

RENTA VARIABLE - ESPAÑA

Sector: Alimentación - Procesado de Alimentos

Fecha del informe: 4 jun 2020

Hora distribución: 12:00

Revisión de estimaciones

Precio de Cierre: EUR 2,98 (3 jun 2020)

Borges Agricultural & Industrial Nuts, S.A. (BAIN) es un Grupo internacional de pequeño tamaño con sede en España (Tarragona), especializado en la producción agrícola, procesamiento y comercialización B2B de frutos secos. Con presencia internacional (58% s/Ingresos 2018), siendo referente europeo en el segmento de almendras (cuota del c.7%). Su accionista de referencia es Borges International Group (89,1% del capital).

Ana Isabel González García, CIIA – ana.gonzalez@lighthouse-ieaf.com

+34 915 904 226

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	69,0	77,5
EV (Mn EUR y USD) ⁽¹⁾	105,2	118,2
Número de Acciones (Mn)	23,1	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	3,50 / 3,03 / 2,50	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación ⁽²⁾	1,0	
Thomson Reuters / Bloomberg	BAINS.MC / BAIN SM	
Cierre año fiscal	31-May	

Estructura Accionarial (%)

Borges International Group	89,1
Miembros del Consejo	0,3
Free Float	10,6

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2018	2019e	2020e	2021e
Nº Acc. ajustado (Mn)	23,1	23,1	23,1	23,1
Total Ingresos	177,8	182,3	193,3	204,8
EBITDA Rec. ⁽³⁾	2,1	6,4	8,8	10,2
% Var.	-63,0	202,1	37,6	16,9
% EBITDA Rec./Ing.	1,2	3,5	4,5	5,0
% Var EBITDA sector ⁽⁴⁾	-0,1	7,7	3,7	14,2
Beneficio neto	2,4	2,3	3,3	4,3
BPA (EUR)	0,10	0,10	0,14	0,19
% Var.	-27,7	-2,8	44,0	28,5
BPA ord. (EUR)	0,04	0,12	0,15	0,19
% Var.	-73,7	201,9	23,6	26,7
Free Cash Flow Rec. ⁽⁵⁾	-4,5	-0,9	-1,3	0,6
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	38,4	38,6	38,7	36,9
DN / EBITDA Rec.(x)	18,3	6,1	4,4	3,6
ROE (%)	4,1	3,9	5,3	6,4
ROCE (%) ⁽⁵⁾	0,8	2,8	3,7	4,5

Ratios y Múltiplos (x)⁽⁶⁾

PER	28,9	29,7	20,6	16,1
PER Ordinario	72,6	24,0	19,5	15,3
P/BV	1,2	1,1	1,1	1,0
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	0,59	0,58	0,54	0,51
EV/EBITDA Rec.	50,0	16,5	12,0	10,3
EV/EBIT	n.a.	29,0	21,0	16,6
FCF Yield (%) ⁽⁵⁾	n.a.	n.a.	n.a.	0,9

(1) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

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

(3) Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 0,4Mn mayor por la aplicación de NIIF 16..

(4) Sector: TR Europe Food Processing.

(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.

Aunque bajamos números (m/p), se afianzan los fundamentales

COVID-19: BAJAMOS ESTIMACIONES 2020e-2021e. Menor crecimiento en ingresos (promedio del -2,8% vs. estimaciones previas), más acusado en 2019e (-3,5%) que se situarán en EUR 182,3Mn (+2,5% a/a: -3,3% volumen; +5,8% precios), habiendo estado afectado (4T19: marzo, abril y mayo 2020) por el cierre de los canales de venta tradicionales por el Covid-19. Siendo previsible una recuperación del crecimiento +2y (TACC +6% +2y). Aunque mantenemos el EBITDA Rec. 2019e (EUR 6,4Mn, c. +3x a/a), por la mejora del margen de contribución (ya visto en 9M19).

LA REVISIÓN IMPACTA EN EL EBITDA Y BN (m/p), que se reducen en un promedio anual de c. -15% y -25% respectivamente vs. est. anteriores), por el peor mix (-5% en la contribución a ingresos +3y de almendras y nueces) y la menor contribución de la producción propia de frutos secos (c. -5% +3y vs. la prevista).

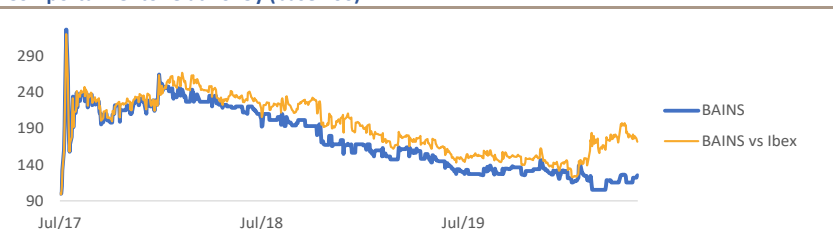
AUN ASÍ, EL 2019 SERVIRÁ DE PREÁMBULO A LA PROGRESIVA MEJORA DE LA RENTABILIDAD (m/p): 3,5% EBITDA Rec./Ingresos 2019e (+2,3p.p. vs. -1y), que se elevará al 5,0% +2y, superando el umbral de EUR 10Mn en EBITDA Rec. (EUR 10,2Mn 2021e (c. 1,5x vs 2019 y 5x vs. 2018).

DEVOLVIENDO EL ENDEUDAMIENTO A NIVELES RAZONABLES (M/P): DN/EBITDA Rec. 6,1x en 2019 (-2/3 vs. -1y), reduciéndose a c. 3,5x. +2y en nuestro escenario central. Una "foto mejorable" de reducirse el CAPEX vs. el previsto en el (m/p) y a la potencial venta de activos no estratégicos (no incorporada en nuestros números).

Y LLEVANDO EL FCF A BREAK EVEN (2019e): gracias a los cobros vinculados a la venta de activos realizada un año antes (EUR 1,5Mn/año 2019-2021e), y retrasándose hasta el final del periodo en el FCF Rec. (en nuestro escenario central).

EN UNA INDUSTRIA A PRUEBA DE COVID-19, EL QUID ESTÁ EN LA VELOCIDAD DE LA MEJORA EN MÁRGENES: La recuperación post Covid-19 (2020-2021) seguirá impulsando el negocio de BAIN (significativa recuperación del P/L 2020e, c. +45% a/a en BN), contemplando TACCs del +6,0% y +26,9% respectivamente en ingresos y EBITDA +2y, sin descartar el adelanto del break even en FCF Rec.

Comportamiento relativo -5y (base 100)



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	8,8	0,7	-16,8	-0,7	n.a.	n.a.
vs Ibex 35	-1,3	16,3	-1,5	24,4	n.a.	n.a.
vs Ibex Small Cap Index	1,7	8,5	-11,4	10,2	n.a.	n.a.
vs Eurostoxx 50	-2,6	3,8	-16,0	13,8	n.a.	n.a.
vs Índice del sector ⁽⁴⁾	8,1	2,1	-17,7	3,8	n.a.	n.a.

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

Informe emitido por IEF Servicios de Análisis, S.L.U. Lighthouse es un proyecto de IEF 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.

Revisión de estimaciones: a la baja

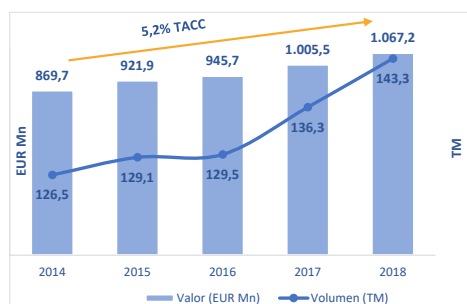
Bien posicionada en una industria favorecida en la actual “crisis sanitaria”

Hemos cambiado el sistema de denominación de los ejercicios vs. las publicaciones anteriores, i.e., el ejercicio que termina el 31 de Mayo 2020 pasa a llamarse ejercicio 2019 (vs. 2020 antes).

Los avances ofrecidos por las principales instituciones sobre el impacto económico provocado por la “crisis del Covid-19”, siendo desalentadores, han dejado de sorprender. Aún así, el Banco de España ha reducido su previsión más optimista para la contracción del PIB nacional al -9,5% a/a en 2020, (-2,9p.p. vs. su escenario más favorable de finales de abril, en el que estimaba un -13,6% en el escenario más desfavorable¹). La misma Institución avisa de que la crisis será más larga y aguda de lo esperado, con daños estructurales sobre la economía (y el consumo).

A estas declaraciones, se unen las lúgubres previsiones para el mercado europeo (c. 86% de los ingresos internacionales de BAIN en 2018), para el que la Comisión Europea prevé una contracción del -7,4% en 2020 (UE-27), que se elevaría al -7,7% en la Eurozona.

Gráfico 1. Consumo de frutos secos en el hogar (España)



Fuente: Informe de consumo alimentario en España (Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación).

Un 2019 y 2020 distorsionados por el Covid-19

La crisis del Covid-19 ha impactado de lleno en el 4T19 de BAIN (marzo-abril-mayo 2020; España contribuye a c. 40% de los ingresos), siendo previsible que se prolonge su efecto durante buena parte del 2020 (en la desescalada).

No obstante, en un escenario que ha restringido las visitas (durante el confinamiento) a, entre otros, el supermercado, la industria de la alimentación habría sido una de las favorecidas/menos perjudicadas. De hecho, el Covid-19 ha alterado los hábitos de consumo. Durante la denominada “semana de la histeria”², que obligó a cambiar de forma tajante los comportamientos de compra de los consumidores por el estado de alerta en España, la adquisición de productos de primera necesidad aumentó c. +21% a/a. Tras las compras de “aprovisionamiento” de las primeras semanas (de, entre otros, productos frescos no perecederos, como los frutos secos), los patrones de compra se habrían ido normalizando progresivamente.

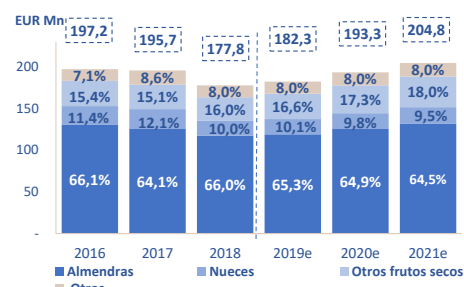
En el que la demanda de frutos secos ha probado su resiliencia

La crisis sanitaria habría afectado a los patrones de consumo, favoreciendo a los productos considerados “saludables” (como los frutos secos, que habrían aumentado su peso, junto a otros snacks) en la cesta de la compra (+78% a/a durante abril),³ impulsado por la suspensión “temporal” del canal HORECA⁴. Aún así, el cierre “coyuntural” de los canales de consumo tradicionales (obradores,...), habría frenado a la industria. Aunque, la “nueva normalidad” podría beneficiar a la industria alimentaria (+2% en gasto en alimentación en 2021 según Deloitte).

Los resultados y el contexto “macro” actual nos llevan a revisar nuestras estimaciones

- **Menor crecimiento en ingresos (un promedio del -2,8% anual vs. nuestras estimaciones iniciales)**, con una caída más acusada en 2019, al haberse visto impactado por las restricciones que la gestión de la pandemia del Covid-19 ha tenido en el cierre de canales (obradores,...). Los ingresos del año se situarán en EUR 182,3Mn (-3,5% vs estimaciones iniciales), creciendo +2,5% vs 2018: -3,3% volumen (vs. un comportamiento plano a 9M19) y +5,8% en precio (vs.c.+7% a 9M19), en el que la presencia de BAIN en los canales de distribución (cadenas alimentación), no habría podido compensar la pérdida de otros mercados. Esperamos que BAIN supere el umbral de los EUR 200Mn el m/p (EUR 204,8Mn en 2021e, con una TACC del +6% +2y: +5,6% en volumen y +0,4% en precio).

Gráfico 2. Mix de ingresos



¹ Banco de España en su informe “Escenarios macroeconómicos de referencia para la economía española tras el COVID-19. El escenario más favorable contemplaba una recuperación casi inmediata tras el confinamiento, mientras que el más desfavorable contemplaba una recuperación incompleta a finales de año (sectores de hostelería y ocio).

² La semana posterior a la declaración del estado de alarma decretado el 14/03/2020 por el Covid-19, debido al temor injustificado de desabastecimiento.

³ Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación: Informe de consumo de alimentos en el hogar (semana 14).

⁴ Hoteles, restauración y cafeterías.

Gráfico 3. EBITDA/Ing. vs. autoabastecimiento de frutos secos (%)

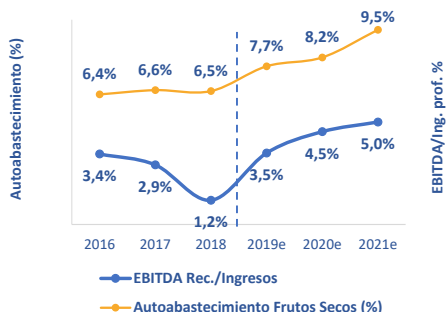


Gráfico 4. DN/EBITDA Rec. vs Deuda Neta

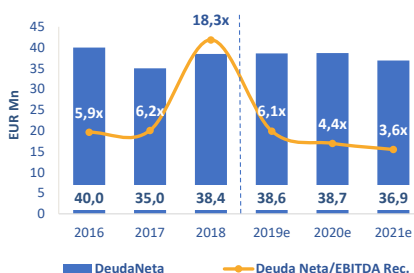


Gráfico 5. CF operativo, CAPEX, FCF Rec y FCF

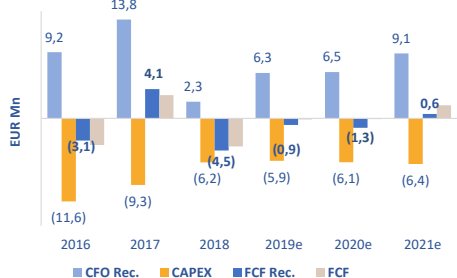


Gráfico 6. EV/Vtas y EBIT/Vtas 2021e vs. principales comparables



- **Y, aunque mantenemos nuestras estimaciones para el año (EBITDA rec. EUR 6,4Mn 2019, c. +3x a/a) +2,3p.p.** en el margen vs. 2018, por la mejora de los márgenes de contribución (+120% a/a en EBITDA Rec. 9M19, a pesar del menor volumen comercializado, -2,9% a/a). Adicionalmente, el impacto de la NIIF-16 contribuirá en EUR +0,4M.
- **Ajustamos a la baja las de m/p en EBITDA Rec. (un promedio del -15,5% anual)**, que alcanzará EUR 10,2Mn +2y (-17,4% vs. estimación inicial), por: i) la confluencia de un peor mix de ingresos: menor contribución de almendras y nueces a los ingresos (un promedio de c. 75% +3y, c. -5p.p. vs. estimaciones previas) y 2) menor contribución de la producción propia de frutos secos (c. -5% acumulado +3y vs. la inicialmente estimada, que aún así mejorará la ratio de autoabastecimiento). No obstante, BAIN cuenta con mecanismos adicionales para mejorar sus márgenes (l/p), vía mayor penetración de productos procesados (a base de frutos secos) más lucrativos.
- **“Congelando” la inversión, por el Covid-19, en la “estimada” hasta la declaración del estado de alerta:** EUR 5,9Mn CAPEX 2019 (-13,4% en 2019 vs. nuestra estimación anterior) y manteniendo la inversión anual en el m/p (c. EUR 6Mn +2y), que podría reducirse de no ampliar las explotaciones agrarias.
- **Redundando en la contención del endeudamiento del Grupo (DN 38,6Mn 2019e, +0,4% a/a)**, reduciéndose la ratio DN/EBITDA Rec. a 6,1x en el año, (-0.3x vs. nuestra estimación previa), devolviéndola a niveles razonables en el m/p (c. 3,5x. +2y). Por otro lado, el menor CAPEX (m/p), junto a la potencial venta de activos no estratégicos, no incorporada en nuestros números, contribuiría a mejorar la “foto” (BAIN cuenta en el balance con un activo inmobiliario valorado en EUR 2,7Mn disponible para la venta).
- **Aunque se elevará la carga financiera “dualmente”:** por un lado, por mayores gastos bancarios impactando en el resultado operativo (EUR -0,7Mn en 2019, c. +80% a/a) y por otro, por el aumento de los financieros (EUR -0,7Mn, vs. EUR 0,02Mn -1y)
- **Lastrando el BN (c/m plazo):** EUR 2,3Mn 2019 (-10,1% vs estimación inicial), empatando vs. -1y, y reduciendo nuestros números un promedio anual de c. -25% +2y, situándose en EUR 4,4Mn al final del periodo (c. +2x va. -2y). Nuestras estimaciones (sin extraordinarios) incorporan una tasa fiscal media del 23% en el periodo estimado.
- **Alcanzando el FCF el break even ya desde 2019**, impulsado por los cobros vinculados a la venta de activos realizada un año antes (EUR 1,5Mn año 2019-2021). El break even del FCF recurrente se retrasará +2y (en nuestro escenario central).

Tabla 5. Revisión de estimaciones

EUR Mn	2019e (Nuevo)	Revisión (%)	2020e (Nuevo)	Revisión (%)	2021e (Nuevo)	Revisión (%)
Total Ingresos	182,3	-3,5%	193,3	-2,8%	204,8	-2,0%
EBITDA (Recurrente)	6,4	0,1%	8,8	-13,6%	10,2	-17,4%
<i>Cto. EBITDA Rec.</i>	<i>202,1%</i>	<i>0,3 p.p.</i>	<i>37,6%</i>	<i>-21,8 p.p.</i>	<i>16,9%</i>	<i>-5,3 p.p.</i>
<i>EBITDA Rec. / Ventas</i>	<i>3,5%</i>	<i>0,1 p.p.</i>	<i>4,5%</i>	<i>-0,6 p.p.</i>	<i>5,0%</i>	<i>-0,9 p.p.</i>
Beneficio Neto	2,3	-9,9%	3,3	-24,0%	4,3	-25,9%
Free Cash Flow (Rec.)	-0,9	74,1%	-1,3	-314,2%	0,6	-74,9%
<i>DN / EBITDA</i>	<i>8,0 x</i>	<i>1,6 x</i>	<i>5,8 x</i>	<i>2,0 x</i>	<i>4,8 x</i>	<i>2,0 x</i>

Conclusión: la recuperación post Covid-19 seguirá impulsando el negocio de BAIN

La crisis del Covid-19 dejará secuelas, alterando las prioridades del gasto de los consumidores. La gran incertidumbre provocada por esta crisis (un factor clave en el consumo familiar), podría derivar en la moderación del consumo vs. anteriores crisis, con un importante sesgo hacia la “seguridad” de los productos (favoreciendo el modelo de negocio de BAIN), la alimentación saludable y la relación valor/precio. En este contexto, BAIN es una alternativa para sortear la crisis: i) carácter defensivo de su negocio (posicionamiento en un mercado en expansión: almendras y nueces), con TACCS superiores a la media en industria de la alimentación, ii) capacidad de acelerar la mejora de márgenes (l/p), aunque supeditada a la presión de precios ocasionada por desequilibrios puntuales del mercado, iii) potencial adelanto del break even en FCF Rec. (contención del CAPEX) y (iv) apuesta por la “sostenibilidad” en su modelo de negocio.

Anexo 1. Proyecciones financieras⁽¹⁾

Balance (EUR Mn)	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e		
Inmovilizado inmaterial	-	0,2	0,3	0,2	0,1	7,3	7,2	7,1		
Inmovilizado material	7,4	56,5	65,0	71,9	74,4	78,8	81,8	85,1		
Otros activos no corrientes	0,4	2,6	2,4	2,1	1,8	1,8	1,8	1,8		
Inmovilizado financiero	0,0	0,3	0,3	0,5	5,0	3,5	2,1	0,6		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
Activo circulante	0,6	76,1	66,8	61,5	63,3	58,2	61,9	64,7		
Total activo	8,4	135,6	134,7	136,2	144,6	149,6	154,8	159,3		
Patrimonio neto	10,8	49,1	52,6	56,4	59,0	61,3	64,6	68,9		
Minoritarios	0,6	3,0	2,2	2,2	2,3	2,3	2,3	2,3		
Provisiones y otros pasivos a LP	0,0	3,3	3,1	2,9	3,2	3,2	3,2	3,2		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	7,2	7,2	7,2		
Deuda financiera neta	(3,6)	36,6	40,0	35,0	38,4	38,6	38,7	36,9		
Pasivo circulante	0,6	43,7	36,8	39,7	41,7	37,0	38,7	40,7		
Total pasivo	8,4	135,6	134,7	136,2	144,6	149,6	154,8	159,3		
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	TACC	
Total Ingresos	2,6	66,2	197,2	195,7	177,8	182,3	193,3	204,8	-5,0%	4,8%
<i>Cto. Total Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>197,9%</i>	<i>-0,7%</i>	<i>-9,2%</i>	<i>2,5%</i>	<i>6,0%</i>	<i>5,9%</i>		
Coste de ventas	(0,7)	(57,8)	(163,7)	(163,2)	(149,2)	(150,2)	(158,2)	(165,1)		
Margen Bruto	1,9	8,4	33,5	32,5	28,6	32,1	35,1	39,6	-7,7%	11,5%
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>71,5%</i>	<i>12,7%</i>	<i>17,0%</i>	<i>16,6%</i>	<i>16,1%</i>	<i>17,6%</i>	<i>18,2%</i>	<i>19,3%</i>		
Gastos de personal	(0,3)	(3,8)	(11,9)	(12,6)	(12,8)	(12,8)	(12,7)	(13,6)		
Otros costes de explotación	(0,3)	(4,1)	(14,8)	(14,2)	(13,6)	(12,9)	(13,6)	(15,8)		
EBITDA recurrente	1,2	0,5	6,8	5,7	2,1	6,4	8,8	10,2	-44,3%	69,4%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	<i>179,5%</i>	<i>-56,3%</i>	<i>n.a.</i>	<i>-16,0%</i>	<i>-63,0%</i>	<i>202,1%</i>	<i>37,6%</i>	<i>16,9%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>48,0%</i>	<i>0,8%</i>	<i>3,4%</i>	<i>2,9%</i>	<i>1,2%</i>	<i>3,5%</i>	<i>4,5%</i>	<i>5,0%</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(0,0)	0,0	(0,5)	(0,3)	(0,2)	(0,7)	(0,3)	(0,3)		
EBITDA	1,2	0,5	6,3	5,4	1,9	5,7	8,5	10,0	-45,3%	74,0%
Depreciación y provisiones	(0,2)	(0,7)	(3,0)	(3,1)	(3,3)	(3,2)	(3,5)	(3,7)		
Gastos capitalizados	0,2	0,5	0,9	1,7	2,3	1,6	0,4	0,4		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	(0,4)	(0,4)	(0,4)		
EBIT	1,2	0,4	4,2	4,0	0,9	3,6	5,0	6,4	-52,7%	89,3%
<i>Cto. EBIT</i>	<i>174,3%</i>	<i>-66,2%</i>	<i>934,3%</i>	<i>-4,7%</i>	<i>-76,5%</i>	<i>287,0%</i>	<i>37,8%</i>	<i>27,1%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>	<i>46,1%</i>	<i>0,6%</i>	<i>2,1%</i>	<i>2,0%</i>	<i>0,5%</i>	<i>2,0%</i>	<i>2,6%</i>	<i>3,1%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	0,1	(0,2)	(0,0)	(0,0)	0,0	(0,7)	(0,7)	(0,8)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	1,3	0,2	4,2	4,0	1,0	3,0	4,3	5,6	-52,1%	80,1%
<i>Cto. Beneficio ordinario</i>	<i>188,6%</i>	<i>-84,1%</i>	<i>n.a.</i>	<i>-4,8%</i>	<i>-75,9%</i>	<i>211,0%</i>	<i>46,2%</i>	<i>28,5%</i>		
Extraordinarios	-	-	-	-	2,0	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	1,3	0,2	4,2	4,0	3,0	3,0	4,3	5,6	-15,0%	22,9%
Impuestos	(0,4)	(0,1)	(0,7)	(0,4)	(0,7)	(0,6)	(1,0)	(1,3)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>27,0%</i>	<i>44,3%</i>	<i>16,7%</i>	<i>9,3%</i>	<i>21,8%</i>	<i>21,8%</i>	<i>23,0%</i>	<i>23,0%</i>		
Minoritarios	(0,1)	(0,0)	(0,2)	(0,3)	0,0	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	0,9	0,1	3,3	3,3	2,4	2,3	3,3	4,3	-14,9%	21,6%
<i>Cto. Beneficio neto</i>	<i>152,8%</i>	<i>-88,5%</i>	<i>n.a.</i>	<i>0,3%</i>	<i>-27,7%</i>	<i>-2,8%</i>	<i>44,0%</i>	<i>28,5%</i>		
Beneficio ordinario neto	0,9	0,1	3,7	3,6	0,9	2,9	3,5	4,5	-49,2%	67,8%
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>157,2%</i>	<i>-85,3%</i>	<i>n.a.</i>	<i>-1,7%</i>	<i>-73,7%</i>	<i>201,9%</i>	<i>23,6%</i>	<i>26,7%</i>		
Cash Flow (EUR Mn)	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	TACC	
EBITDA recurrente						6,4	8,8	10,2	-44,3%	69,4%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(0,4)	(0,4)	(0,4)		
Var. capital circulante						0,4	(1,9)	(0,8)		
Cash Flow operativo recurrente						6,3	6,5	9,1	-49,9%	57,5%
CAPEX						(5,9)	(6,1)	(6,4)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,7)	(0,7)	(0,8)		
Impuestos						(0,6)	(1,0)	(1,3)		
Free Cash Flow Recurrente						(0,9)	(1,3)	0,6	-20,0%	28,8%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						(0,7)	(0,3)	(0,3)		
- Adquisiciones / + Desinversiones						1,5	1,5	1,5		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						(0,1)	(0,1)	1,8	-2,8%	35,1%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						0,1	0,1	(1,8)		

Nota 1: Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 0,4Mn mayor por la aplicación de NIIF 16.

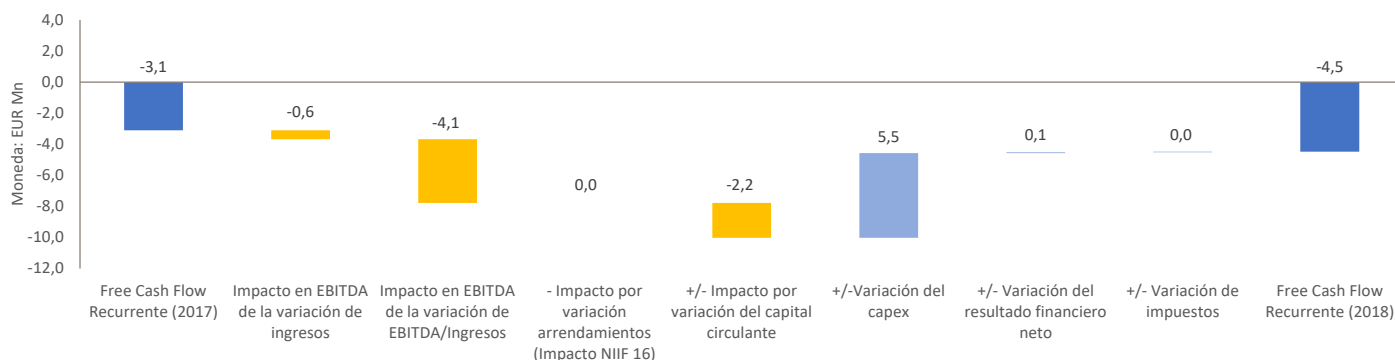
Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow⁽¹⁾

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	TACC	
								16-18	18-21e
EBITDA recurrente		6,8	5,7	2,1	6,4	8,8	10,2	-44,3%	69,4%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>		n.a.	-16,0%	-63,0%	202,1%	37,6%	16,9%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>		3,4%	2,9%	1,2%	3,5%	4,5%	5,0%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)		-	-	-	(0,4)	(0,4)	(0,4)		
+/- Var. Capital circulante		2,5	8,1	0,2	0,4	(1,9)	(0,8)		
= Cash Flow operativo recurrente		9,2	13,8	2,3	6,3	6,5	9,1	-49,9%	57,5%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>		129,1%	49,4%	-83,2%	172,8%	2,2%	40,1%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>		4,7%	7,0%	1,3%	3,5%	3,3%	4,4%		
- CAPEX		(11,6)	(9,3)	(6,2)	(5,9)	(6,1)	(6,4)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow		(0,0)	(0,0)	0,0	(0,7)	(0,7)	(0,8)		
- Impuestos		(0,7)	(0,4)	(0,7)	(0,6)	(1,0)	(1,3)		
= Free Cash Flow recurrente		(3,1)	4,1	(4,5)	(0,9)	(1,3)	0,6	-20,0%	28,8%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>		91,2%	231,3%	-209,7%	79,7%	-44,0%	147,2%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>		n.a.	2,1%	n.a.	n.a.	n.a.	0,3%		
- Gastos de reestructuración y otros		(0,6)	(0,6)	(0,2)	(0,7)	(0,3)	(0,3)		
- Adquisiciones / + Desinversiones		0,0	(0,2)	0,7	1,5	1,5	1,5		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow		-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow		(3,7)	3,2	(3,9)	(0,1)	(0,1)	1,8	-2,8%	35,1%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>		89,4%	187,1%	-221,4%	96,3%	25,7%	n.a.		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>		n.a.	5,9%	n.a.	n.a.	n.a.	0,9%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>		n.a.	4,7%	n.a.	n.a.	n.a.	2,6%		
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e		
Free Cash Flow recurrente (Año -1)			(3,1)	4,1	(4,5)	(0,9)	(1,3)		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos			(0,0)	(0,5)	0,1	0,4	0,5		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos			(1,0)	(3,1)	4,2	2,0	1,0		
= Variación EBITDA recurrente			(1,1)	(3,6)	4,3	2,4	1,5		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)			-	-	(0,4)	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante			5,7	(7,9)	0,1	(2,3)	1,1		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente			4,6	(11,5)	4,0	0,1	2,6		
+/- Variación del CAPEX			2,3	3,1	0,2	(0,2)	(0,3)		
+/- Variación del resultado financiero neto			(0,0)	0,1	(0,7)	-	(0,1)		
+/- Variación de impuestos			0,3	(0,3)	0,0	(0,4)	(0,3)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente			7,2	(8,6)	3,6	(0,4)	1,9		
Free Cash Flow Recurrente			4,1	(4,5)	(0,9)	(1,3)	0,6		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	TACC	
EBIT		4,2	4,0	0,9	3,6	5,0	6,4	-52,7%	89,3%
* <i>Tasa fiscal teórica</i>		16,7%	9,3%	21,8%	21,8%	23,0%	23,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)		(0,7)	(0,4)	(0,2)	(0,8)	(1,2)	(1,5)		
EBITDA recurrente		6,8	5,7	2,1	6,4	8,8	10,2	-44,3%	69,4%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)		-	-	-	(0,4)	(0,4)	(0,4)		
+/- Var. Capital circulante		2,5	8,1	0,2	0,4	(1,9)	(0,8)		
= Cash Flow operativo recurrente		9,2	13,8	2,3	6,3	6,5	9,1	-49,9%	57,5%
- CAPEX		(11,6)	(9,3)	(6,2)	(5,9)	(6,1)	(6,4)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)		(0,7)	(0,4)	(0,2)	(0,8)	(1,2)	(1,5)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente		(3,1)	4,1	(4,0)	(0,4)	(0,8)	1,2	-14,6%	32,0%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>		91,2%	233,8%	-198,1%	90,4%	-104,6%	253,4%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>		n.a.	2,1%	n.a.	n.a.	n.a.	0,6%		
- Adquisiciones / + Desinversiones		0,0	(0,2)	0,7	1,5	1,5	1,5		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow		-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"		(3,1)	3,9	(3,3)	1,1	0,7	2,7	-4,3%	41,1%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>		91,3%	227,6%	-185,2%	132,3%	-37,9%	302,9%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>		n.a.	3,9%	n.a.	n.a.	n.a.	1,2%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>		n.a.	3,7%	n.a.	1,0%	0,6%	2,6%		

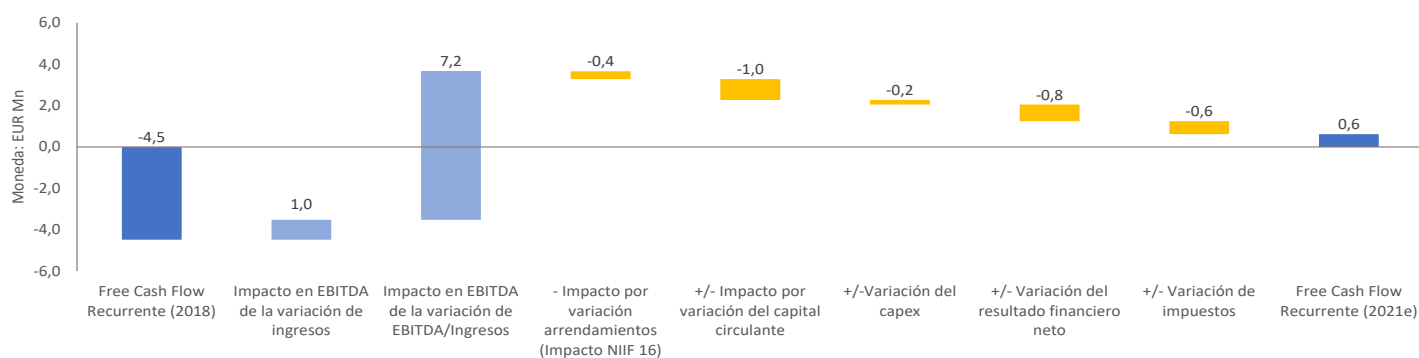
Nota 1: Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 0,4Mn mayor por la aplicación de NIIF 16.

Nota 2: En 2015 tuvo lugar un cambio de perímetro, no siendo comparable la información. En 2016 se realizó la fusión inversa de Borges S.A.U.

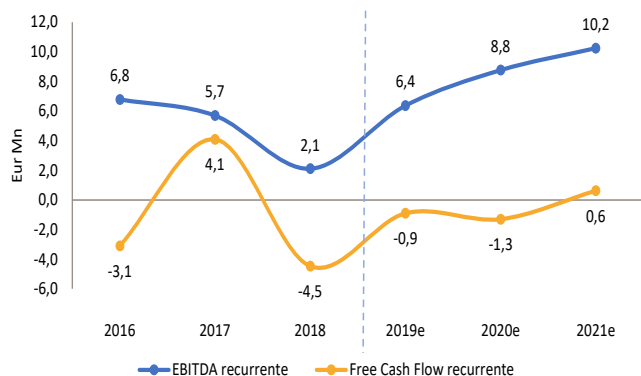
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2017-2018)



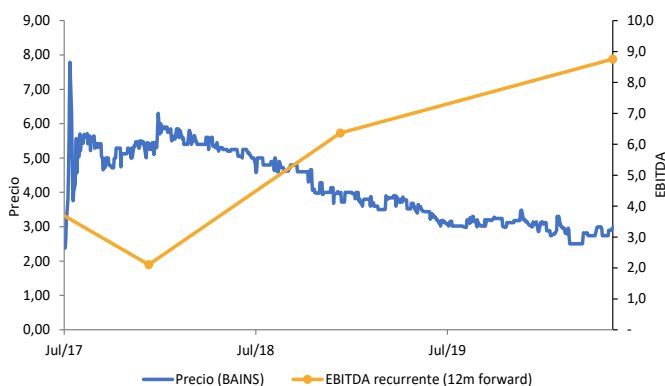
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2018 - 2021e)



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	69,0	
+ Minoritarios	2,4	Rdos. 9m 2019
+ Provisiones y otros pasivos a LP	3,0	Rdos. 9m 2019
+ Deuda financiera neta	38,6	Lighthouse 2019e
- Inmovilizado financiero	5,0	Rdos. 9m 2019
+/- Otros	(2,7)	Lighthouse y BAIN
Enterprise Value (EV)	105,2	

Nota: BAIN cuenta con activos inmobiliarios disponibles para la venta valorados en EUR 2,71Mn (resultados 9M 2019)

Anexo 4. Comportamiento histórico (1)(2)

Comportamiento histórico (EUR Mn)													TACC			
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	16-18	18-21e
Total Ingresos									197,2	195,7	177,8	182,3	193,3	204,8	-5,0%	4,8%
Cto. Total ingresos									197,9%	-0,7%	-9,2%	2,5%	6,0%	5,9%		
EBITDA									6,3	5,4	1,9	5,7	8,5	10,0	-45,3%	74,0%
Cto. EBITDA									n.a.	-15,3%	-64,6%	199,0%	50,0%	17,5%		
EBITDA/Ingresos									3,2%	2,7%	1,1%	3,1%	4,4%	4,9%		
Beneficio neto									3,3	3,3	2,4	2,3	3,3	4,3	-14,9%	21,6%
Cto. Beneficio neto									n.a.	0,3%	-27,7%	-2,8%	44,0%	28,5%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)									23,1	23,1	23,1	23,1	23,1	23,1		
BPA (EUR)									0,14	0,14	0,10	0,10	0,14	0,19	-14,8%	21,6%
Cto. BPA									n.a.	0,4%	-27,7%	-2,8%	44,0%	28,5%		
BPA ord. (EUR)									0,16	0,16	0,04	0,12	0,15	0,19	-49,1%	67,8%
Cto. BPA ord.									n.a.	-1,6%	-73,7%	n.a.	23,6%	26,7%		
CAPEX									(11,6)	(9,3)	(6,2)	(5,9)	(6,1)	(6,4)		
CAPEX/Vtas %									5,9%	4,8%	3,5%	3,3%	3,2%	3,1%		
Free Cash Flow									(3,7)	3,2	(3,9)	(0,1)	(0,1)	1,8	-2,8%	35,1%
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾									6,3x	6,5x	20,3x	6,8x	4,6x	3,7x		
PER (x)									38,3x	27,7x	29,1x	29,7x	20,6x	16,1x		
EV/Vtas (x)									0,49x	0,80x	0,67x	0,58x	0,54x	0,51x		
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾									15,2x	29,4x	n.a.	18,6x	12,4x	10,5x		
Comport. Absoluto									n.a.	n.a.	-27,3%	-24,2%				
Comport. Relativo vs Ibex 35									n.a.	n.a.	-14,5%	-32,2%				

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

Nota 2: Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 0,4Mn mayor por la aplicación de NIIF 16.

Nota 3: Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Anexo 5. Principales competidores 2019e

Datos Mercado	Industria Europea					Benchmark		Globales	
	EUR Mn	Greenyard NV	Sipef NV	Vilmorin & Cie SA	Average	Select Harvests	John B Sant Filippo	ADM	BAINS
	Ticker (Reuters)	GREENY.BR	SIFB.BR	VILM.PA		SHV.AX	JBSS.O	ADM	BAINS.MC
Pais	Belgium	Belgium	France			Australia	States of Ar	States of Ar	Spain
Market cap	235,2	470,8	1.075,6			375,0	854,6	20.034,8	69,0
Enterprise value (EV)	973,3	566,7	2.491,0			567,5	909,0	27.036,2	105,2
Total Ingresos	4.004,7	221,5	1.390,7			184,8	770,8	57.677,0	182,3
Cto.Total Ingresos	2,4%	-7,7%	3,3%		-0,7%	339,3%	0,3%	2,8%	2,5%
2y TACC (2019e - 2021e)	3,2%	19,6%	3,9%		8,9%	-4,6%	5,4%	2,3%	6,0%
EBITDA	100,0	40,5	299,8			56,2	66,5	2.371,1	5,7
Cto. EBITDA	556,0%	-48,9%	-0,6%		168,8%	507,4%	7,4%	-8,0%	199,0%
2y TACC (2019e - 2021e)	9,7%	57,3%	7,9%		25,0%	-5,6%	n.a.	16,5%	32,8%
EBITDA/Ingresos	2,5%	18,3%	21,6%		14,1%	30,4%	8,6%	4,1%	3,1%
EBIT	14,7	3,6	89,8			43,6	51,5	1.485,3	3,6
Cto. EBIT	126,3%	-92,1%	-12,0%		7,4%	n.a.	6,0%	-15,5%	287,0%
2y TACC (2019e - 2021e)	76,5%	n.a.	18,8%		47,6%	-5,5%	n.a.	18,6%	32,3%
EBIT/Ingresos	0,4%	1,6%	6,5%		2,8%	23,6%	6,7%	2,6%	2,0%
Beneficio Neto	(10,0)	(5,3)	77,9			32,8	34,7	1.264,9	2,3
Cto. Beneficio Neto	-94,8%	n.a.	1,3%		-46,7%	n.a.	12,8%	-18,6%	-2,8%
2y TACC (2019e - 2021e)	76,1%	n.a.	7,9%		42,0%	-10,8%	n.a.	16,5%	36,0%
CAPEX/Ventas	-1,0%	-26,8%	-16,0%		-14,6%	-12,6%	-1,7%	-1,3%	-3,3%
Free Cash Flow	(9,0)	(33,5)	35,2			13,0	10,9	708,3	(0,1)
Deuda financiera Neta	414,5	96,1	1.066,0			17,0	23,8	7.229,3	38,6
DN/EBITDA (x)	4,1	2,4	3,6		3,4	0,3	0,4	3,0	6,1
Pay-out	0,0%	n.a.	39,7%		19,9%	57,7%	15,9%	55,6%	0,0%
Múltiplos y Ratios									
P/E (x)	n.a.	n.a.	14,6		14,6	11,0	24,2	16,1	29,7
P/BV (x)	0,5	0,8	1,0		0,8	1,6	3,9	1,2	1,1
EV/Ingresos (x)	0,2	2,6	1,8		1,5	3,1	1,2	0,5	0,6
EV/EBITDA (x)	9,7	14,0	8,3		10,7	10,1	13,7	11,4	16,5
EV/EBIT (x)	n.a.	n.a.	27,7		27,7	13,0	17,7	18,2	29,0
ROE	1,1	n.a.	6,1		3,6	13,5	15,9	7,4	3,9
FCF Yield (%)	n.a.	n.a.	0,5		0,5	7,2	7,1	n.a.	n.a.
DPA	0,00	n.a.	1,35		0,68	0,20	0,48	1,25	0,00
Dvd Yield	0,0%	n.a.	2,9%		1,4%	5,1%	0,7%	3,5%	0,0%

Nota 1: Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Thomson Reuters). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).

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

Anexo 6. Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2019e	2020e	2021e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	1,1	0,7	2,7	132,9			
Market Cap	69,0	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	38,6	Deuda bancaria neta de Caja (Lighthouse 2019e)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	2,0%	Coste de la deuda neta			1,5%	2,5%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	1,6%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			1,2%	2,0%	
Risk free rate (rf)	0,6%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	9,0%	R (estimación propia)			8,5%	9,5%	
Beta (B)	0,8	B (Thomson Reuters y Lighthouse)			0,7	0,9	
Coste del Equity	7,9%	Ke = Rf + (R * B)			6,6%	9,2%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	64,1%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	35,9%	D			=	=	
WACC	5,6%	WACC = Kd * D + Ke * E			4,6%	6,6%	
G "Razonable"	2,0%				2,5%	1,5%	

(1) Perpetuo calculado sobre el Free Cash Flow "to the Firm" recurrente del 2023e actualizado (Ingresos EUR 230Mn), a fin de reflejar el impacto del aumento del nivel de autoabastecimiento de frutos secos en el margen normalizado (EBITDA/Ingresos: 6,8%). Se emplea la tasa fiscal efectiva normalizada (T) indicada en el cuadro superior.

Nota: adicionalmente BAIN cuenta con activos inmobiliarios disponibles para la venta valorados en EUR 2,71Mn (resultados 9M 2019)

Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker Reuters	Mkt. Cap	PER 19e	BPA 19e-21e	EV/EBITDA 19e	EBITDA 19e-21e	EV/Vtas. 19e	Ingresos 19e-21e	EBITDA/Vtas. 19e	FCF Yield 19e	FCF 19e-21e
Greenyard NV	GREENY.BR	235,2	n.a.	78,2%	9,7	9,7%	0,2	3,2%	2,5%	n.a.	n.a.
Sipef NV	SIFB.BR	470,8	n.a.	n.a.	14,0	57,3%	2,6	19,6%	18,3%	n.a.	88,2%
Vilmorin & Cie SA	VILM.PA	1.075,6	14,6	10,7%	8,3	7,9%	1,8	3,9%	21,6%	0,5%	25,9%
Industria Agrícola			14,6	44,5%	10,7	25,0%	1,5	8,9%	14,1%	0,5%	57,1%
Select Harvests	SHV.AX	375,0	11,0	-9,7%	10,1	-5,6%	3,1	-4,6%	30,4%	7,2%	31,3%
ADM	ADM	20.034,8	16,1	15,0%	11,4	16,5%	0,5	2,3%	4,1%	n.a.	45,7%
John B Sant Filippo	JBSS.O	854,6	24,2	8,9%	13,7	n.a.	1,2	5,4%	8,6%	7,1%	n.a.
Comparables internacionales no europeos			13,6	2,6%	10,8	5,5%	1,8	-1,2%	17,2%	7,2%	38,5%
BAINS	BAINS.MC	69,0	29,7	36,0%	16,5	32,8%	0,6	6,0%	3,1%	n.a.	n.a.

Análisis de sensibilidad (2020e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 20e	EBITDA 20e	EV/EBITDA 20e
Max	5,5%	10,7	9,8x
Central	4,5%	8,8	12,0x
Min	3,5%	6,8	15,4x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 20e				FCF Rec./Yield 20e			
EBITDA 20e	2,2%	3,2%	4,2%		Escenario	FCF Rec./Yield 20e		
10,7	2,6	0,6	(1,3)	➔	Max	3,7%	0,9%	n.a.
8,8	0,6	(1,3)	(3,2)		Central	0,9%	n.a.	n.a.
6,8	(1,3)	(3,2)	(5,2)		Min	n.a.	n.a.	n.a.

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 cotizan en los mercados secundarios oficiales, y específicamente 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 (IEAF), asociación profesional sin ánimo de lucro.

DISCLAIMER

El Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) 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 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 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 ha sido revisado por el emisor con anterioridad a 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@ieaf.es o consulte el contenido de este Código en www.ieaf.es.

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

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

Todos los derechos reservados. Queda prohibido su uso o distribución no autorizados. Este documento ha sido elaborado y distribuido, según lo establecido en la MiFID II, por IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Su actividad empresarial está regulada por la CNMV. La información y las opiniones expresadas en este documento no constituyen ni pretenden constituir una oferta o la solicitud de una oferta para la compra o la venta de los valores referidos (es decir, los valores mencionados en el presente y los warrants, opciones, derechos o intereses relacionados con estos). La información y las opiniones contenidas en este documento están basadas en informaciones de carácter público y en fuentes consideradas fiables por IEAF Servicios de Análisis S.L.U., pero no se ofrece ninguna garantía en cuanto a su precisión o integridad. Todos los comentarios y las estimaciones facilitadas reflejan únicamente la opinión de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. y no ofrecen ninguna garantía implícita o explícita. Todas las opiniones expresadas están sujetas a cambio sin previo aviso. En el presente documento no se tienen en cuenta los objetivos de inversión concretos, el estado financiero, la actitud frente al riesgo ni otras cuestiones específicas de la persona que reciba este documento, de modo que ésta deberá aplicar su juicio al respecto. Ni el Instituto Español de Analistas Financieros ni su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., asumen responsabilidad alguna por las pérdidas directas o indirectas derivadas del uso de los análisis publicados, salvo en caso de conducta negligente por parte de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. La

información contenida en este informe se aprueba para su distribución a clientes profesionales, contrapartes elegibles y asesores profesionales, no a clientes particulares o minoristas. Se prohíbe su reproducción, distribución o publicación para cualquier fin sin la autorización por escrito de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. El Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) y/o su filial IEAF Servicios de Análisis S.L.U., sus empleados y directivos, pueden tener una posición (larga o corta) en una inversión sabiendo que ese emisor será objeto de análisis y que ese análisis se distribuirá a inversores institucionales. Cualquier información adicional sobre el contenido de este informe se remitirá previa solicitud. IEAF Servicios de Análisis tiene como objetivo la publicación de (al menos) un informe o nota trimestral de actualización de la compañía analizada.

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

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

Histórico de notas e informes

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
04-Jun-2020	n.a.	2,98	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones	Ana Isabel González García, CIAA
31-Mar-2020	n.a.	2,50	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2020	Ana Isabel González García, CIAA
02-Mar-2020	n.a.	2,96	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2020	Ana Isabel González García, CIAA
16-Oct-2019	n.a.	3,18	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2020	Ana Isabel González García, CIAA
01-Ago-2019	n.a.	3,16	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2019	Ana Isabel González García, CIAA
25-Abr-2019	n.a.	3,72	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2019	Ana Isabel González García, CIAA
11-Abr-2019	n.a.	3,84	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	Ana Isabel González García, CIAA