# Pangaea Oncology

LIGHTHOUSE WINNER 2020 Special Mention — European Commission — European Small & Mid-Cap Awards

LIGHT HOUSE IEAF ANÁLISIS INDEPENDIENTE DE COMPAÑÍAS

**RENTA VARIABLE - ESPAÑA**
Sector: Biotecnología

Fecha del informe: 5 may 2021
Hora distribución: 10:00

**Resultados 12m 2020 - Bajamos estimaciones**
Precio de Cierre: EUR 2,20 (4 may 2021)

**Resultados 12m 2020**
Opinión [1]: Por debajo de lo esperado
Impacto [1]: Bajamos estimaciones

**Ana Isabel González García, CIIA** – ana.gonzalez@lighthouse-ieaf.com
+34 915 904 226

**Pangaea Oncology (PANG)** es una compañía biotecnológica española (Zaragoza) de pequeño tamaño, especializada en diagnóstico y tratamiento oncológico diferenciado y servicios a empresas (diagnóstico molecular y descubrimiento de biomarcadores para la industria farmacéutica). Dirigida por un equipo médico de primer nivel y que incluye a sus fundadores (c.25% del capital). La Familia Solans (Grupo Pikolin; c.25%), su socio de referencia.

**Market Data**

| | | |
|---|---|---|
| Market Cap (Mn EUR y USD) | 41,2 | 49,5 |
| EV (Mn EUR y USD) [2] | 43,0 | 51,7 |
| Número de Acciones (Mn) | 18,7 | |
| -12m (Max/Med/Mín EUR) | 2,70 / 1,62 / 0,97 | |
| Vol. Medio Día (-12m Mn EUR) | n.s. | |
| Rotación[3] | 2,4 | |
| Refinitiv / Bloomberg | PANGO.MC / PANG SM | |
| Cierre año fiscal | 31-Dic | |

**Estructura Accionarial (%)[8]**

| | |
|---|---|
| Familia Solans | 26,2 |
| Fundadores | 24,0 |
| GPI (Familia Domínguez, Mayoral) | 14,1 |
| Vidaro Inv. (Fam. Villagrá Blanco) | 11,9 |
| Free Float | 23,8 |

**Datos Financieros Básicos (EUR Mn)**

| | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e |
|---|---|---|---|---|
| Nº Acc. ajustado (Mn) | 18,7 | 18,7 | 18,7 | 18,7 |
| Total Ingresos | 4,1 | 5,2 | 6,8 | 8,2 |
| EBITDA Rec. [4] | -1,6 | -0,6 | 0,6 | 1,5 |
| *% Var.* | *9,3* | *60,4* | *195,0* | *153,4* |
| *% EBITDA Rec./Ing.* | *n.a.* | *n.a.* | *8,7* | *18,5* |
| *% Var EBITDA sector [5]* | *-3,7* | *-18,4* | *5,3* | *20,3* |
| Beneficio neto | -1,8 | -0,2 | 0,6 | 1,3 |
| BPA (EUR) | -0,10 | -0,01 | 0,03 | 0,07 |
| *% Var.* | *66,6* | *90,8* | *483,9* | *102,7* |
| BPA ord. (EUR) | -0,12 | -0,02 | 0,03 | 0,06 |
| *% Var.* | *63,5* | *80,9* | *220,4* | *131,0* |
| Free Cash Flow Rec.[6] | -2,0 | -1,0 | -0,1 | 1,0 |
| *Pay-out (%)* | *0,0* | *0,0* | *0,0* | *0,0* |
| DPA (EUR) | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Deuda financiera neta | 5,3 | 6,4 | 6,3 | 5,1 |
| DN / EBITDA Rec.(x) | n.a. | n.a. | 10,5 | 3,4 |
| *ROE (%)* | *n.a.* | *n.a.* | *7,3* | *13,3* |
| *ROCE (%)[6]* | *n.a.* | *n.a.* | *5,0* | *9,0* |

**Ratios y Múltiplos (x)[7]**

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| PER | n.a. | n.a. | 64,9 | 32,0 |
| PER Ordinario | n.a. | n.a. | 82,8 | 35,9 |
| P/BV | 4,8 | 4,9 | 4,6 | 4,0 |
| *Dividend Yield (%)* | *0,0* | *0,0* | *0,0* | *0,0* |
| EV/Ventas | 10,49 | 8,28 | 6,28 | 5,27 |
| EV/EBITDA Rec. | n.a. | n.a. | n.a. | 28,5 |
| EV/EBIT | n.a. | n.a. | 42,7 | 23,2 |
| *FCF Yield (%)[6]* | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *2,3* |

(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) La NIIF 16 no aplica.
(5) Sector: TR Europe Biotechnology & Medical Research.
(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.
(8) Fundadores: Topgenetics (Dr. R. Rosell) 8,9%, BIOsense (J. Rivela) 8,0%, Biolifepat (Dr. S. Ramón y Cajal Agüeras) 3,5%, Maectorax (Dr. J. A. Maestre) 3,5%

## 2020: clara mejora…ralentizada por el Covid

**INGRESOS +23,6% a/a (EUR 4,1Mn 2020) A PESAR DE LA CRISIS COVID.** La prolongación de la pandemia (2ª ola) ha impactado especialmente en la línea de negocio de gestión asistencial (EUR 2,1Mn 2020, -8,8% a/a), sin que la buena evolución los ingresos por servicios de diagnóstico molecular pueda compensarlos (EUR 2,0Mn 2020, c. +2x a/a). La menor actividad quirúrgica (-27,3% a/a) y procesamiento de muestras oncológicas (-18,1% a/a), justifican el peor comportamiento de la primera línea de negocio.

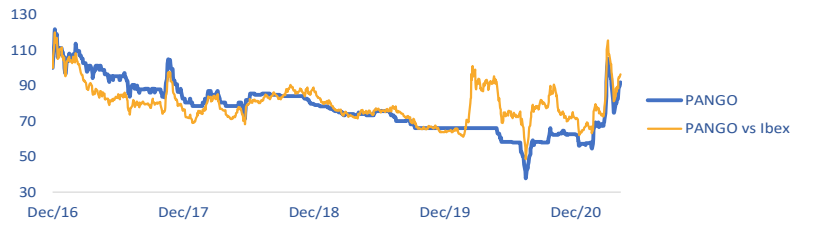
**AUNQUE CON DETERIORO DE MÁRGENES (61,9% MARGEN BRUTO/INGRESOS, -5,0p.p. a/a),** por un mix desfavorable en ingresos (menor contribución de actividad quirúrgica de mayor margen, mayor contribución test Covid de menor margen). La facturación por servicios a empresas (ex-Covid; de mayor valor añadido) ha contribuido a c. 40% de los ingresos (vs. 46,2% 1S20).

**IMPACTANDO EN EL EBITDA Rec. (EUR -1,6Mn, +9,3% a/a).** Aun así, los resultados reflejan el esfuerzo en contención de costes y a pesar del esfuerzo realizado para readaptar su laboratorio a la nueva línea Covid (+6,2% a/a en coste de personal justificado por la necesidad de adaptar los servicios asistenciales al contexto de la pandemia). Por otro lado, la inversión en investigación (enfocada en el diagnóstico molecular; pilar en la estrategia de PANG) se ha reducido c. 5,1% (EUR 2,1Mn en gastos de I+D activados; vs. EUR 1,8Mn estimado, resultando en mayor amortización).

**ACELERÁNDOSE LA MEJORA EN EL BN (EUR -1,8Mn, 62,9% a/a, +3,4p.p. vs. 1S20) Y ESTABILIZÁNDOSE EL ENDEUDAMIENTO (EUR 5,3Mn DN, -2,9% a/a),** tras la capitalización de EUR 2,5Mn en créditos vinculados (diciembre 2020; Hersol XXI, perteneciente a la familia Solans, que mantiene el 11,9% del capital).

**EN CONCLUSIÓN, EL IMPACTO DEL COVID-19 NOS LLEVA A AJUSTAR NÚMEROS 2021, PERO EL MODELO DE CRECIMIENTO A L/P SIGUE INTACTO** (prolongación de la pandemia 2021). No obstante, a pesar de la elevada incertidumbre actual, el equity story de PANG se mantiene intacto (biopsia líquida). Buena evolución del resto de indicadores de actividad: aceleración en el aumento de las visitas oncológicas (+16,4% a/a; +13p.p. vs. 1S20), aumento de los ensayos clínicos (+10% a/a; 88 ensayos 2020), posicionamiento en Covid (15.791 tests realizados). Los resultados respaldan la capacidad de PANG para reforzar su cartera de clientes a pesar del contexto Covid (72 clientes farma; +14,3% a/a), asentando las bases para una robusta recuperación post-Covid-19 (a partir del 2S21).

**Comportamiento relativo (base 100)**




| Comportamiento en bolsa (%) | -1m | -3m | -12m | YTD | -3Y | -5Y |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Absoluta | -7,1 | 59,5 | 38,8 | 47,5 | 17,2 | n.a. |
| vs Ibex 35 | -10,4 | 43,7 | 8,1 | 33,9 | 32,3 | n.a. |
| vs Ibex Small Cap Index | -3,4 | 51,2 | -6,9 | 39,7 | 2,6 | n.a. |
| vs Eurostoxx 50 | -8,3 | 43,9 | 1,6 | 31,0 | 3,4 | n.a. |
| vs Índice del sector[5] | -11,9 | 68,7 | 13,5 | 49,7 | -37,8 | n.a. |

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

**Informe emitido por IEAF Servicios de Análisis, S.L.U. Lighthouse es un proyecto de IEAF Servicios de Análisis, S.L.U.**
**Este informe se ha realizado en base a información pública. El informe incluye un análisis financiero de la compañía cubierta. El informe no propone ninguna recomendación personalizada de inversión. Los inversores tan solo deben considerar el contenido de este informe como un elemento más en su proceso de decisión en materia de inversión. En las dos últimas páginas de este informe se incluye información legal muy importante sobre su contenido.**

# Pangaea Oncology (PANG) es una compañía de BME Growth

BME Growth es el segmento destinado a empresas medianas y pequeñas de BME MTF Equity, dirigido y gestionado por la Bolsa Española (BME), estando sujeto a la supervisión de la CNMV. BME MTF Equity no es un Mercado Regulado, estando considerado como un Sistema Multilateral de Negociación (SMN), tal y como se define en la Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID). En julio de 2020, BME Growth obtuvo el sello de SME Growth Market, nueva categoría de la normativa de la UE, en España denominada Mercado de Pymes en Expansión.

BME Growth es el mercado de renta variable español para las empresas de reducida capitalización que desean crecer, estando dotado de una regulación especial, diseñada específicamente para ellas, y con costes y procesos adaptados a sus características particulares. BME Growth (antiguo MAB) empezó a operar en julio del 2009. Actualmente cotizan en él c.120 compañías. Las empresas que cotizan en BME Growth pueden optar por presentar sus estados financieros bajo NIIF o el Plan General de Contabilidad (PGC) y el Real Decreto 1159/2010 (NOFCAC).

# Resultados 12m 2020
## Revisión de estimaciones: a la baja

### *Tabla 1. Resultados 2020*

| *(EUR Mn)* | 2020 (Real) | 2019 | 2020 vs 2019 | 2020e | 2020 (Real vs Est) | 2S20 | 2S20 vs 2S19 | 2S19 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Total Ingresos** | **4,1** | **3,3** | **23,6%** | **5,2** | **-21,1%** | **2,1** | **17,6%** | **1,8** |
| Gestión asistencial | 2,1 | 2,3 | -8,8% | 2,5 | -17,7% | 1,0 | 17,2% | 1,2 |
| Servicios a empresas (DM) | 2,0 | 1,0 | 96,4% | 2,2 | -7,2% | 1,1 | 93,3% | 0,6 |
| **EBITDA Rec.** (1) | **-1,6** | **-1,7** | **9,3%** | **-0,3** | **-400,8%** | **-1,2** | **31,8%** | **-0,9** |
| *Rec. EBITDA / Ing.* | *-38,6%* | *-52,5%* | *14,0 p.p.* | *-6,1%* | *-32,5 p.p.* | *-57,2%* | *-6,2 p.p.* | *-51,0%* |
| **EBITDA** | **-1,6** | **-1,4** | **-13,6%** | **0,0** | **n.a.** | **-0,2** | **73,6%** | **-0,7** |
| *EBITDA / Ing.* | *-38,9%* | *-42,3%* | *3,4 p.p.* | *0,8%* | *-39,7 p.p.* | *-9,2%* | *31,8 p.p.* | *-41,0%* |
| **EBIT** | **-1,7** | **-2,3** | **27,5%** | **0,2** | **-917,5%** | **3,1** | **385,9%** | **-1,1** |
| **BAI** | **-1,9** | **-5,0** | **61,7%** | **0,1** | **n.a.** | **-1,2** | **65,9%** | **-3,6** |
| **BN** | **-1,8** | **-4,8** | **62,9%** | **0,1** | **n.a.** | **-1,2** | **64,3%** | **-3,4** |
| **BN ordinario** | **-1,8** | **-5,3** | **66,3%** | **-0,3** | **-505,7%** | **-1,2** | **68,7%** | **-3,9** |
| FCF Recurrente | -2,0 | -1,9 | -5,6% | | | | | |
| Deuda Neta | 5,3 | 5,5 | -2,9% | | | | | |
| DN/FFPP | 0,6 x | 0,7 x | 0,0 x | | | | | |

(1) No incluye activaciones ni gastos/ingresos no recurrentes.
(2) PANG ha corregido los datos 2019 (Impacto: EUR -0,1Mn en BN).

### *Tabla 2. Revisión de estimaciones*

| EUR Mn | 2021e (Nuevo) | Revisión (%) | 2022e (Nuevo) | Revisión (%) | 2023e (Nuevo) |
|---|---|---|---|---|---|
| **Total Ingresos** | **5,2** | **-22,6%** | **6,8** | **-7,9%** | **8,2** |
| **EBITDA (Recurrente)** | **-0,6** | **-176,0%** | **0,6** | **-50,9%** | **1,5** |
| *Cto. EBITDA Rec.* | *60,4%* | *421,5 p.p.* | *195,0%* | *148,1 p.p.* | *153,4%* |
| *EBITDA Rec. / Ventas* | *-12,1%* | *-24,4 p.p.* | *8,7%* | *-7,6 p.p.* | *18,5%* |
| **Beneficio Neto** | **-0,2** | **-123,2%** | **0,6** | **-40,3%** | **1,3** |
| **Free Cash Flow (Rec.)** | **-1,0** | **-220,2%** | **-0,1** | **-110,0%** | **1,0** |
| *DN/FFPP* | 0,8 x | -0,1 x | 0,7 x | -0,2 x | 0,5 x |

# Inputs de valoración

## *Inputs de valoración por DCF*

| | 2021e | 2022e | 2023e | Perpetuo [1] |
|---|---|---|---|---|
| **Free Cash Flow "To the Firm"** | **(1,8)** | **(0,8)** | **0,0** | **n.a.** |

| | | | Inputs favorables | Inputs desfavorables |
|---|---|---|---|---|
| **Market Cap** | **41,2** | A la fecha de este informe | | |
| **Deuda financiera neta** | **6,4** | Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2020) | | |
| Coste de la deuda | 3,0% | Coste de la deuda neta | 2,8% | 3,3% |
| Tasa fiscal (T) | 20,0% | T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo) | = | = |
| **Coste de la deuda neta** | **2,4%** | **Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)** | **2,2%** | **2,6%** |
| 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) | 1,4 | B (Refinitiv y Lighthouse) | 1,3 | 1,5 |
| **Coste del Equity** | **13,0%** | **Ke = Rf + (R * B)** | **11,5%** | **14,7%** |
| Equity / (Equity + Deuda Neta) | 86,6% | E (tomando como valor del equity su Market Cap) | = | = |
| Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta) | 13,4% | D | = | = |
| **WACC** | **11,6%** | **WACC = Kd * D + Ke * E** | **10,2%** | **13,1%** |
| **G "Razonable"** | **2,5%** | | **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 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Laboratorios de Diagnóstico Molecular** | | | n.a. | 29,6% | n.a. | 54,2% | 11,9 | 25,5% | 14,7% | n.a. | 34,3% |
| Exact Sciences Corp | EXAS.O | 16.545,2 | n.a. | 28,5% | n.a. | 46,6% | 11,4 | 22,3% | n.a. | n.a. | 56,0% |
| Guardant Health Inc | GH.O | 12.473,6 | n.a. | 20,9% | n.a. | 17,3% | 37,9 | 36,8% | n.a. | n.a. | -3,6% |
| Neogenomics Inc. | NEO.O | 4.635,0 | n.a. | 69,9% | n.a. | 43,9% | 10,7 | 14,0% | 12,2% | n.a. | n.a. |
| Biocartis | BCART.BR | 249,0 | n.a. | 37,9% | n.a. | 72,9% | 4,8 | 37,7% | n.a. | n.a. | 40,2% |
| Atrys Health | ATRY.MC | 344,2 | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | 10,7 | n.a. | 17,2% | n.a. | 44,6% |
| MDXHEALTH SA | MDXH.BR | 134,4 | n.a. | -0,5% | n.a. | 90,0% | 5,9 | 24,3% | n.a. | n.a. | n.a. |
| Biocept | BIOC.O | 51,0 | n.a. | 21,0% | n.a. | n.a. | 1,7 | 18,2% | n.a. | n.a. | n.a. |
| **Equipos Médicos Avanzados** | | | 24,4 | 4,4% | 18,7 | 3,0% | 5,9 | 3,3% | 32,2% | 3,8% | 10,5% |
| Thermo Fischer | TMO | 152.220,6 | 21,0 | -2,0% | 16,9 | -3,1% | 5,5 | 0,9% | 32,2% | 3,8% | 7,2% |
| Danaher | DHR | 152.019,0 | 28,8 | 4,6% | 21,6 | 2,6% | 7,2 | 4,4% | 33,4% | 3,6% | 6,1% |
| Becton Dickinson | BDX | 60.835,4 | 19,6 | 6,6% | 14,9 | 7,0% | 4,5 | 2,5% | 30,1% | 4,7% | 8,3% |
| Agilent | A | 33.201,4 | 33,6 | 11,7% | 26,2 | 7,5% | 6,9 | 6,3% | 26,4% | 2,5% | 18,8% |
| Qiagen | QGEN.K | 9.211,6 | 19,3 | 1,2% | 13,9 | 1,1% | 5,4 | 2,4% | 38,8% | 4,1% | 12,2% |
| **Líder Global** | | | | | | | | | | | |
| ROCHE | ROG.S | 236.884,3 | 15,0 | 5,4% | 10,5 | 4,2% | 4,4 | 3,2% | 41,7% | 6,1% | 6,0% |
| PANG | PANGO.MC | 41,2 | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | 8,3 | 25,3% | n.a. | n.a. | 77,0% |

# Anexo 1. Proyecciones financieras[1]

| Balance (EUR Mn) | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Inmovilizado inmaterial | 8,2 | 10,0 | 10,3 | 7,1 | 6,9 | 7,4 | 7,8 | 8,1 |
| Inmovilizado material | 0,9 | 0,9 | 0,8 | 0,6 | 0,6 | 0,8 | 0,8 | 0,8 |
| Otros activos no corrientes | 2,7 | 4,0 | 3,8 | 4,0 | 3,9 | 3,1 | 2,2 | 1,1 |
| Inmovilizado financiero | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,2 |
| Fondo de comercio y otros intangibles | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Activo circulante | 1,8 | 2,4 | 3,6 | 3,6 | 4,4 | 5,2 | 6,4 | 7,3 |
| **Total activo** | **13,7** | **17,4** | **18,5** | **15,4** | **15,8** | **16,6** | **17,2** | **17,5** |
| | | | | | | | | |
| Patrimonio neto | 6,0 | 5,0 | 8,5 | 8,3 | 8,6 | 8,4 | 9,0 | 10,3 |
| Minoritarios | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Provisiones y otros pasivos a LP | 0,1 | 0,4 | 0,4 | 0,3 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 |
| Otros pasivos no corrientes | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Deuda financiera neta | 4,8 | 10,7 | 8,0 | 5,5 | 5,3 | 6,4 | 6,3 | 5,1 |
| Pasivo circulante | 2,8 | 1,3 | 1,6 | 1,3 | 1,6 | 1,6 | 1,7 | 1,8 |
| **Total pasivo** | **13,7** | **17,4** | **18,5** | **15,4** | **15,8** | **16,6** | **17,2** | **17,5** |

| | | | | | | | | | TACC | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Cuenta de Resultados (EUR Mn)** | **2016** | **2017** | **2018** | **2019** | **2020** | **2021e** | **2022e** | **2023e** | **16-20** | **20-23e** |
| **Total Ingresos** | **2,5** | **2,6** | **3,1** | **3,3** | **4,1** | **5,2** | **6,8** | **8,2** | ***13,0%*** | ***25,8%*** |
| *Cto.Total Ingresos* | *29,2%* | *4,1%* | *16,7%* | *8,4%* | *23,6%* | *26,7%* | *31,9%* | *19,1%* | | |
| Coste de ventas | (2,1) | (2,8) | (1,4) | (1,1) | (1,6) | (1,6) | (1,7) | (1,9) | | |
| **Margen Bruto** | **0,4** | **(0,2)** | **1,7** | **2,2** | **2,5** | **3,6** | **5,2** | **6,3** | ***57,7%*** | ***35,4%*** |
| *Margen Bruto / Ingresos* | *16,3%* | *n.a.* | *54,5%* | *66,9%* | *61,9%* | *69,1%* | *75,3%* | *77,2%* | | |
| Gastos de personal | (2,3) | (2,8) | (2,7) | (2,7) | (2,8) | (3,0) | (3,3) | (3,4) | | |
| Otros costes de explotación | (1,4) | (1,4) | (1,3) | (1,3) | (1,3) | (1,3) | (1,3) | (1,4) | | |
| **EBITDA recurrente** | **(3,3)** | **(4,5)** | **(2,3)** | **(1,7)** | **(1,6)** | **(0,6)** | **0,6** | **1,5** | ***16,9%*** | ***43,5%*** |
| *Cto.EBITDA recurrente* | *-60,5%* | *-34,3%* | *47,7%* | *25,3%* | *9,3%* | *60,4%* | *195,0%* | *153,4%* | | |
| *EBITDA rec. / Ingresos* | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *8,7%* | *18,5%* | | |
| Gastos de reestructuración y otros no rec. | 0,0 | (0,1) | 0,3 | 0,3 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | | |
| **EBITDA** | **(3,3)** | **(4,5)** | **(2,1)** | **(1,4)** | **(1,3)** | **(0,4)** | **0,8** | **1,7** | ***20,3%*** | ***48,4%*** |
| Depreciación y provisiones | (0,9) | (1,8) | (2,4) | (3,1) | (2,4) | (1,5) | (1,6) | (1,7) | | |
| Gastos capitalizados | 2,7 | 3,7 | 2,6 | 2,2 | 2,1 | 1,9 | 1,8 | 1,8 | | |
| Arrendamientos (Impacto NIIF 16) | - | - | - | - | - | - | - | - | | |
| **EBIT** | **(1,5)** | **(2,6)** | **(1,8)** | **(2,3)** | **(1,7)** | **(0,0)** | **1,0** | **1,9** | ***-2,8%*** | ***46,1%*** |
| *Cto.EBIT* | *-52,7%* | *-74,8%* | *30,3%* | *-26,7%* | *27,5%* | *99,9%* | *n.a.* | *84,4%* | | |
| *EBIT / Ingresos* | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *14,7%* | *22,8%* | | |
| Impacto fondo de comercio y otros | (0,0) | (0,1) | 0,0 | (2,5) | - | - | - | - | | |
| Resultado financiero neto | (0,2) | (0,4) | (0,3) | (0,2) | (0,2) | (0,2) | (0,2) | (0,2) | | |
| Resultados por puesta en equivalencia | - | - | - | - | (0,0) | - | 0,1 | 0,1 | | |
| **Beneficio ordinario** | **(1,7)** | **(3,1)** | **(2,1)** | **(5,0)** | **(1,9)** | **(0,2)** | **0,8** | **1,7** | ***-2,4%*** | ***42,6%*** |
| *Cto.Beneficio ordinario* | *-55,9%* | *-81,8%* | *32,4%* | *-134,2%* | *61,7%* | *88,4%* | *483,9%* | *102,7%* | | |
| Extraordinarios | - | - | - | - | - | - | - | - | | |
| **Beneficio antes de impuestos** | **(1,7)** | **(3,1)** | **(2,1)** | **(5,0)** | **(1,9)** | **(0,2)** | **0,8** | **1,7** | ***-2,4%*** | ***42,6%*** |
| Impuestos | 1,1 | 1,5 | 0,9 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | (0,2) | (0,4) | | |
| *Tasa fiscal efectiva* | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *25,0%* | *25,0%* | | |
| Minoritarios | - | - | - | - | - | - | - | - | | |
| Actividades discontinuadas | - | - | - | - | - | - | - | - | | |
| **Beneficio neto** | **(0,6)** | **(1,6)** | **(1,3)** | **(4,8)** | **(1,8)** | **(0,2)** | **0,6** | **1,3** | ***-31,8%*** | ***39,5%*** |
| *Cto.Beneficio neto* | *-22,2%* | *-177,0%* | *23,9%* | *-286,4%* | *62,9%* | *90,8%* | *483,9%* | *102,7%* | | |
| **Beneficio ordinario neto** | **(1,8)** | **(3,1)** | **(2,4)** | **(5,3)** | **(2,2)** | **(0,4)** | **0,5** | **1,1** | ***-5,3%*** | ***36,3%*** |
| *Cto. Beneficio ordinario neto* | *-42,2%* | *-76,2%* | *22,9%* | *-123,7%* | *59,5%* | *80,9%* | *220,4%* | *131,0%* | | |

| | | | | | | | | | TACC | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Cash Flow (EUR Mn)** | **2016** | **2017** | **2018** | **2019** | **2020** | **2021e** | **2022e** | **2023e** | **16-20** | **20-23e** |
| **EBITDA recurrente** | | | | | | **(0,6)** | **0,6** | **1,5** | ***16,9%*** | ***43,5%*** |
| Arrendamientos (Impacto NIIF 16) | | | | | | - | - | - | | |
| Var.capital circulante | | | | | | (0,8) | (1,1) | (0,9) | | |
| **Cash Flow operativo recurrente** | | | | | | **-1,5** | **-0,5** | **0,6** | ***2,8%*** | ***32,3%*** |
| CAPEX | | | | | | (0,1) | (0,1) | (0,1) | | |
| Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow | | | | | | (0,2) | (0,2) | (0,2) | | |
| Impuestos | | | | | | 0,8 | 0,7 | 0,7 | | |
| **Free Cash Flow Recurrente** | | | | | | **(1,0)** | **(0,1)** | **1,0** | ***10,2%*** | ***35,5%*** |
| Gastos de reestructuración y otros no rec. | | | | | | 0,2 | 0,2 | 0,2 | | |
| - Adquisiciones / + Desinversiones | | | | | | (0,2) | - | - | | |
| Extraordinarios con impacto en Cash Flow | | | | | | - | - | - | | |
| **Free Cash Flow** | | | | | | **(1,0)** | **0,1** | **1,1** | ***7,6%*** | ***36,9%*** |
| Ampliaciones de capital | | | | | | - | - | - | | |
| Dividendos | | | | | | - | - | - | | |
| **Variación de Deuda financiera neta** | | | | | | **1,0** | **(0,1)** | **(1,1)** | | |

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

# Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow(1)

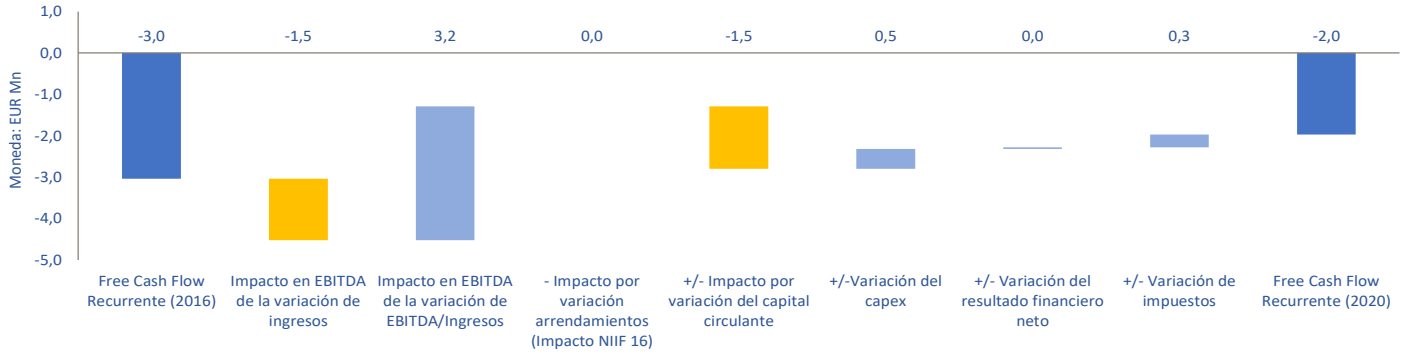
| A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn) | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e | TACC 17-20 | TACC 20-23e |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **EBITDA recurrente** | **(4,5)** | **(2,3)** | **(1,7)** | **(1,6)** | **(0,6)** | **0,6** | **1,5** | ***29,2%*** | ***43,5%*** |
| *Cto.EBITDA recurrente* | *-34,3%* | *47,7%* | *25,3%* | *9,3%* | *60,4%* | *195,0%* | *153,4%* | | |
| *EBITDA rec. / Ingresos* | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *8,7%* | *18,5%* | | |
| - Arrendamientos (Impacto NIIF 16) | - | - | - | - | - | - | - | | |
| +/- Var. Capital circulante | (2,1) | (0,8) | (0,4) | (0,4) | (0,8) | (1,1) | (0,9) | | |
| **= Cash Flow operativo recurrente** | **(6,6)** | **(3,2)** | **(2,1)** | **(2,0)** | **(1,5)** | **(0,5)** | **0,6** | ***32,7%*** | ***32,3%*** |
| *Cto. Cash Flow operativo recurrente* | *-193,7%* | *51,8%* | *33,9%* | *4,3%* | *27,6%* | *67,2%* | *233,6%* | | |
| *Cash Flow operativo recurrente / Ingresos* | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *7,8%* | | |
| - CAPEX | (0,2) | (0,0) | (0,0) | (0,1) | (0,1) | (0,1) | (0,1) | | |
| - Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow | (0,4) | (0,3) | (0,2) | (0,2) | (0,2) | (0,2) | (0,2) | | |
| - Impuestos | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,3 | 0,8 | 0,7 | 0,7 | | |
| **= Free Cash Flow recurrente** | **(6,8)** | **(3,1)** | **(1,9)** | **(2,0)** | **(1,0)** | **(0,1)** | **1,0** | ***33,8%*** | ***35,5%*** |
| *Cto. Free Cash Flow recurrente* | *-124,1%* | *54,2%* | *40,0%* | *-5,6%* | *51,3%* | *89,8%* | *n.a.* | | |
| *Free Cash Flow recurrente /Ingresos* | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *11,8%* | | |
| - Gastos de reestructuración y otros | 1,0 | 0,4 | 0,2 | 0,3 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | | |
| - Adquisiciones / + Desinversiones | - | - | - | (0,3) | (0,2) | - | - | | |
| +/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow | - | - | - | - | - | - | - | | |
| **= Free Cash Flow** | **(5,8)** | **(2,7)** | **(1,7)** | **(2,0)** | **(1,0)** | **0,1** | **1,1** | ***29,5%*** | ***36,9%*** |
| *Cto. Free Cash Flow* | *-108,4%* | *53,0%* | *39,4%* | *-22,7%* | *50,2%* | *108,3%* | *n.a.* | | |
| | | | | | | | | | |
| *Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)* | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *2,3%* | | |
| *Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)* | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *0,2%* | *2,8%* | | |

| B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR) | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Free Cash Flow recurrente (Año -1)** | **(3,0)** | **(6,8)** | **(3,1)** | **(1,9)** | **(2,0)** | **(1,0)** | **(0,1)** |
| Impacto en EBITDA de la variación de ingresos | (0,1) | (0,7) | (0,2) | (0,4) | (0,4) | (0,2) | 0,1 |
| Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos | (1,0) | 2,9 | 0,8 | 0,6 | 1,4 | 1,4 | 0,8 |
| **= Variación EBITDA recurrente** | **(1,1)** | **2,1** | **0,6** | **0,2** | **1,0** | **1,2** | **0,9** |
| - Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16) | - | - | - | - | - | - | - |
| +/- Impacto por variación del capital circulante | (3,2) | 1,3 | 0,5 | (0,1) | (0,4) | (0,2) | 0,2 |
| **= Variación del Cash Flow operativo recurrente** | **(4,3)** | **3,4** | **1,1** | **0,1** | **0,6** | **1,0** | **1,1** |
| +/-Variación del CAPEX | 0,4 | 0,1 | 0,0 | (0,1) | (0,0) | (0,0) | (0,0) |
| +/- Variación del resultado financiero neto | (0,2) | 0,1 | 0,2 | (0,0) | (0,0) | (0,0) | 0,0 |
| +/- Variación de impuestos | 0,4 | 0,0 | (0,0) | (0,1) | 0,5 | (0,1) | (0,0) |
| **= Variación del Free Cash Flow recurrente** | **(3,8)** | **3,7** | **1,2** | **(0,1)** | **1,0** | **0,9** | **1,1** |
| | | | | | | | |
| **Free Cash Flow Recurrente** | **(6,8)** | **(3,1)** | **(1,9)** | **(2,0)** | **(1,0)** | **(0,1)** | **1,0** |

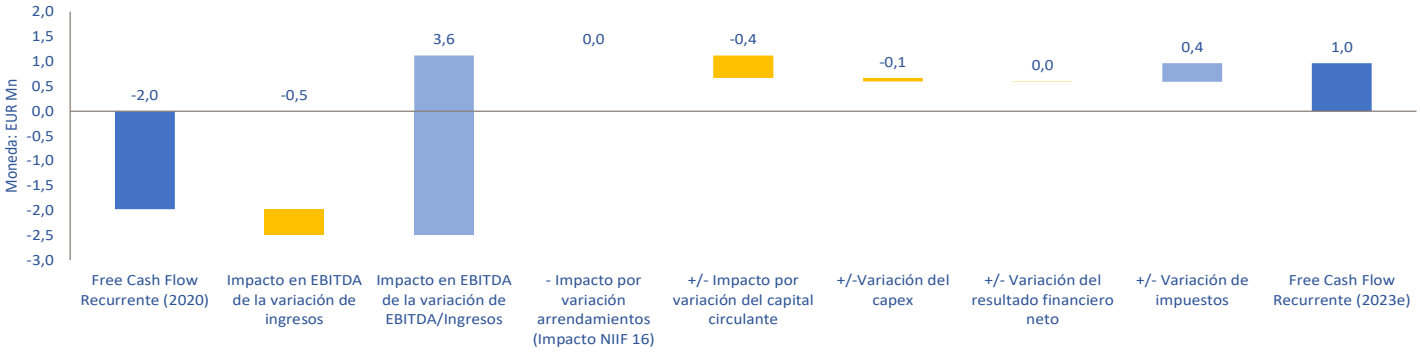
| C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn) | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e | TACC 17-20 | TACC 20-23e |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **EBIT** | **(2,6)** | **(1,8)** | **(2,3)** | **(1,7)** | **(0,0)** | **1,0** | **1,9** | ***13,8%*** | ***46,1%*** |
| ** Tasa fiscal teórica* | *0,0%* | *0,0%* | *0,0%* | *0,0%* | *0,0%* | *25,0%* | *25,0%* | | |
| = Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto) | - | - | - | - | - | (0,3) | (0,5) | | |
| | | | | | | | | | |
| **EBITDA recurrente** | **(4,5)** | **(2,3)** | **(1,7)** | **(1,6)** | **(0,6)** | **0,6** | **1,5** | ***29,2%*** | ***43,5%*** |
| - Arrendamientos (Impacto NIIF 16) | - | - | - | - | - | - | - | | |
| +/- Var. Capital circulante | (2,1) | (0,8) | (0,4) | (0,4) | (0,8) | (1,1) | (0,9) | | |
| **= Cash Flow operativo recurrente** | **(6,6)** | **(3,2)** | **(2,1)** | **(2,0)** | **(1,5)** | **(0,5)** | **0,6** | ***32,7%*** | ***32,3%*** |
| - CAPEX | (0,2) | (0,0) | (0,0) | (0,1) | (0,1) | (0,1) | (0,1) | | |
| - Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto) | - | - | - | - | - | (0,3) | (0,5) | | |
| **= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente** | **(6,7)** | **(3,2)** | **(2,1)** | **(2,1)** | **(1,5)** | **(0,8)** | **0,0** | ***32,5%*** | ***26,3%*** |
| *Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente* | *-141,5%* | *52,5%* | *34,5%* | *1,0%* | *25,7%* | *45,1%* | *103,7%* | | |
| Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | 0,4% | | |
| - Adquisiciones / + Desinversiones | - | - | - | (0,3) | (0,2) | - | - | | |
| +/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow | - | - | - | - | - | - | - | | |
| **= Free Cash Flow "To the Firm"** | **(6,7)** | **(3,2)** | **(2,1)** | **(2,4)** | **(1,8)** | **(0,8)** | **0,0** | ***29,1%*** | ***26,3%*** |
| *Cto. Free Cash Flow (To the Firm)* | *-141,5%* | *52,5%* | *34,5%* | *-14,6%* | *25,6%* | *52,6%* | *103,7%* | | |
| | | | | | | | | | |
| *Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)* | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *0,1%* | | |
| *Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)* | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *0,1%* | | |

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

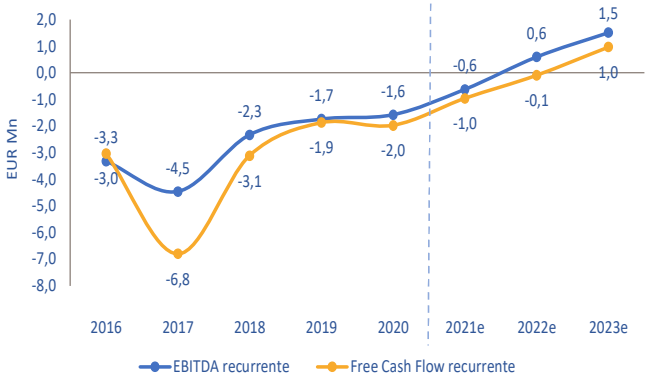
### *Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2016 - 2020)*



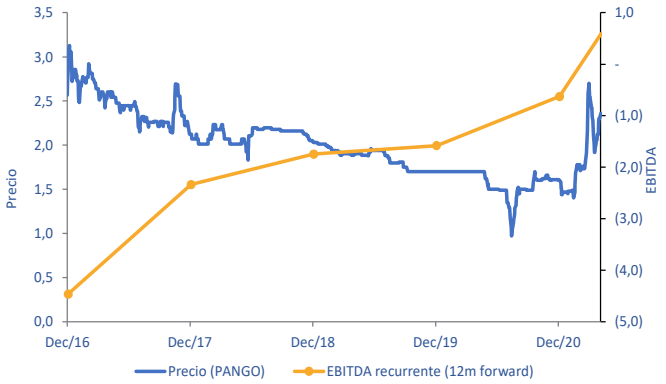

### *Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2020 - 2023e)*




### *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 | 41,2 | |
| + Minoritarios | - | Rdos. 12m 2020 |
| + Provisiones y otros pasivos a LP | 0,2 | Rdos. 12m 2020 |
| + Deuda financiera neta | 6,4 | Rdos. 12m 2020 |
| - Inmovilizado financiero | 0,1 | Rdos. 12m 2020 |
| +/- Otros(1) | (4,7) | Rdos. 12m 2020 |
| **Enterprise Value (EV)** | **43,0** | |

(1) Bases imponibles negativas

# Anexo 4. Comportamiento histórico (1)(2)

| Comportamiento histórico (EUR Mn) | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e | TACC 12-20 | TACC 20-23e |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Total Ingresos** | | | **2,6** | **3,1** | **1,7** | **1,9** | **2,5** | **2,6** | **3,1** | **3,3** | **4,1** | **5,2** | **6,8** | **8,2** | ***5.7%*** | ***25,8%*** |
| *Cto. Total ingresos* | | | *n.a.* | *17,7%* | *-44,4%* | *13,5%* | *29,2%* | *4,1%* | *16,7%* | *8,4%* | *23,6%* | *26,7%* | *31,9%* | *19,1%* | | |
| **EBITDA** | | | **(1,2)** | **(0,5)** | **(1,6)** | **(2,0)** | **(3,3)** | **(4,5)** | **(2,1)** | **(1,4)** | **(1,3)** | **(0,4)** | **0,8** | **1,7** | ***-1.1%*** | ***48,4%*** |
| *Cto. EBITDA* | | | *n.a.* | *61,2%* | *-237,0%* | *-22,1%* | *-69,4%* | *-37,0%* | *54,0%* | *32,7%* | *5,1%* | *67,4%* | *279,3%* | *117,3%* | | |
| *EBITDA/Ingresos* | | | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *11,4%* | *20,7%* | | |
| **Beneficio neto** | | | **(0,4)** | **0,1** | **(0,2)** | **(0,5)** | **(0,6)** | **(1,6)** | **(1,3)** | **(4,8)** | **(1,8)** | **(0,2)** | **0,6** | **1,3** | ***-20.0%*** | ***39,5%*** |
| *Cto. Beneficio neto* | | | *n.a.* | *124,9%* | *-289,1%* | *-147,7%* | *-22,2%* | *-177,0%* | *23,9%* | *-286,4%* | *62,9%* | *90,8%* | *483,9%* | *102,7%* | | |
| Nº Acciones Ajustado (Mn) | | | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 10,6 | 10,6 | 13,1 | 16,9 | 18,7 | 18,7 | 18,7 | 18,7 | | |
| BPA (EUR) | | | -2,55 | 0,63 | -1,20 | -2,97 | -0,06 | -0,16 | -0,10 | -0,29 | -0,10 | -0,01 | 0,03 | 0,07 | *33.7%* | *39,5%* |
| *Cto. BPA* | | | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *98,1%* | *n.a.* | *38,4%* | *n.a.* | *66,6%* | *90,8%* | *n.a.* | *n.a.* | | |
| BPA ord. (EUR) | | | -4,30 | 0,57 | -13,18 | -11,77 | -0,17 | -0,29 | -0,18 | -0,32 | -0,12 | -0,02 | 0,03 | 0,06 | *36.4%* | *36,3%* |
| *Cto. BPA ord.* | | | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *10,7%* | *98,6%* | *-76,2%* | *37,6%* | *-73,7%* | *63,5%* | *80,9%* | *n.a.* | *n.a.* | | |
| CAPEX | | | - | (0,1) | (0,1) | - | (0,5) | (0,2) | (0,0) | (0,0) | (0,1) | (0,1) | (0,1) | (0,1) | | |
| *CAPEX/Vtas %)* | | | *0,0%* | *3,5%* | *3,5%* | *0,0%* | *21,8%* | *5,9%* | *0,9%* | *0,0%* | *1,7%* | *1,7%* | *1,7%* | *1,7%* | | |
| **Free Cash Flow** | | | **(0,1)** | **(0,8)** | **(1,9)** | **(2,8)** | **(2,8)** | **(5,8)** | **(2,7)** | **(1,7)** | **(2,0)** | **(1,0)** | **0,1** | **1,1** | ***-47.2%*** | **36,9%** |
| *DN/EBITDA (x) (3)* | | | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | 8,1x | 3,0x | | |
| *PER (x)* | | | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | 64,9x | 32,0x | | |
| *EV/Vtas (x)* | | | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *13,82x* | *12,59x* | *11,59x* | *9,38x* | *10,49x* | *8,28x* | 6,28x | 5,27x | | |
| *EV/EBITDA (x) (3)* | | | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | n.a. | 25,4x | | |
| *Comport. Absoluto* | | | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *-22,0%* | *-4,3%* | *-16,3%* | *-5,9%* | *37,5%* | | | | |
| *Comport. Relativo vs Ibex 35* | | | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *-27,4%* | *12,6%* | *-25,2%* | *11,3%* | *24,8%* | | | | |

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 0,0Mn 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 2021e

| | | Laboratorios de Diagnóstico Molecular | | | | | | | | Equipos Médicos Avanzados | | | | | | Líder Global | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | EUR Mn | Biocept | MDXHEALTH SA | Biocartis | Atrys Health | Guardant Health Inc | Exact Sciences Corp | Neogenomics Inc. | Average | Thermo Fischer | Qiagen | Danaher | Agilent | Becton Dickinson | Average | ROCHE | PANG |
| Datos Mercado | Ticker (Reuters) | BIOC.O | MDXH.BR | BCART.BR | ATRY.MC | GH.O | EXAS.O | NEO.O | | TMO | QGEN.K | DHR | A | BDX | | ROG.S | PANGO.MC |
| | País | U.S.A. | Belgium | Belgium | Spain | U.S.A. | U.S.A. | U.S.A. | | U.S.A. | Netherlands | U.S.A. | U.S.A. | U.S.A. | | Switzerland | Spain |
| | Market cap | 51,0 | 134,4 | 249,0 | 344,2 | 12.473,6 | 16.545,2 | 4.635,0 | | 152.220,6 | 9.211,6 | 152.019,0 | 33.201,4 | 60.835,4 | | 236.884,3 | 41,2 |
| | Enterprise value (EV) | 41,0 | 134,3 | 276,1 | 343,3 | 11.698,2 | 16.360,9 | 4.531,5 | | 161.695,3 | 10.158,3 | 166.358,5 | 34.175,3 | 72.952,2 | | 242.815,7 | 43,0 |
| Información financiera básica | Total Ingresos | 23,6 | 22,9 | 57,8 | 32,0 | 308,3 | 1.430,9 | 424,8 | | 29.650,7 | 1.890,1 | 23.007,1 | 4.934,0 | 16.264,0 | | 55.574,9 | 5,2 |
| | Cto.Total Ingresos | *4,8%* | *51,4%* | *34,0%* | *115,7%* | *31,3%* | *17,2%* | *16,7%* | *38,7%* | *12,4%* | *23,4%* | *26,1%* | *7,6%* | *11,3%* | *16,2%* | *3,0%* | *26,7%* |
| | 2y TACC (2020e - 2022e) | *18,2%* | *24,3%* | *37,7%* | *n.a.* | *36,8%* | *22,3%* | *14,0%* | *25,5%* | *0,9%* | *2,4%* | *4,4%* | *6,3%* | *2,5%* | *3,3%* | *3,2%* | *25,3%* |
| | EBITDA | n.a. | (8,5) | (47,8) | 5,5 | (309,4) | (305,2) | 51,7 | | 9.554,6 | 733,2 | 7.684,9 | 1.304,6 | 4.891,5 | | 23.189,0 | (0,4) |
| | Cto. EBITDA | *n.a.* | *n.a.* | *-28,7%* | *76,3%* | *-66,2%* | *n.a.* | *287,6%* | *67,3%* | *14,4%* | *27,4%* | *57,8%* | *9,3%* | *20,3%* | *25,9%* | *6,5%* | *67,4%* |
| | 2y TACC (2020e - 2022e) | *n.a.* | *90,0%* | *72,9%* | *n.a.* | *17,3%* | *46,6%* | *43,9%* | *54,2%* | *-3,1%* | *1,1%* | *2,6%* | *7,5%* | *7,0%* | *3,0%* | *4,2%* | *n.a.* |
| | EBITDA/Ingresos | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *17,2%* | *n.a.* | *n.a.* | *12,2%* | *14,7%* | *32,2%* | *38,8%* | *33,4%* | *26,4%* | *30,1%* | *32,2%* | *41,7%* | *n.a.* |
| | EBIT | (13,3) | (1,2) | (55,1) | 1,0 | (287,4) | (371,2) | 24,6 | | 8.894,2 | 589,8 | 6.814,3 | 1.179,0 | 4.075,9 | | 19.441,3 | (0,0) |
| | Cto. EBIT | *-4,9%* | *94,7%* | *-17,6%* | *-17,7%* | *-43,1%* | *-211,0%* | *254,4%* | *7,8%* | *38,0%* | *38,2%* | *99,5%* | *26,9%* | *83,0%* | *57,1%* | *10,7%* | *99,9%* |
| | 2y TACC (2020e - 2022e) | *15,1%* | *n.a.* | *49,1%* | *n.a.* | *20,0%* | *73,2%* | *70,3%* | *45,5%* | *-4,7%* | *1,9%* | *3,5%* | *16,6%* | *4,5%* | *4,4%* | *6,3%* | *n.a.* |
| | EBIT/Ingresos | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *3,1%* | *n.a.* | *n.a.* | *5,8%* | *4,5%* | *30,0%* | *31,2%* | *29,6%* | *23,9%* | *25,1%* | *28,0%* | *35,0%* | *n.a.* |
| | Beneficio Neto | (13,3) | (11,6) | (69,9) | - | (283,7) | (475,2) | 20,5 | | 7.278,1 | 470,6 | 5.472,6 | 970,0 | 3.174,2 | | 15.388,3 | (0,2) |
| | Cto. Beneficio Neto | *-8,9%* | *-50,6%* | *11,1%* | *n.a.* | *40,7%* | *-31,6%* | *500,5%* | *76,9%* | *39,4%* | *60,0%* | *83,3%* | *57,1%* | *325,6%* | *113,1%* | *10,4%* | *90,8%* |
| | 2y TACC (2020e - 2022e) | *15,1%* | *68,5%* | *38,1%* | *n.a.* | *20,3%* | *31,1%* | *67,0%* | *40,0%* | *-2,0%* | *2,8%* | *4,3%* | *9,8%* | *6,8%* | *4,3%* | *6,0%* | *n.a.* |
| | CAPEX/Ventas | *n.a.* | *n.a.* | *7,8%* | *181,3%* | *6,4%* | *6,3%* | *5,3%* | *41,4%* | *5,9%* | *9,1%* | *3,7%* | *3,2%* | *4,9%* | *5,3%* | *6,6%* | *1,7%* |
| | Free Cash Flow | n.a. | n.a. | (70,7) | (55,0) | (138,8) | (215,3) | n.a. | | 5.776,2 | 380,9 | 5.447,2 | 818,7 | 2.902,2 | | 14.284,7 | (1,0) |
| | Deuda financiera Neta | n.a. | n.a. | 91,5 | 32,0 | (798,0) | 666,2 | (215,4) | | 6.366,3 | 638,4 | 7.321,4 | 925,6 | 10.653,3 | | (3.722,3) | 6,4 |
| | DN/EBITDA (x) | n.a. | n.a. | n.a. | 5,8 | n.a. | n.a. | (4,2) | 0,8 | 0,7 | 0,9 | 1,0 | 0,7 | 2,2 | 1,1 | (0,2) | n.a. |
| | Pay-out | *n.a.* | *n.a.* | *0,0%* | *n.a.* | *0,0%* | *0,0%* | *0,0%* | *0,0%* | *4,3%* | *0,0%* | *8,6%* | *20,5%* | *27,2%* | *12,1%* | *47,3%* | *0,0%* |
| Múltiplos y Ratios | P/E (x) | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | 21,0 | 19,3 | 28,8 | 33,6 | 19,6 | 24,4 | 15,0 | n.a. |
| | P/BV (x) | n.a. | n.a. | n.a. | 3,7 | 15,6 | 7,4 | 6,2 | 8,2 | 5,1 | 3,4 | 4,1 | 7,9 | 2,9 | 4,7 | 5,8 | 4,9 |
| | EV/Ingresos (x) | 1,7 | 5,9 | 4,8 | 10,7 | 37,9 | 11,4 | 10,7 | 11,9 | 5,5 | 5,4 | 7,2 | 6,9 | 4,5 | 5,9 | 4,4 | 8,3 |
| | EV/EBITDA (x) | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | 16,9 | 13,9 | 21,6 | 26,2 | 14,9 | 18,7 | 10,5 | n.a. |
| | EV/EBIT (x) | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | 18,2 | 17,2 | 24,4 | 29,0 | 17,9 | 21,3 | 12,5 | n.a. |
| | ROE | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *0,1* | *n.a.* | *n.a.* | *3,9* | 2,0 | *24,5* | *18,0* | *15,0* | *23,0* | *14,2* | 18,9 | *41,0* | *n.a.* |
| | FCF Yield (%) | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | *n.a.* | n.a. | *3,8* | *4,1* | *3,6* | *2,5* | *4,7* | 3,8 | *6,1* | *n.a.* |
| | DPA | *n.a.* | *n.a.* | *0,00* | *0,00* | *0,00* | *0,00* | *0,00* | *0,00* | *0,78* | *0,00* | *0,66* | *0,64* | *3,10* | *1,04* | *8,52* | *0,00* |
| | Dvd Yield | *n.a.* | *n.a.* | *0,0%* | *0,0%* | *0,0%* | *0,0%* | *0,0%* | *0,0%* | *0,2%* | *0,0%* | *0,3%* | *0,6%* | *1,5%* | *0,5%* | *3,1%* | *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 horarios 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, proyeccciones 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 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 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 05-May-2021 | n.a. | 2,20 | n.a. | n.a. | Resultados 12m 2020 - Bajamos estimaciones | Ana Isabel González García, CIIA |
| 03-Nov-2020 | n.a. | 1,60 | n.a. | n.a. | Resultados 6m 2020 | Ana Isabel González García, CIIA |
| 16-Oct-2020 | n.a. | 1,58 | n.a. | n.a. | Inicio de cobertura | Ana Isabel González García, CIIA |

European Commission
LIGHTHOUSE WINNER 2020 Special Mention
European Small & Mid-Cap Awards
FESE EuropeanIssuers