

Resultados 9m 2020

Opinión ⁽¹⁾: En línea

Impacto ⁽²⁾: Mantenemos estimaciones

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

+34 915 904 226

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 2019). Es referente europeo en el segmento de almendras (cuota del c.7%). Su accionista de referencia es Borges International Group (89,1% del capital).

9M20: preámbulo para la recuperación (4T)

BAINS cierra el 31-Mayo. Toda referencia a los resultados (9M 2020) será al periodo comprendido entre el 1 de junio y el 28 de febrero (año siguiente)

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	60,6	72,1
EV (Mn EUR y USD) ⁽²⁾	106,6	126,8
Número de Acciones (Mn)	23,1	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	3,00 / 2,83 / 2,60	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación ⁽³⁾	0,8	
Refinitiv / Bloomberg	BAINS.MC / BAIN SM	
Cierre año fiscal	31-May	

LIGERA ACELERACIÓN EN LA CAÍDA EN INGRESOS (EUR 107,6Mn 9M20, -23,5% a/a vs. -22,6% 1S20), por la exigencia de una base comparable “pre-Covid-19” (-12,1% a/a en volumen) y el impacto de la caída de precios (-11,4% a/a). Este último ha sido especialmente relevante en el caso de las almendras (-38% a/a en enero; acumulando c. -18% a/a en el precio medio), que han reducido sus ventas un 32,6% a/a (59% de la facturación del Grupo; -18p.p. a/a).

Estructura Accionarial (%)

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

AUMENTANDO SU AUTOABASTECIMIENTO... 13,8% (+2p.p. a/a) gracias a la buena evolución de la producción agraria (+8,9% a/a), a pesar de coincidir un año “off” en pistachos (-50,4% a/a). La producción de almendras, uno de los principales pilares de la estrategia de BAIN, aumentó +85% a/a. (462Tns.), siendo su contribución aun residual (c.4% del volumen comercializado de este producto).

...QUE CONTRIBUYE A FRENAR LA CAÍDA EN EL EBITDA Rec. (EUR -2,5Mn 9M20), que se sitúa en línea con el registrado en el 1S20, reforzando el suelo para 2020 (tras el importante impacto FIFO en el 1S; -4,2p.p. a/a en margen bruto). La estabilización de precios de las materias primas permitirá revertir parcialmente dicho efecto (4T).

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2019	2020e	2021e	2022e
Nº Acc. ajustado (Mn)	23,1	23,1	23,1	23,1
Total Ingresos	180,6	148,2	173,3	185,8
EBITDA Rec. ⁽⁴⁾	2,2	-2,1	1,4	3,2
% Var.	3,8	-196,8	166,5	127,2
% EBITDA Rec./Ing.	1,2	n.a.	0,8	1,7
% Var EBITDA sector ⁽⁵⁾	16,9	7,1	9,1	10,7
Beneficio neto	0,3	-3,6	-1,0	-0,5
BPA (EUR)	0,01	-0,15	-0,04	-0,02
% Var.	-86,8	n.a.	71,7	52,5
BPA ord. (EUR)	0,04	-0,18	-0,03	0,00
% Var.	-11,1	-589,9	80,6	86,5
Free Cash Flow Rec. ⁽⁶⁾	-6,9	2,2	-5,9	-2,8
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	44,2	39,6	46,0	49,3
DN / EBITDA Rec.(x)	20,2	n.a.	32,7	15,4
ROE (%)	0,5	n.a.	n.a.	n.a.
ROCE (%) ⁽⁶⁾	0,4	n.a.	n.a.	0,1

CON MENOR ENDEUDAMIENTO (EUR 51,5Mn DN 9M20, -15,3% a/a; 1X DN/FFPP), por la desinversión en circulante (-28% a/a en existencias; c. -12p.p. por la caída de precios de las materias primas) y el cobro de EUR 2,9Mn de la venta de activos.

Y ASENTANDO UN “SUELO” TAMBIÉN EN EL BN (EUR -3,2Mn 9M20), tras activar EUR 1Mn en BINs (en línea con nuestra estimación para el año).

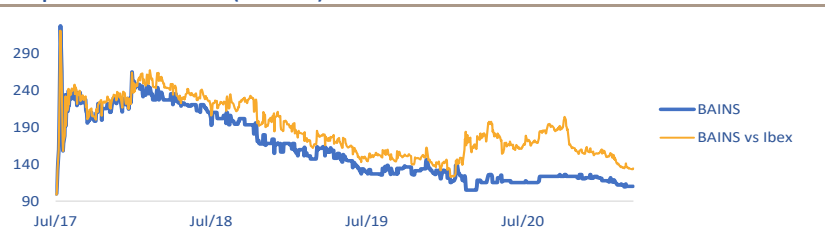
EN CONCLUSIÓN, A PRIORI LO PEOR HABRÍA PASADO. Resultados 9M20 en línea con nuestras estimaciones. El 4T20 (marzo-abril-mayo 2021) se beneficiará de una base comparable menos exigente (irrupción de la pandemia del Covid-19 en marzo 2020).

El contexto sigue siendo de elevada incertidumbre: prolongación de las restricciones en Europa para contener la pandemia, eficacia de las vacunas contra el Covid-19,... impactando especialmente en el canal HORECA). No obstante, el equity story de BAIN permanece intacto, siendo una apuesta en alimentación “saludable” (sector pujante), susceptible de beneficiarse de una potencial recuperación de los precios de las materias primas en el caso finalizar el conflicto arancelario EE.UU.-China.

Ratios y Múltiplos (x) ⁽⁷⁾

PER	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
PER Ordinario	71,8	n.a.	n.a.	n.a.
P/BV	1,0	1,1	1,1	1,1
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	0,59	0,72	0,61	0,57
EV/EBITDA Rec.	48,7	n.a.	n.a.	33,3
EV/EBIT	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
FCF Yield (%) ⁽⁶⁾	n.a.	3,6	n.a.	n.a.

Comportamiento relativo (base 100)



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	-1,5	-10,9	-7,1	-9,0	-51,5	n.a.
vs Ibox 35	-2,3	-12,5	-23,3	-14,3	-44,8	n.a.
vs Ibox Small Cap Index	-1,3	-13,8	-42,4	-16,5	-59,7	n.a.
vs Eurostoxx 50	-6,3	-18,4	-32,5	-18,8	-58,4	n.a.
vs Índice del sector ⁽⁵⁾	-8,5	-16,5	-12,2	-12,8	-64,4	n.a.

(1) La opinión sobre los resultados es sobre el EBITDA publicado respecto a nuestra estimación para el ejercicio (12m). El impacto refleja si, a raíz de los resultados, prevemos una revisión significativa (>5 - 10%, dependiendo del sector) de nuestra estimación de EBITDA (en cualquiera de los años estimados).
(2) Para detalle del cálculo ver anexo 3.
(3) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.
(4) 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.
(5) Sector: TR Europe Food Processing.
(6) Ver Anexo 2 para Tasa fiscal teórica (ROCE) y cálculo del FCF recurrente.
(7) Múltiplos y ratios calculados con cotización a fecha de este informe.

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

Resultados 9m2020

Tabla de resultados

<i>(EUR Mn)</i>	9M20	9M19	9M20 vs 9M19	3T20	3T20 vs 3T19
Total Ingresos	107,6	140,6	-23,5%	31,3	-25,5%
Nueces	14,0	15,5	-9,6%	4,1	11,9%
Almendras	63,5	94,2	-32,6%	17,7	-37,1%
Otros Frutos Secos	21,5	22,5	-4,4%	6,3	-6,9%
Otros productos	8,6	8,4	2,0%	3,3	-6,8%
EBITDA Rec.⁽¹⁾	(2,5)	2,8	-189,5%	-0,1	79,2%
<i>Rec. EBITDA / Ing.</i>	<i>-2,4%</i>	<i>2,0%</i>	<i>-4,4 p.p.</i>	<i>-0,3%</i>	<i>0,7 p.p.</i>
EBITDA⁽¹⁾	(3,1)	2,2	-239,8%	-0,3	52,8%
<i>EBITDA / Ing.</i>	<i>-2,9%</i>	<i>1,6%</i>	<i>-4,4 p.p.</i>	<i>-1,1%</i>	<i>0,6 p.p.</i>
BAI	(4,2)	2,0	-309,0%	-0,9	-27,6%
BN	(3,2)	1,5	-309,8%	-0,7	-27,1%
Has. gestionadas	2.509,0	2.568,6	-2,3%		
Volumen ⁽²⁾	17.381	25.911	-32,9%		
Tns. producidas	2.870	2.635	8,9%		
Deuda Neta	52,9	62,4	-15,3%		
DN / FFPP	1,0 x	1,0 x	-0,1 x		

⁽¹⁾ EBITDA y EBITDA recurrente ajustado excluyen activaciones.

⁽²⁾ Excluye subproductos.

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2020e	2021e	2022e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	4,6	(5,5)	(2,2)	n.a.			
Market Cap	60,6	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	44,2	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2019)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	2,0%	Coste de la deuda neta			1,8%	2,3%	
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)			1,4%	1,8%	
Risk free rate (rf)	0,4%	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 (Refinitiv y Lighthouse)			0,7	0,9	
Coste del Equity	7,6%	Ke = Rf + (R * B)			6,3%	8,9%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	57,8%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	42,2%	D			=	=	
WACC	5,1%	WACC = Kd * D + Ke * E			4,3%	5,9%	
G "Razonable"	2,0%				2,5%	1,5%	

(1) El valor perpetuo calculado a partir del último FCF estimado no reflejaría las expectativas de crecimiento (positivas/negativas) de la compañía a fecha de emisión de este informe.

Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker Reuters	Mkt. Cap	PER 20e	BPA 20e-22e	EV/EBITDA 20e	EBITDA 20e-22e	EV/Vtas. 20e	Ingresos 20e-22e	EBITDA/Vtas. 20e	FCF Yield 20e	FCF 20e-22e
Greenyard NV	GREENY.BR	432,3	41,9	63,3%	7,7	9,0%	0,2	2,4%	3,2%	8,9%	19,7%
Sipef NV	SIFB.BR	479,2	39,8	99,8%	9,1	31,6%	2,4	27,0%	26,9%	3,0%	69,5%
Vilmorin & Cie SA	VILM.PA	1.337,9	20,2	25,3%	7,5	10,5%	1,8	4,1%	24,2%	6,4%	83,7%
Industria Agrícola			33,9	62,8%	8,1	17,0%	1,5	11,2%	18,1%	6,1%	57,6%
Select Harvests	SHV.AX	491,1	24,7	19,3%	24,5	41,8%	4,4	16,1%	17,8%	n.a.	n.a.
ADM	ADM	27.483,8	18,6	12,4%	15,2	18,9%	0,7	2,7%	4,3%	n.a.	35,3%
John B Sant Filippo	JBSS.O	867,3	19,2	1,4%	11,0	n.a.	1,2	0,9%	11,0%	4,7%	n.a.
Comparables internacionales no europeos			20,8	11,0%	16,9	30,4%	2,1	6,6%	11,0%	4,7%	35,3%
BAINS	BAINS.MC	60,6	n.a.	63,3%	n.a.	73,7%	0,7	11,9%	n.a.	3,6%	-65,1%

Análisis de sensibilidad (2021e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 21e	EBITDA 21e	EV/EBITDA 21e
Max	0,9%	1,6	67,4x
Central	0,8%	1,4	75,7x
Min	0,7%	1,2	86,3x

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 21e				Escenario	FCF Rec./Yield 21e		
EBITDA 21e	1,7%	1,9%	2,1%		Max	n.a.	n.a.	n.a.
1,6	(5,4)	(5,7)	(6,1)	➔	Central	n.a.	n.a.	n.a.
1,4	(5,5)	(5,9)	(6,2)		Min	n.a.	n.a.	n.a.
1,2	(5,7)	(6,1)	(6,4)					

Anexo 1. Proyecciones financieras⁽¹⁾

Balance (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e		
Inmovilizado inmaterial	0,2	0,3	0,2	0,1	7,2	6,5	6,5	6,5		
Inmovilizado material	56,5	65,0	71,9	74,4	76,9	81,1	83,4	84,7		
Otros activos no corrientes	2,6	2,4	2,1	1,8	1,6	1,6	1,6	1,6		
Inmovilizado financiero	0,3	0,3	0,5	5,0	4,0	1,0	1,0	1,0		
Fondo de comercio y otros intangibles	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
Activo circulante	76,1	66,8	61,5	63,3	61,6	47,6	55,1	58,8		
Total activo	135,6	134,7	136,2	144,6	151,3	138,0	147,7	152,7		
Patrimonio neto	49,1	52,6	56,4	59,0	58,9	55,3	54,3	53,8		
Minoritarios	3,0	2,2	2,2	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3		
Provisiones y otros pasivos a LP	-	-	-	-	6,7	6,1	6,1	6,1		
Otros pasivos no corrientes	3,3	3,1	2,9	3,2	2,8	2,8	2,8	2,8		
Deuda financiera neta	36,6	40,0	35,0	38,4	44,2	39,6	46,0	49,3		
Pasivo circulante	43,7	36,8	39,7	41,7	36,4	31,8	36,1	38,3		
Total pasivo	135,6	134,7	136,2	144,6	151,3	138,0	147,7	152,7		
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	TACC	
Total Ingresos	66,2	197,2	195,7	177,8	180,6	148,2	173,3	185,8	28,5%	0,9%
<i>Cto.Total Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>197,9%</i>	<i>-0,7%</i>	<i>-9,2%</i>	<i>1,5%</i>	<i>-17,9%</i>	<i>16,9%</i>	<i>7,2%</i>		
Coste de ventas	(57,8)	(163,7)	(163,2)	(149,2)	(151,9)	(124,7)	(145,4)	(155,7)		
Margen Bruto	8,4	33,5	32,5	28,6	28,7	23,6	27,9	30,1	35,8%	1,6%
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>12,7%</i>	<i>17,0%</i>	<i>16,6%</i>	<i>16,1%</i>	<i>15,9%</i>	<i>15,9%</i>	<i>16,1%</i>	<i>16,2%</i>		
Gastos de personal	(3,8)	(11,9)	(12,6)	(12,8)	(12,9)	(12,9)	(13,0)	(13,1)		
Otros costes de explotación	(4,1)	(14,8)	(14,2)	(13,6)	(13,6)	(12,8)	(13,6)	(13,8)		
EBITDA recurrente	0,5	6,8	5,7	2,1	2,2	(2,1)	1,4	3,2	41,5%	13,6%
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>	<i>-56,3%</i>	<i>n.a.</i>	<i>-16,0%</i>	<i>-63,0%</i>	<i>3,8%</i>	<i>-196,8%</i>	<i>166,5%</i>	<i>127,2%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>0,8%</i>	<i>3,4%</i>	<i>2,9%</i>	<i>1,2%</i>	<i>1,2%</i>	<i>n.a.</i>	<i>0,8%</i>	<i>1,7%</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	0,0	(0,5)	(0,3)	(0,2)	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,5)		
EBITDA	0,5	6,3	5,4	1,9	1,6	(2,6)	0,9	2,7	31,5%	17,9%
Depreciación y provisiones	(0,7)	(3,0)	(3,1)	(3,3)	(3,0)	(3,2)	(3,2)	(3,3)		
Gastos capitalizados	0,5	0,9	1,7	2,3	2,1	2,2	2,2	1,3		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	(0,4)	(0,6)	(0,6)	(0,6)		
EBIT	0,4	4,2	4,0	0,9	0,4	(4,1)	(0,7)	0,1	-0,1%	-34,2%
<i>Cto.EBIT</i>	<i>-66,2%</i>	<i>934,3%</i>	<i>-4,7%</i>	<i>-76,5%</i>	<i>-57,0%</i>	<i>n.a.</i>	<i>83,7%</i>	<i>117,0%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>	<i>0,6%</i>	<i>2,1%</i>	<i>2,0%</i>	<i>0,5%</i>	<i>0,2%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>0,1%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,2)	(0,0)	(0,0)	0,0	(0,0)	(0,5)	(0,6)	(0,7)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	0,2	4,2	4,0	1,0	0,4	(4,7)	(1,3)	(0,6)	16,1%	-53,6%
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>	<i>-84,1%</i>	<i>n.a.</i>	<i>-4,8%</i>	<i>-75,9%</i>	<i>-59,5%</i>	<i>n.a.</i>	<i>71,7%</i>	<i>52,5%</i>		
Extraordinarios	-	-	-	2,0	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	0,2	4,2	4,0	3,0	0,4	(4,7)	(1,3)	(0,6)	16,1%	-53,6%
Impuestos	(0,1)	(0,7)	(0,4)	(0,7)	0,0	1,1	0,3	0,1		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>44,3%</i>	<i>16,7%</i>	<i>9,3%</i>	<i>21,8%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		
Minoritarios	(0,0)	(0,2)	(0,3)	0,0	(0,1)	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	0,1	3,3	3,3	2,4	0,3	(3,6)	(1,0)	(0,5)	32,6%	-52,2%
<i>Cto.Beneficio neto</i>	<i>-88,5%</i>	<i>n.a.</i>	<i>0,3%</i>	<i>-27,7%</i>	<i>-86,8%</i>	<i>n.a.</i>	<i>71,7%</i>	<i>52,5%</i>		
Beneficio ordinario neto	0,1	3,7	3,6	0,9	0,8	(4,1)	(0,8)	(0,1)	59,3%	-28,6%
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>-85,3%</i>	<i>n.a.</i>	<i>-1,7%</i>	<i>-73,7%</i>	<i>-11,1%</i>	<i>-590,3%</i>	<i>80,6%</i>	<i>86,5%</i>		
Cash Flow (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	TACC	
EBITDA recurrente						(2,1)	1,4	3,2	41,5%	13,6%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(0,6)	(0,6)	(0,6)		
Var.capital circulante						9,5	(3,2)	(1,6)		
Cash Flow operativo recurrente						6,8	-2,3	1,0	51,0%	37,0%
CAPEX						(5,2)	(3,2)	(3,3)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,5)	(0,6)	(0,7)		
Impuestos						1,1	0,3	0,1		
Free Cash Flow Recurrente						2,2	(5,9)	(2,8)	33,5%	25,8%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						(0,5)	(0,5)	(0,5)		
- Adquisiciones / + Desinversiones						2,9	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						4,6	(6,4)	(3,3)	35,3%	18,6%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						(4,6)	6,4	3,3		

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.

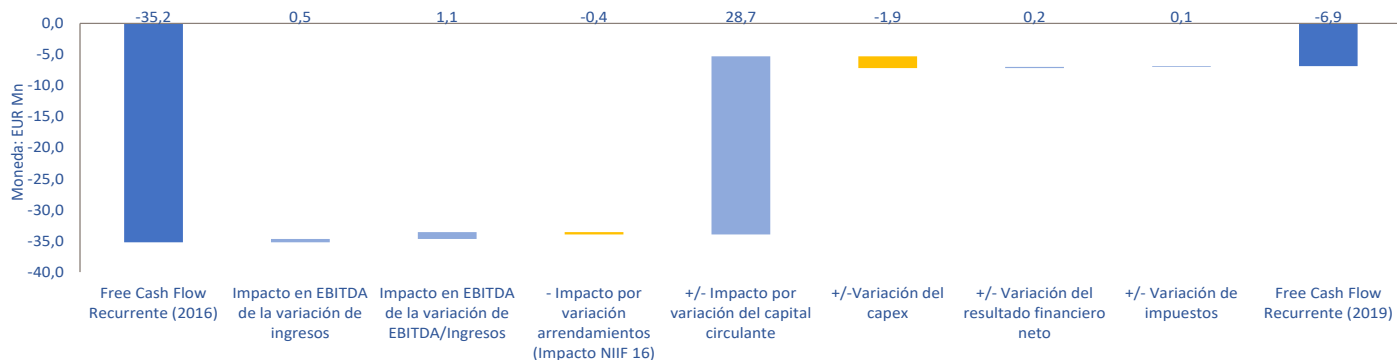
Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow⁽¹⁾

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	TACC	
								16-19	19-22e
EBITDA recurrente	6,8	5,7	2,1	2,2	(2,1)	1,4	3,2	-31,4%	13,6%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	<i>n.a.</i>	<i>-16,0%</i>	<i>-63,0%</i>	<i>3,8%</i>	<i>-196,8%</i>	<i>166,5%</i>	<i>127,2%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>3,4%</i>	<i>2,9%</i>	<i>1,2%</i>	<i>1,2%</i>	<i>n.a.</i>	<i>0,8%</i>	<i>1,7%</i>		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	(0,4)	(0,6)	(0,6)	(0,6)		
+/- Var. Capital circulante	2,5	8,1	0,2	(3,6)	9,5	(3,2)	(1,6)		
= Cash Flow operativo recurrente	9,2	13,8	2,3	(1,8)	6,8	(2,3)	1,0	-30,0%	37,0%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	<i>129,1%</i>	<i>49,4%</i>	<i>-83,2%</i>	<i>-178,8%</i>	<i>471,0%</i>	<i>-134,3%</i>	<i>144,9%</i>		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	<i>4,7%</i>	<i>7,0%</i>	<i>1,3%</i>	<i>n.a.</i>	<i>4,6%</i>	<i>n.a.</i>	<i>0,6%</i>		
- CAPEX	(11,6)	(9,3)	(6,2)	(5,0)	(5,2)	(3,2)	(3,3)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,0)	(0,0)	0,0	(0,0)	(0,5)	(0,6)	(0,7)		
- Impuestos	(0,7)	(0,4)	(0,7)	0,0	1,1	0,3	0,1		
= Free Cash Flow recurrente	(3,1)	4,1	(4,5)	(6,9)	2,2	(5,9)	(2,8)	-30,3%	25,8%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	<i>91,2%</i>	<i>231,3%</i>	<i>-209,7%</i>	<i>-53,4%</i>	<i>131,8%</i>	<i>-369,0%</i>	<i>52,2%</i>		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>2,1%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>1,5%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		
- Gastos de reestructuración y otros	(0,6)	(0,6)	(0,2)	(0,6)	(0,5)	(0,5)	(0,5)		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,0	(0,2)	0,7	1,3	2,9	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	(3,7)	3,2	(3,9)	(6,2)	4,6	(6,4)	(3,3)	-18,4%	18,6%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	<i>89,4%</i>	<i>187,1%</i>	<i>-221,4%</i>	<i>-56,9%</i>	<i>174,5%</i>	<i>-239,2%</i>	<i>48,0%</i>		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	<i>n.a.</i>	<i>6,7%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>3,6%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	<i>n.a.</i>	<i>5,3%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>7,6%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e		
Free Cash Flow recurrente (Año -1)		(3,1)	4,1	(4,5)	(6,9)	2,2	(5,9)		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos		(0,0)	(0,5)	0,0	(0,4)	(0,4)	0,1		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos		(1,0)	(3,1)	0,0	(3,9)	3,9	1,7		
= Variación EBITDA recurrente		(1,1)	(3,6)	0,1	(4,3)	3,5	1,8		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)		-	-	(0,4)	(0,2)	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante		5,7	(7,9)	(3,9)	13,1	(12,6)	1,6		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente		4,6	(11,5)	(4,2)	8,6	(9,1)	3,4		
+/- Variación del CAPEX		2,3	3,1	1,1	(0,1)	2,0	(0,0)		
+/- Variación del resultado financiero neto		(0,0)	0,1	(0,0)	(0,5)	(0,1)	(0,1)		
+/- Variación de impuestos		0,3	(0,3)	0,7	1,1	(0,8)	(0,2)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente		7,2	(8,6)	(2,4)	9,1	(8,1)	3,1		
Free Cash Flow Recurrente		4,1	(4,5)	(6,9)	2,2	(5,9)	(2,8)		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	TACC	
EBIT	4,2	4,0	0,9	0,4	(4,1)	(0,7)	0,1	-54,2%	-34,2%
* Tasa fiscal teórica	16,7%	9,3%	21,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,7)	(0,4)	(0,2)	-	-	-	-		
EBITDA recurrente	6,8	5,7	2,1	2,2	(2,1)	1,4	3,2	-31,4%	13,6%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	(0,4)	(0,6)	(0,6)	(0,6)		
+/- Var. Capital circulante	2,5	8,1	0,2	(3,6)	9,5	(3,2)	(1,6)		
= Cash Flow operativo recurrente	9,2	13,8	2,3	(1,8)	6,8	(2,3)	1,0	-30,0%	37,0%
- CAPEX	(11,6)	(9,3)	(6,2)	(5,0)	(5,2)	(3,2)	(3,3)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,7)	(0,4)	(0,2)	-	-	-	-		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	(3,1)	4,1	(4,0)	(6,9)	1,6	(5,5)	(2,2)	-30,7%	31,5%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	<i>91,2%</i>	<i>233,8%</i>	<i>-198,1%</i>	<i>-70,0%</i>	<i>123,6%</i>	<i>-441,4%</i>	<i>60,0%</i>		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>2,1%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>1,1%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,0	(0,2)	0,7	1,3	2,9	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	(3,1)	3,9	(3,3)	(5,5)	4,6	(5,5)	(2,2)	-21,9%	26,3%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	<i>91,3%</i>	<i>227,6%</i>	<i>-185,2%</i>	<i>-66,4%</i>	<i>182,3%</i>	<i>-221,7%</i>	<i>60,0%</i>		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	<i>n.a.</i>	<i>3,9%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>1,5%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	<i>n.a.</i>	<i>3,7%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>4,3%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		

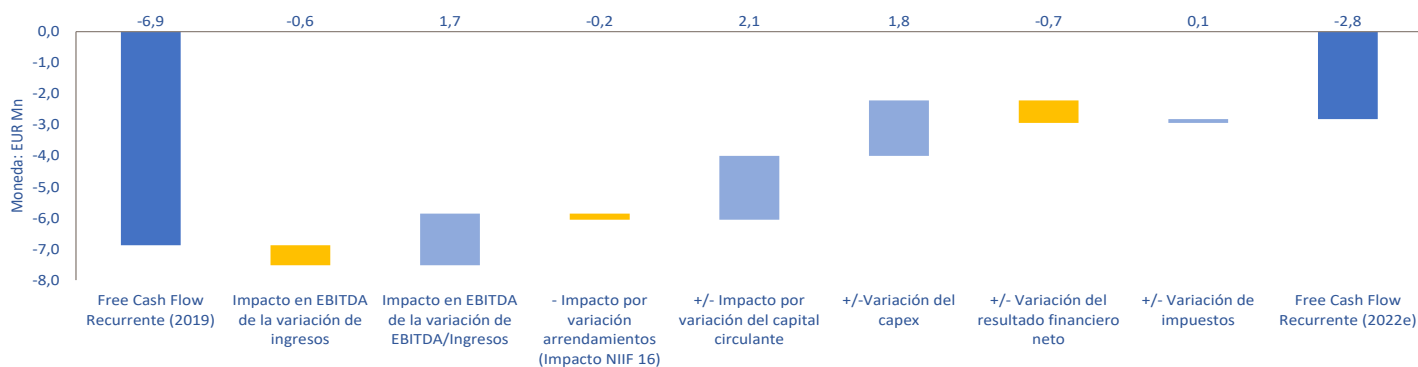
Nota 1: Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 0,4Mn mayor por la aplicación de NIIF 16.

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.

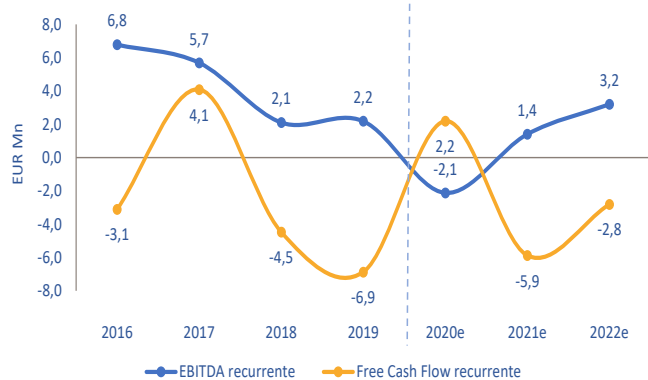
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2015 - 2019)



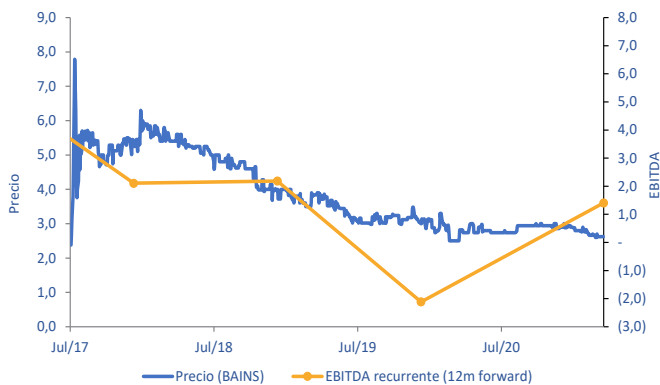
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2019 - 2022e)



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	60,6	
+ Minoritarios	2,1	Rdos. 9m 2020
+ Provisiones y otros pasivos a LP	2,7	Rdos. 9m 2020
+ Deuda financiera neta	44,2	Rdos. 12m 2019
- Inmovilizado financiero	0,3	Rdos. 9m 2020
+/- Otros ⁽¹⁾	(2,7)	Lighthouse 2020
Enterprise Value (EV)	106,6	

(1) Inversiones inmobiliarias disponibles para la venta

Anexo 4. Comportamiento histórico (1)(2)

Comportamiento histórico (EUR Mn)													TACC			
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	09-19	19-22e
Total Ingresos	1,5	1,7	1,5	2,0	1,9	2,8	66,2	197,2	195,7	177,8	180,6	148,2	173,3	185,8	61,1%	0,9%
Cto. Total ingresos	9,6%	9,4%	-12,9%	39,4%	-5,3%	44,8%	n.a.	197,9%	-0,7%	-9,2%	1,5%	-17,9%	16,9%	7,2%		
EBITDA	0,3	0,5	0,3	0,5	0,5	1,2	0,5	6,3	5,4	1,9	1,6	(2,6)	0,9	2,7	17,8%	17,9%
Cto. EBITDA	36,6%	44,6%	-34,9%	67,1%	-9,6%	171,5%	-55,3%	n.a.	-15,3%	-64,6%	-13,6%	-261,0%	133,8%	201,4%		
EBITDA/Ingresos	20,7%	27,3%	20,4%	24,5%	23,4%	43,8%	0,8%	3,2%	2,7%	1,1%	0,9%	n.a.	0,5%	1,4%		
Beneficio neto	0,1	0,2	0,2	0,4	0,4	1,1	0,1	3,3	3,3	2,4	0,3	(3,6)	(1,0)	(0,5)	10,2%	-52,2%
Cto. Beneficio neto	985,9%	83,5%	-24,8%	152,4%	-15,7%	216,1%	-90,8%	n.a.	0,3%	-27,7%	-86,8%	n.a.	71,7%	52,5%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6	10,2	23,1	23,1	23,1	23,1	23,1	23,1	23,1		
BPA (EUR)	0,02	0,04	0,03	0,07	0,06	0,20	0,01	0,14	0,14	0,10	0,01	-0,15	-0,04	-0,02	-4,4%	-52,2%
Cto. BPA	n.a.	83,5%	-24,8%	n.a.	-15,7%	n.a.	-94,9%	n.a.	0,4%	-27,7%	-86,8%	n.a.	71,7%	52,5%		
BPA ord. (EUR)	0,02	0,04	0,03	0,08	0,07	0,21	0,01	0,16	0,16	0,04	0,04	-0,18	-0,03	0,00	6,4%	-28,6%
Cto. BPA ord.	n.a.	n.a.	-19,3%	n.a.	-14,2%	n.a.	-93,8%	n.a.	-1,6%	-73,7%	-11,1%	n.a.	80,6%	86,5%		
CAPEX	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,3)	(0,7)	(0,3)	(3,2)	(11,6)	(9,3)	(6,2)	(5,0)	(5,2)	(3,2)	(3,3)		
CAPEX/Vtas %	7,1%	5,5%	9,0%	14,2%	38,7%	9,5%	4,8%	5,9%	4,8%	3,5%	2,8%	3,5%	1,9%	1,8%		
Free Cash Flow	0,1	(0,4)	0,1	0,3	(0,3)	(0,5)	(35,2)	(3,7)	3,2	(3,9)	(6,2)	4,6	(6,4)	(3,3)	-51,3%	18,6%
DN/EBITDA (x) ⁽³⁾	0,9x	1,4x	2,1x	0,1x	0,7x	0,6x	n.a.	6,3x	6,5x	20,3x	27,0x	n.a.	n.a.	18,4x		
PER (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	38,3x	27,7x	29,1x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
EV/Vtas (x)	6,25x	5,93x	6,74x	4,57x	3,99x	4,92x	1,61x	0,48x	0,79x	0,65x	0,63x	0,72x	0,61x	0,57x		
EV/EBITDA (x) ⁽³⁾	30,2x	21,7x	33,0x	18,7x	17,1x	11,2x	n.a.	15,1x	28,8x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	39,7x		
Comport. Absoluto	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-27,3%	-24,2%	-4,0%				
Comport. Relativo vs Ibex 35	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-14,5%	-32,2%	13,5%				

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

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 comparables 2020e

Datos	EUR Mn	Industria Europea				Benchmark		Globales		BAINS.MC
		Greenyard NV	Sipef NV	Vilmorin & Cie SA	Average	Select Harvests	John B Sant Filippo	Average	ADM	
Datos Mercado	Ticker (Reuters)	GREENY.BR	SIFB.BR	VILM.PA		SHV.AX	JBSS.O		ADM	
	Pais	Belgium	Belgium	France		Australia	U.S.A.		U.S.A.	Spain
	Market cap	432,3	479,2	1.337,9		491,1	867,3		27.483,8	60,6
	Enterprise value (EV)	1.087,5	671,0	2.616,0		695,6	888,7		35.351,1	106,6
Información financiera básica	Total Ingresos	4.445,8	274,0	1.435,2		159,0	739,8		54.098,1	148,2
	Cto.Total Ingresos	9,5%	10,4%	3,2%	7,7%	-16,8%	0,4%	-8,2%	-0,5%	-17,9%
	2y TACC (2020e - 2022e)	2,4%	27,0%	4,1%	11,2%	16,1%	0,9%	8,5%	2,7%	11,9%
	EBITDA	140,8	73,6	347,1		28,4	81,1		2.321,8	(2,6)
	Cto. EBITDA	45,1%	62,2%	15,8%	41,0%	-51,2%	27,7%	-11,8%	3,9%	-261,0%
	2y TACC (2020e - 2022e)	9,0%	31,6%	10,5%	17,0%	41,8%	n.a.	41,8%	18,9%	73,7%
	EBITDA/Ingresos	3,2%	26,9%	24,2%	18,1%	17,8%	11,0%	14,4%	4,3%	n.a.
	EBIT	56,8	30,0	109,0		15,7	66,0		1.501,3	(4,1)
	Cto. EBIT	n.a.	641,7%	21,4%	331,5%	-65,2%	34,2%	-15,5%	7,3%	n.a.
	2y TACC (2020e - 2022e)	14,7%	69,7%	13,4%	32,6%	64,4%	n.a.	64,4%	19,3%	42,4%
	EBIT/Ingresos	1,3%	11,0%	7,6%	6,6%	9,8%	8,9%	9,4%	2,8%	n.a.
	Beneficio Neto	10,0	17,2	67,5		16,0	45,5		1.497,7	(3,6)
	Cto. Beneficio Neto	114,7%	391,2%	-13,4%	164,2%	-52,8%	37,1%	-7,9%	25,6%	n.a.
	2y TACC (2020e - 2022e)	65,3%	81,0%	24,2%	56,8%	32,0%	n.a.	32,0%	10,7%	63,3%
	CAPEX/Ventas	1,3%	18,9%	17,3%	12,5%	14,6%	1,7%	8,2%	1,3%	-3,5%
	Free Cash Flow	38,6	9,1	25,6		(8,3)	(9,9)		946,3	4,6
Deuda financiera Neta	475,5	100,9	1.013,3		206,5	40,0		7.867,4	39,6	
DN/EBITDA (x)	3,4	1,4	2,9	2,6	7,3	0,5	3,9	3,4	n.a.	
Pay-out	0,0%	18,1%	33,9%	17,3%	50,1%	12,7%	31,4%	45,3%	0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	41,9	39,8	20,2	33,9	24,7	19,2	21,9	18,6	n.a.
	P/BV (x)	0,9	0,9	1,2	1,0	1,5	4,2	2,9	1,6	1,1
	EV/Ingresos (x)	0,2	2,4	1,8	1,5	4,4	1,2	2,8	0,7	0,7
	EV/EBITDA (x)	7,7	9,1	7,5	8,1	24,5	11,0	17,7	15,2	n.a.
	EV/EBIT (x)	19,2	22,3	24,0	21,8	44,4	13,5	28,9	23,5	n.a.
	ROE	1,6	2,2	5,4	3,1	6,1	22,0	14,0	9,0	n.a.
	FCF Yield (%)	8,9	3,0	6,4	6,1	n.a.	4,7	4,7	n.a.	3,6
	DPA	0,00	0,30	1,00	0,43	0,08	0,50	0,29	1,21	0,00
Dvd Yield	0,0%	0,7%	1,7%	0,8%	2,0%	0,7%	1,4%	2,5%	0,0%	

Nota 1: Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Refinitiv). 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).

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 que incluye el análisis financiero, proyecciones financieras, valoración, opinión y conclusiones del analista ha sido revisado por el emisor antes de su publicación.
12. El emisor ha realizado cambios en el contenido del informe antes de su distribución.

Los Analistas de Inversiones que han elaborado el presente Análisis de Inversiones son empleados de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Dichos analistas han recibido (o recibirán) una remuneración en función de los beneficios generales de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Para obtener una copia del Código de Conducta de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. (para la Gestión de Conflictos de Interés en el departamento de Análisis), contacte por correo electrónico con secretaria@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 IFAF 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 IFAF Servicios de Análisis S.L.U. El Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) y/o su filial IFAF 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. IFAF Servicios de Análisis tiene como objetivo la publicación de (al menos) un informe o nota trimestral de actualización de la compañía analizada.

Estados Unidos. IFAF 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 Mercado 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
11-Abr-2021	n.a.	2,62	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2020	Ana Isabel González García, CIIA
02-Mar-2021	n.a.	2,70	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2020 - Bajamos estimaciones	Ana Isabel González García, CIIA
04-Ene-2021	n.a.	2,88	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2020	Ana Isabel González García, CIIA
03-Ago-2020	n.a.	2,80	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2019	Ana Isabel González García, CIIA
04-Jun-2020	n.a.	2,98	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones: A la baja	Ana Isabel González García, CIIA
31-Mar-2020	n.a.	2,50	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2020	Ana Isabel González García, CIIA
02-Mar-2020	n.a.	2,96	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2020	Ana Isabel González García, CIIA
16-Oct-2019	n.a.	3,18	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2020	Ana Isabel González García, CIIA
01-Ago-2019	n.a.	3,16	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2019	Ana Isabel González García, CIIA
25-Abr-2019	n.a.	3,72	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2019	Ana Isabel González García, CIIA
11-Abr-2019	n.a.	3,84	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	Ana Isabel González García, CIIA

