha empeorado vs los -MXN 1,138m reportados en el 9M 23. Esta reducción del Fondo de Maniobra apunta presiones de liquidez en el corto plazo, debido a un aumento del 21,8% en los activos corrientes, mientras que los pasivos corrientes aumentaron un 25,3% interanual.






Endeudamiento

Los ratios de endeudamiento indican una estructura financiera controlada y una mejor capacidad de servicio de la deuda. El ratio de deuda s/ RRPP se sitúa en 3,8 veces, lo que refleja una estructura de capital apalancada. Por su parte, el indicador de Cobertura de Intereses es de aproximadamente 9,2x, lo que muestra que los ingresos de explotación cubren ampliamente el coste por intereses, lo que destaca debido a la mejora significativa del EBITDA que en 9M23 era negativo. Además, el ratio DFN/EBITDA es de 0,9x, vs periodos de EBITDA negativo.

Resultados Acumulados

Los resultados acumulados de los últimos doce meses (LTM) de COX Energy muestran una tendencia al alza constante en todos los indicadores financieros, lo que pone de manifiesto el fuerte impulso de crecimiento de la compañía. Haciendo hincapié en los resultados de septiembre de 2024, los ingresos han aumentado significativamente en comparación con los períodos anteriores, lo que refleja una sólida ejecución de proyectos y puesta en marcha de activos. La línea EBITDA sigue una trayectoria similar, lo que indica una mejora en la eficiencia de costes y la rentabilidad operativa. El beneficio neto ha mostrado un crecimiento sustancial, lo que confirma aún más el impacto positivo del crecimiento de los ingresos y una gestión más estricta.

Resultados de los últimos 12 meses de COX Energy (LTM)

COX (€m)	2022	LTM	LTM	LTM	LTM	LTM	LTM	LTM	y/y	Trend
	dic-22	mar-23	jun-23	sep-23	dic-23	mar-24	jun-24	sep-24		
Revenue	20,3	23,4	24,8	29,4	63,2	99,4	164,2	213,2	6,3x	
a/a					2,1x	3,2x	5,6x	6,3x		
Gross Income	4,2	2,1	4,6	4,0	23,7	44,2	81,1	116,8	28,2x	
margin	20,7%	9,0%	18,5%	13,6%	37,5%	44,5%	49,4%	54,8%		
EBITDA	(7,6)	(8,1)	(4,6)	(5,4)	7,8	12,3	32,7	63,2	nm	
margin	(37,4)%	(34,6)%	(18,5)%	(18,4)%	12,3%	12,4%	19,9%	29,6%		
EBIT	(4,6)	(5,2)	(1,5)	(1,3)	(1,0)	(3,3)	6,1	28,7	nm	
margin	(22,7)%	(22,2)%	(6,0)%	(4,4)%	(1,6)%	(3,3)%	3,7%	13,4%		
Bº Neto	(4,3)	(4,8)	(1,9)	(1,5)	(14,3)	(16,4)	(11,0)	9,1	nm	
margin	(21,2)%	(20,5)%	(7,7)%	(5,1)%	(22,6)%	(16,5)%	(6,7)%	4,3%		

Elaboración GPM

Resultado COX Energy 9M 2024 (MXN)

COXE (MXN million)	9M 2024	9M 2023	Y/Y	Y/Y
Net Revenue	3.796,7	436,1	3.361	7,7x
Cost of sales	(1.668,4)	(366,0)	(1.302)	3,6x
Gross Income	2.128,3	70,1	2.058	29,3x
Personnel, General & Adm. expense	(1.101,6)	(110,6)	(991)	9,0x
Other r	154,0	3,7	150	40,7x
Depre. Amort. & Intangible adjustments	(590,3)	(4,2)	(586)	138,8x
EBIT	590,4	(41,0)	631	nm
EBITDA	1.180,7	(36,8)	1.217	nm
Aggregated financial income/loss	(33,6)	(12,4)	(21)	1,7x
Equity accounted	(16,4)	(0,1)	(16)	189,4x
PBT	540,5	(53,5)	594	nm
Taxes	(106,4)	(4,2)	(102)	nm
Net income (loss)	434,1	(57,7)	492	nm

Elaboración GPM

Resultado COX Energy 9M 2024 (EUR)

COXE (EUR millon @ MXN 18,5)	9M 2024	9M 2023	Y/Y	Y/Y
Net Revenue	172,7	23,6	149,1	6,3x
Cost of sales	(75,9)	(19,8)	(56,1)	2,8x
Gross Income	96,8	3,8	93,0	24,5x
Personnel, General & Adm. expense	(50,1)	(6,0)	(44,1)	7,4x
Other r	7,0	0,2	6,8	34,0x
Depre. Amort. & Intangible adjustments	(26,8)	(0,2)	(26,6)	116,8x
EBIT	26,9	(2,2)	29,1	nm
EBITDA	53,7	(2,0)	55,7	nm
Ingresos financieros	2,0	0,5	1,5	3,0x
Gastos financieros	(5,8)	(0,9)	(4,9)	5,2x
Utilidad (pérdida) por tipo de cambio	2,3	(0,2)	2,6	nm
Aggregated financial income/loss	(1,5)	(0,7)	(0,9)	1,3x
Equity accounted	(0,7)	(0,0)	(0,7)	148,0x
PBT	24,6	(2,9)	27,5	nm
Taxes	(4,8)	(0,2)	(4,6)	nm
Net income (loss)	19,7	(3,1)	22,9	nm

Elaboración GPM

Balance SEP 2024 (EUR)

Cox Energy (€ x000m)	SEP 30, 2024	DEC 31, 2023
Current Assets		
Cash, cash equivalents	17,95	27,391
Restricted cash from project finance operations	18,115	19,52
Trade accounts receivable	17,91	14,262
Loans and other receivables from related parties	35,44	23,822
Other receivables and inventory	53,679	52,904
Total current assets	143,094	137,899
Non-current assets		
Panels, furniture and equipment – Net	97,567	58,374
Rights of use on leased assets	31,113	35,084
Intangible assets	86,738	70,659
Assets in projects	88,461	96,321
Investments in associates	967	10,082
Financial assets at fair value with changes in results	10,812	10,932
Loans to related parties	5,647	5,366
Deferred tax assets and other assets	16,288	15,313
Total non-current assets	337,593	302,131
TOTAL ASSETS	480,687	440,03

Cox Energy (€ x000m)	SEP 30, 2024	DEC 31, 2023
Current Liabilities		
Various creditors	80,244	80,285
Short-term debt with credit institutions	901	296
ST debt with credit institutions from project finance operations	15,112	14,664
Financial debt associated with rights of use of leased assets	9,535	6,284
Accounts payable to related parties	102,665	92,181
Income tax payable	3,622	4,997
Total current liabilities	212,079	198,707
Non-current Liabilities		
Deferred income tax	3,186	3,888
Long-term debt with credit institutions	996	1,003
LT debt with credit institutions from project finance operations	39,3	18,845
Granted financial guarantees	543	601
Loans from related parties	9,394	2,098
Provisions, grants, and other liabilities	46,475	51,208
Financial debt associated with rights of use of leased assets	18,777	27,393
Total non-current liabilities	118,673	105,036
Total Liabilities	330,752	303,743
Total Equity		
Contributed capital	55,688	49,365
Net premium in share placement	26,486	31,099
Contributions for future increases in capital	133	156
Fair value effect of capital contribution	31,628	37,136
Accumulated losses	-35,28	-53,74
Other comprehensive income	-8,319	-6,581
Non-controlling interest	79,599	78,852
Total equity	149,935	136,287
TOTAL LIABILITIES & EQUITY	480,687	440,03

Elaboración GPM

Análisis DAFO

Fortalezas

- Posición de Mercado Sólida: COX ENERGY tiene una presencia sólida en el sector de energía renovable, con operaciones diversificadas en múltiples regiones.
- Recuperación de Resultados: Un crecimiento significativo en ingresos y EBITDA, junto con una fuerte posición de caja, refleja una gestión financiera efectiva.
- Enfoque en Energía Sostenible: El compromiso con la energía renovable se alinea con las tendencias globales hacia la sostenibilidad y la mitigación del cambio climático.
- Adquisiciones Estratégicas: Adquisiciones como KHI Solar One en Sudáfrica mejoran su base de activos y alcance de mercado.
- Eficiencia Operativa: La gestión eficiente de costos y la ejecución exitosa de proyectos han llevado a una mayor rentabilidad y desempeño operativo.

Debilidades

- Dependencia de Subsidios: La dependencia de subsidios gubernamentales e incentivos para proyectos de energía renovable puede crear vulnerabilidad financiera.
- Concentración Geográfica: Aunque diversificada, aún existe una dependencia significativa de ingresos en regiones específicas, lo que puede ser riesgoso si esos mercados enfrentan caídas.
- Riesgos de Integración: Los desafíos en la integración de nuevas adquisiciones y activos pueden llevar a ineficiencias operativas y costos incrementados.

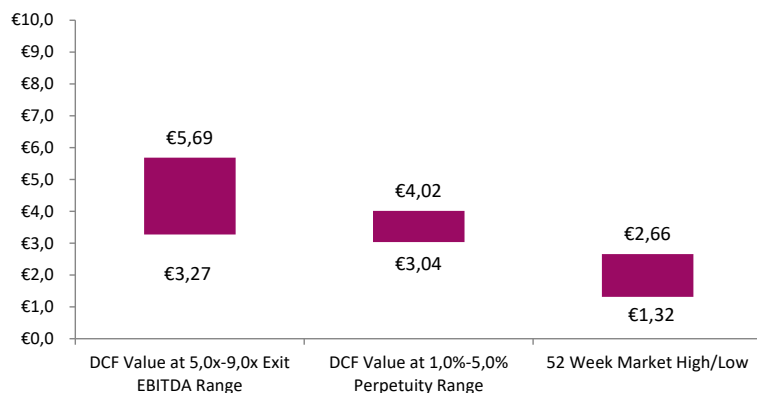
Oportunidades

- Creciente Demanda de Energía Renovable: El aumento de la demanda global de energía limpia ofrece oportunidades de crecimiento para COX ENERGY.
- Avances Tecnológicos: Invertir en nuevas tecnologías puede mejorar la eficiencia y reducir costos, proporcionando una ventaja competitiva.
- Expansión en Nuevos Mercados: Ingresar a mercados emergentes con potencial de energía renovable no explotado puede impulsar un mayor crecimiento.
- Alianzas Estratégicas: Formar alianzas con otras empresas del sector energético puede mejorar la presencia en el mercado y las capacidades operativas.
- Iniciativas Gubernamentales: Políticas gubernamentales e iniciativas de apoyo para la energía renovable pueden ofrecer oportunidades adicionales de crecimiento.

Amenazas

- Cambios Regulatorios: Los cambios en políticas y regulaciones sobre energía renovable pueden impactar las operaciones y el desempeño financiero.
- Volatilidad del Mercado: Las fluctuaciones en los precios y la demanda de energía pueden afectar los ingresos y la rentabilidad.
- Competencia Intensa: El aumento de la competencia de otras empresas de energía renovable puede presionar los márgenes y la cuota de mercado.
- Disrupción Tecnológica: Los cambios tecnológicos rápidos pueden hacer que los activos existentes se vuelvan obsoletos, requiriendo inversiones significativas en actualizaciones.
- Riesgos Ambientales: Las condiciones meteorológicas extremas y el cambio climático pueden afectar la eficiencia y estabilidad operativa de los proyectos de energía renovable.

DCF Resumen de Valoración



Elaboración GPM

DCF Análisis de Sensibilidad

Valor / acción (€)					
Long term growth rate (g):					
€ 3,645	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
20,0%	2,60	2,76	2,94	3,13	3,36
19,0%	2,84	3,02	3,22	3,45	3,71
18,2%	3,04	3,24	3,46	3,72	4,02
17,0%	3,40	3,64	3,91	4,23	4,60
16,0%	3,74	4,02	4,34	4,72	5,17

Valor de Mercado (€m)					
Long term growth rate (g):					
€ 625	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
20,0%	447	473	504	537	576
19,0%	486	517	552	591	636
18,2%	521	555	594	638	689
17,0%	583	624	671	725	789
16,0%	641	689	745	810	887

Valor / acción (€)					
Exit EBITDA Multiple					
€ 4,574	5,0x	6,0x	7,0x	8,0x	9,0x
20,0%	3,05	3,62	4,18	4,75	5,31
19,0%	3,18	3,76	4,35	4,93	5,52
18,2%	3,27	3,88	4,481	5,08	5,69
17,0%	3,44	4,07	4,70	5,33	5,97
16,0%	3,58	4,24	4,89	5,55	6,20

Valor de Mercado (€m)					
Exit EBITDA Multiple					
€ 785	5,0x	6,0x	7,0x	8,0x	9,0x
20,0%	524	620	717	814	911
19,0%	545	645	746	846	947
18,2%	562	665	769	872	976
17,0%	590	698	807	915	1.023
16,0%	614	727	839	952	1.064

Elaboración GPM

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

COX ENERGY €m	2022A	2023A	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	Tacc
Fiscal year	31.dic.22	31.dic.23	31.dic.24	31.dic.25	31.dic.26	31.dic.27	31.dic.28	'24/28
Revenue	22,8	68,3	204,9	389,3	622,9	797,3	877,0	43,8%
Cost of sales	(20,5)	(40,1)	(122,9)	(233,6)	(373,7)	(518,2)	(570,1)	
Gross Profit	2,3	28,2	82,0	155,7	249,2	279,1	307,0	39,1%
Personnel expense	(8,1)	(15,7)	(20,5)	(35,0)	(43,6)	(47,8)	(52,6)	
Selling, general & Adm. expense	(3,2)	(2,4)	(20,5)	(35,0)	(43,6)	(55,8)	(52,6)	
Operating profit (EBIT)	(9,0)	10,0	41,0	85,6	162,0	175,4	201,7	49,0%
Interest income	0,3	2,0	1,5	1,7	2,8	4,5	6,1	
Interest expense	(0,6)	(13,9)	(2,5)	(2,1)	(2,4)	(2,6)	(2,7)	
Other expense	(1,3)	0,8	-	-	-	-	-	
Pretax profit	(10,56)	(1,04)	39,93	85,28	162,42	177,27	205,11	50,5%
Taxes	0,7	(3,4)	(11,98)	(25,58)	(48,72)	(53,18)	(61,53)	
Income from Continuous operations	(9,86)	(4,48)	27,95	59,69	113,69	124,09	143,57	50,5%
Minority Int. in Earnings	-	-	(3,35)	(7,16)	(13,64)	(14,89)	(17,23)	
Net Income / (net loss) REPORTED	(9,9)	(4,5)	24,60	52,53	100,05	109,20	126,34	50,5%
Abnormal gains / loss	-	-	-	-	-	-	-	
Net income (adj.)	(9,9)	(4,5)	24,60	52,53	100,05	109,20	126,34	50,5%
YoY growth	(96,0%)	(54,5%)	(648,7%)	114%	90,5%	9,1%	15,7%	
Avg. basic shares	180,40	175,97	171,58	171,62	171,62	171,62	171,62	
Impact of dilutive securities	0,0	(11,1)	-	-	-	-	-	
Avg. dilutive shares	180,440	164,886	171,575	171,618	171,618	171,618	171,618	0,0%
Basic EPS	€ (0,055)	€ (0,025)	€ 0,143	€ 0,306	€ 0,583	€ 0,636	€ 0,736	
Diluted EPS	€ (0,055)	€ (0,027)	€ 0,143	€ 0,306	€ 0,583	€ 0,636	€ 0,736	50,5%
Growth rates & margins								
Revenue growth	2.180,7%	199,5%	200,0%	90,0%	60,0%	28,0%	10,0%	
Gross profit as % of sales	10,1%	41,2%	40,0%	40,0%	40,0%	35,0%	35,0%	
Personnel expenses margin	35,7%	23,0%	10,0%	9,0%	7,0%	6,0%	6,0%	
SG&A margin	14,0%	3,5%	10,0%	9,0%	7,0%	7,0%	6,0%	
Tax rate	6,6%	nm	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	
EBITDA reconciliation								
Depreciation & amortization	0,30	8,60	11,28	11,92	12,27	13,84	14,56	
Stock based compensation	-	-	-	-	-	-	-	
EBITDA	(8,72)	18,64	52,3	97,6	174,2	189,2	216,3	42,6%
EBTDA Margin	(38,2)%	27,3%	25,5%	25,1%	28,0%	23,7%	24,7%	

Elaboración GPM

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

COX ENERGY €m Vertical analysys	2022A	2023A	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Revenue	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Cost of sales	(89,9%)	(58,8%)	(60,0%)	(60,0%)	(60,0%)	(65,0%)	(65,0%)
Gross Profit	10,1%	41,2%	40,0%	40,0%	40,0%	35,0%	35,0%
Personnel expense	(35,7%)	(23,0%)	(10,0%)	(9,0%)	(7,0%)	(6,0%)	(6,0%)
Selling, general & Adm. Expense	(14,0%)	(3,5%)	(10,0%)	(9,0%)	(7,0%)	(7,0%)	(6,0%)
Operating profit (EBIT)	nm	14,7%	20,0%	22,0%	26,0%	22,0%	23,0%
Interest income	1,4%	3,0%	0,7%	0,4%	0,5%	0,6%	0,7%
Interest expense	(2,4%)	(20,4%)	(1,2%)	(0,5%)	(0,4%)	(0,3%)	(0,3%)
Other expense	(5,7%)	1,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Pretax profit	nm	(1,5%)	19,5%	21,9%	26,1%	22,2%	23,4%
Taxes	3,1%	(5,0%)	(5,8%)	(6,6%)	(7,8%)	(6,7%)	(7,0%)
Minority Int. in Earnings	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Net income	nm	(6,6%)	12,0%	13,5%	16,1%	13,7%	14,4%
Depreciation & Amort.	1,3%	12,6%	5,5%	3,1%	2,0%	1,7%	1,7%
Stock based compensation	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA	(38,2%)	27,3%	25,5%	25,1%	28,0%	23,7%	24,7%

Elaboración GPM

Estimación del Balance

COX ENERGY €m (MXNm)	2022A	2023A	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
<i>Fiscal year</i>	<i>31. dic. 22</i>	<i>31. dic. 23</i>	<i>31. dic. 24</i>	<i>31. dic. 25</i>	<i>31. dic. 26</i>	<i>31. dic. 27</i>	<i>31. dic. 28</i>
Cash & equivalents ST	7,3	46,9	51,4	65,1	123,1	174,4	232,6
Accounts receivable	2,0	14,3	61,5	116,8	176,8	241,8	311,8
Inventory	7,7	52,9	61,5	71,5	81,5	91,5	101,5
Deferred tax assets	-	-	-	-	-	-	-
Other current assets	6,1	23,8	23,8	23,8	23,8	23,8	23,8
Property, plant & equipment	1,0	176,0	222,6	275,8	332,4	405,0	484,8
Acquired intangible assets	50,2	70,7	74,0	77,4	80,7	84,0	87,4
Other assets	14,8	42,2	42,2	42,2	42,2	42,2	42,2
Total assets	89,1	426,8	537,0	672,5	860,5	1.062,7	1.284,1
Accounts payable	10,2	82,0	122,9	152,9	187,9	227,9	272,9
Accrued expenses & def rev.	13,7	109,5	163,9	213,9	263,9	313,9	363,9
Commercial paper / revolver	0,2	12,8	-	-	-	-	-
Long term debt	0,4	22,0	25,0	28,0	31,0	34,0	34,0
Other non-current liabilities	2,0	75,2	75,2	75,2	75,2	75,1	75,2
Total liabilities	26,5	301,5	387,1	470,1	558,1	651,0	746,1
Common stock	47,5	79,4	79,4	79,4	79,4	79,4	79,4
Additional paid in capital	21,1	31,0	31,0	31,0	31,0	31,0	31,0
Treasury stock	-	-	-	-	-	-	-
Retained earnings	(44,5)	(53,0)	(28,4)	24,1	124,2	233,4	359,7
Minority Interest	-	-	-	-	-	-	-
Other income / (loss)	38,5	67,9	67,9	67,9	67,9	68,0	67,9
Total equity	62,6	125,3	149,9	202,4	302,5	411,8	538,0
<i>Balance check</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Ratios	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Net debt	(6,70)	(12,10)	(26)	(37)	(92)	(140)	(199)
Total debt	0,60	34,80	25	28	31	34	34
<i>ST Borrowing</i>	0,20	12,80	0	0	0	0	0
<i>LT Borrowing</i>	0,40	22,00	25	28	31	34	34
Asset turnover	0,03x	0,26x	0,43x	0,64x	0,81x	0,83x	0,75x
Net profit margin	(43,2%)	(6,6%)	12,0%	13,5%	16,1%	13,7%	14,4%
Return on Assets	(1,19%)	(1,74%)	5,10%	8,69%	13,05%	11,36%	10,77%
Return on Equity	(1,3%)	(4,8%)	17,9%	29,8%	39,6%	30,6%	26,6%

Elaboración GPM

Estimación del Balance

COX ENERGY €m	2022A	2023A	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Cash & equivalents ST & LT securities	8,2%	11,0%	9,6%	9,7%	14,3%	16,4%	18,1%
Accounts receivable	2,2%	3,4%	11,4%	17,4%	20,5%	22,8%	24,3%
Inventory	8,6%	12,4%	11,4%	10,6%	9,5%	8,6%	7,9%
Deferred tax assets	-	-	-	-	-	-	-
Other current assets	6,8%	5,6%	4,4%	3,5%	2,8%	2,2%	1,9%
Property, plant & equipment	1,1%	41,2%	41,5%	41,0%	38,6%	38,1%	37,8%
Acquired intangible assets (inc. GW)	56,3%	16,6%	13,8%	11,5%	9,4%	7,9%	6,8%
Other assets	16,6%	9,9%	7,9%	6,3%	4,9%	4,0%	3,3%
Total assets	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Accounts payable	11,4%	19,2%	22,9%	22,7%	21,8%	21,4%	21,3%
Accrued expenses & def rev.	15,4%	25,7%	30,5%	31,8%	30,7%	29,5%	28,3%
Commercial paper / revolver	0,2%	3,0%	-	-	-	-	-
Long term debt	0,4%	5,2%	4,7%	4,2%	3,6%	3,2%	2,6%
Other non-current liabilities	2,2%	17,6%	14,0%	11,2%	8,7%	7,1%	5,9%
Total liabilities	29,7%	70,6%	72,1%	69,9%	64,8%	61,3%	58,1%
Minority Interest	-	-	-	-	-	-	-
Common stock	53,3%	18,6%	14,8%	11,8%	9,2%	7,5%	6,2%
Additional paid in capital	23,7%	7,3%	5,8%	4,6%	3,6%	2,9%	2,4%
Treasury stock	-	-	-	-	-	-	-
Retained earnings / accumulated deficit	(49,9)%	(12,4)%	(5,3)%	3,6%	14,4%	22,0%	28,0%
Other comprehensive income / (loss)	43,2%	15,9%	12,6%	10,1%	7,9%	6,4%	5,3%
Total equity	70,3%	29,4%	27,9%	30,1%	35,2%	38,7%	41,9%
Total Liabilities & Equity	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Elaboración GPM

Proyecciones del Cash Flow

COX ENERGY €m	2022A	2023A	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Fiscal year	31.dic.22	31.dic.23	31.dic.24	31.dic.25	31.dic.26	31.dic.27	31.dic.28
Net income	(9,86)	(4,48)	24,60	52,53	100,05	109,20	126,34
Depreciation and amortization	0,30	8,60	11,28	11,92	12,27	13,84	14,56
Stock based compensation	-	-	-	-	-	-	-
Accounts receivable	(0,60)	(12,30)	(47,17)	(55,32)	(60,00)	(65,00)	(70,00)
Inventory	(7,70)	(45,20)	(8,57)	(10,00)	(10,00)	(10,00)	(10,00)
Accounts payable	(51,40)	71,80	40,94	30,00	35,00	40,00	45,00
Accrued expenses & def revenues	(27,50)	95,80	54,42	50,00	50,00	50,00	50,00
Cash from operating activities	1.038,2	142,3	75,5	79,1	127,3	138,0	155,9
Capital expenditures	(1,6)	(5,0)	(51,2)	(58,4)	(62,3)	(79,7)	(87,7)
Purchases of intangible assets	(14,0)	(50,6)	(10,0)	(10,0)	(10,0)	(10,0)	(10,0)
Cash from investing activities	(15,6)	(55,6)	(61,2)	(68,4)	(72,3)	(89,7)	(97,7)
Long term debt	(5,5)	21,6	3,0	3,0	3,0	3,0	-
Common dividends	-	-	-	-	-	-	-
New share issuances	(842,5)	31,9	-	-	-	-	-
Share repurchases	-	-	-	-	-	-	-
Other comprehensive income / (loss)	26,0	29,4	-	-	-	-	-
Revolver	0,2	12,6	(12,8)	-	-	-	-
Cash from financing activities	(821,8)	95,5	(9,8)	3,0	3,0	3,0	-
Net change in cash during period	200,8	182,2	4,5	13,7	58,0	51,3	58,2

Elaboración GPM

COX ENERGY €m	2021A	2022A	2023A	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Fiscal year end date	#####	#####	31.dic.23	31.dic.24	31.dic.25	31.dic.26	31.dic.27	31.dic.28
EBITDA			18,6	52,3	97,6	174,2	189,2	216,3
EBIT			10,0	41,0	85,6	162,0	175,4	201,7
tax rate			30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBIAT (NOPAT)			7,0	28,7	60,0	113,4	122,8	141,2
Depreciation and amortization			8,6	11,3	11,9	12,3	13,8	14,6
Stock based compensation			0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Accounts receivable			(12,3)	(47,2)	(55,3)	(60,0)	(65,0)	(70,0)
Inventory			(45,2)	(8,6)	(10,0)	(10,0)	(10,0)	(10,0)
Accounts payable			71,8	40,9	30,0	35,0	40,0	45,0
Accrued expenses & def revenues			95,8	54,4	50,0	50,0	50,0	50,0
Other current assets (inc, non-trade receivables)			(17,7)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deferred tax assets (DTAs)			0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Other assets			(27,4)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Other non current liabilities			73,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Unlevered CFO			153,8	79,6	86,6	140,6	151,6	170,8
Less: Capital expenditures			(5,0)	(51,2)	(58,4)	(62,3)	(79,7)	(87,7)
Less: Purchases of intangible assets			(50,6)	(10,0)	(10,0)	(10,0)	(10,0)	(10,0)
Unlevered FCF			7,6	18,4	18,2	68,4	61,9	73,1
% growth					(1,1%)	276,4%	(9,4%)	18,0%
Discount factor				0,4	1,4	2,4	3,4	4,4
Assume cash flows are generated at:				middle of period				
Midperiod adjustment factor				108,5%	0,40	1,00	1,00	1,00
Present value of Unlevered FCF				17,8	15,7	50,1	38,6	38,7

Elaboración GPM

Ratios Financieros

Profitability	2022A	2023A	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Return on Assets (avg.)	(1,19%)	(1,7%)	5,1%	8,7%	13,1%	11,4%	10,8%
Return on Capital (avg.)	(5,0%)	3,9%	11,5%	23,6%	44,6%	48,3%	55,5%
Return on Equity (avg.)	(1,3%)	(4,8%)	17,9%	29,8%	39,6%	30,6%	26,6%
Margin Analysis	2022A	2023A	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Gross Margin	10,13%	41,2%	40,0%	40,0%	40,0%	35,0%	35,0%
Personnel / SG&A Margin	49,66%	26,5%	20,0%	18,0%	14,0%	13,0%	12,0%
EBITDA Margin	(38,2%)	27,3%	25,5%	25,1%	28,0%	23,7%	24,7%
EBIT Margin	(39,5%)	14,7%	20,0%	22,0%	26,0%	22,0%	23,0%
Earnings from Cont. Ops	(43,2%)	(6,6%)	12,0%	13,5%	16,1%	13,7%	14,4%
Net Income Margin	(43,2%)	(6,6%)	12,0%	13,5%	16,1%	13,7%	14,4%
Normalized Net Income	(43,2%)	(6,6%)	12,0%	13,5%	16,1%	13,7%	14,4%
Free Cash Flow Margin	438,02%	11,1%	9,0%	4,7%	11,0%	7,8%	8,3%
Asset Turnover	2022A	2023A	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Total Asset Turnover	0,03x	0,26x	0,43x	0,64x	0,81x	0,83x	0,75x
Fixed Asset Turnover	2,89x	0,77x	1,03x	1,56x	2,05x	2,16x	1,97x
Accounts Receivable Turnover	13,42x	8,38x	5,41x	4,37x	4,24x	3,81x	3,17x
Inventory Turnover	5,32x	1,32x	2,15x	3,51x	4,89x	5,99x	5,91x
Payables turnover	0,79x	1,85x	1,28x	1,77x	2,25x	2,54x	2,32x
Short Term Liquidity	2022A	2023A	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Current Ratio	0,71x	0,6x	0,6x	0,7x	0,8x	0,9x	1,0x
Quick Ratio	0,39x	0,3x	0,4x	0,5x	0,7x	0,8x	0,9x
Cash ratio	0,11x	0,4x	0,2x	0,2x	0,3x	0,4x	0,4x
Solvency	2022A	2023A	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Total Debt / EBITDA	(0,1)x	1,9x	0,5x	0,3x	0,2x	0,2x	0,2x
Net Debt / EBITDA	0,8x	(0,6)x	(0,5)x	(0,4)x	(0,5)x	(0,7)x	(0,9)x
Total Debt / EBIT	(0,1)x	3,5x	0,6x	0,3x	0,2x	0,2x	0,2x
Net Debt / EBIT	0,7x	(1,2)x	(0,6)x	(0,4)x	(0,6)x	(0,8)x	(1,0)x
EBITDA / Int.expense (IS)	(0,0)x	0,0x	20,7x	46,0x	73,8x	72,8x	79,5x
(EBITDA-CAPEX) / Int.expense (IS)	1,5x	1,7x	0,4x	18,5x	47,4x	42,1x	47,3x
EBIT / Int.expense (IS)	(0,0)x	0,0x	16,3x	40,4x	68,6x	67,5x	74,2x
EBIT / Interest Expense (CF)	(0,0)x	0,0x	0,4x	0,8x	1,3x	1,5x	1,7x
(EBITDA-CAPEX) / Interest Exp. (CF)	1,1x	1,3x	0,0x	0,3x	0,9x	0,8x	1,0x
EBIT / Interest Expense (CF)	(0,0)x	0,0x	0,3x	0,7x	1,3x	1,4x	1,6x
Common Equity / Tot Assets	70,3%	29,4%	27,9%	30,1%	35,2%	38,7%	41,9%
LT Debt / Equity	0,0x	0,2x	0,2x	0,1x	0,1x	0,1x	0,1x
LT Debt / Capital	0,0x	0,1x	0,1x	0,1x	0,1x	0,1x	0,1x
LT Debt / Assets	0,4%	5,2%	4,7%	4,2%	3,6%	3,2%	2,6%
Total Debt / Equity	0,0x	0,3x	0,2x	0,1x	0,1x	0,1x	0,1x
Total Debt / Capital	1,2%	19,3%	12,0%	10,6%	8,5%	7,1%	5,6%
Total Debt / Assets	0,7%	8,2%	4,7%	4,2%	3,6%	3,2%	2,6%
Net Debt / Equity	(10,7)%	(9,7)%	(17,6)%	(18,3)%	(30,5)%	(34,1)%	(36,9)%

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.

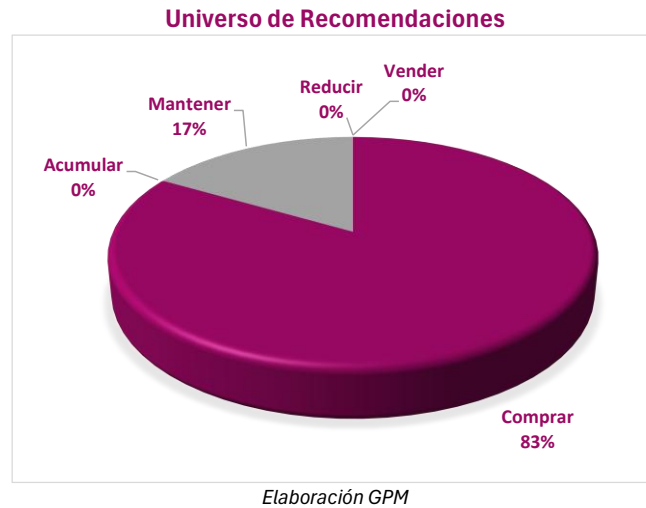
Entre estas medidas, se encuentra la prohibición para los analistas y cualquier otra persona involucrada en la elaboración del informe de operar en el valor analizado o en instrumentos relacionados, si tienen conocimiento de información no pública o no revelada a los clientes sobre las fechas de difusión 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 distribución: octubre 29, 2024 @ 2:30 pm

Fecha de producción: octubre 29, 2024 @ 12:15

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

Resumen del Universo de Recomendaciones de GPM:



A la 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 consejero o codirector en operaciones corporativas en los últimos 12 meses.
- Tiene un contrato de liquidez: **PRIM; EIDF; ATRYS; 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

