

## RENTA VARIABLE - ESPAÑA

Sector: Alimentación - Procesado de Alimentos

Fecha del informe: 2 mar 2020

Hora distribución: 8:30

Resultados 6m 2020

Precio de Cierre: EUR 2,96 (28 feb 2020)

### Resultados 6m 2020

Opinión <sup>(1)</sup>: En línea

Impacto <sup>(2)</sup>: No moveremos nuestras estimaciones

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

+34 915 904 226

Borges Agricultural & Industrial Nuts, S.A. 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), siendo referente europeo en el segmento de almendras (cuota del c.7%). Su accionista de referencia es Borges International Group (89,1% del capital).

## Resultados 1S20, en línea

**SIN SORPRESAS EN INGRESOS +8,4% a/a** (-3,9p.p. vs. 1T, con +4,7%, volumen y +3,7%, precios), favorecida por la base comparable, menos exigente (-7,4% y -7,3% respectivamente en el 1S19). Desaceleración del crecimiento en almendras (12% a/a, -10p.p. vs. 1T20) y mejora en nueces por la recuperación de los precios (-19% a/a, +11p.p. vs. 1T).

**EN UN ENTORNO DE PRECIOS FAVORABLE:** 1) menores expectativas iniciales de la producción de almendras estadounidense (-3% a/a previsto inicialmente por NASS vs. c. +9% a/a en la producción final), 2) el potencial impacto del conflicto arancelario internacional en la anticipación de la demanda y 3) menor cosecha chilena de nueces.

**...QUE HA CONLLEVADO LA RECUPERACIÓN ESPERADA EN EBITDA Rec.:** EUR 3,3Mn, favorecido por el aumento de la producción propia (aunque inferior a la inicialmente prevista y con c. 70% de los cultivos actuales en producción): contribución de un año "on" en pistachos (c. 2x a/a en la producción, con 190 Tn) y de las nuevas plantaciones de almendros (c. 3x a/a hasta las 250 Tn), compensando el menor margen en su división comercial (-0,4p.p. a/a), resultando en un margen EBITDA Rec./Ingresos del 3,3%, en línea con la estimación anual.

**PERO CON UN AUMENTO DEL ENDEUDAMIENTO (DN/EBITDA Rec. 8x)**, +12,3% a/a en DN por el aumento de la inversión en circulante (c. EUR 4Mn, inherente al crecimiento del negocio) y a pesar de un menor Capex (EUR 3,1Mn, -11% a/a), alineado con el estimado para el año (EUR 6,8Mn).

**LOS RESULTADOS 1S EN LINEA NOS LLEVAN A MANTENER NÚMEROS 2020, "PERO"...** Los resultados 12m estarán totalmente condicionados por el comportamiento de los precios durante el 2S, y, por su impacto márgenes. Las incertidumbres clave, y potencialmente negativas, son: 1) la cosecha chilena (país que ha triplicado la superficie cultivada de nogales -10y, exportando >90% de su producción, aunque afectado por problemas de sequía), 2) las previsiones para EEUU y 3) el previsible aumento de la producción en España (por la entrada en producción de las plantaciones más recientes). No obstante, hay elementos que podrían disminuir la presión de precios en Europa, como el reciente acuerdo comercial alcanzado entre EEUU y China o una menor producción australiana (la polinización podría verse afectada por los incendios de principios de año).

### Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	68,5	75,5
EV (Mn EUR y USD) <sup>(2)</sup>	117,1	129,1
Número de Acciones (Mn)	23,1	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	3,90 / 3,25 / 2,74	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación <sup>(3)</sup>	1,2	
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

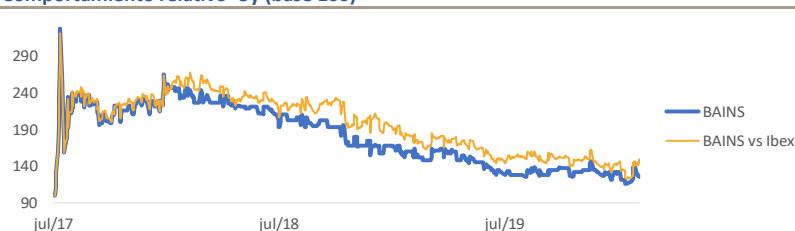
### Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2019	2020e	2021e	2022e
Nº Acc. ajustado (Mn)	23,1	23,1	23,1	23,1
Total Ingresos	177,8	189,0	198,8	208,9
EBITDA Rec. <sup>(4)</sup>	2,1	6,4	10,1	12,4
% Var.	-63,0	201,8	59,5	22,3
% EBITDA Rec./Ing.	1,2	3,4	5,1	5,9
% Var EBITDA sector <sup>(5)</sup>	7,0	13,2	9,5	6,2
Beneficio neto	2,4	2,6	4,4	5,8
BPA (EUR)	0,10	0,11	0,19	0,25
% Var.	-27,7	7,9	70,7	31,8
BPA ord. (EUR)	0,04	0,12	0,19	0,25
% Var.	-73,7	180,2	68,4	31,1
Free Cash Flow Rec. <sup>(6)</sup>	-4,5	-3,5	0,6	2,5
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	40,6	38,6	34,8
DN / EBITDA Rec.(x)	18,3	6,4	3,8	2,8
ROE (%)	4,1	4,3	6,9	8,4
ROCE (%) <sup>(6)</sup>	0,8	3,1	4,4	5,6

### Ratios y Múltiplos (x) <sup>(7)</sup>

PER	28,7	26,6	15,6	11,8
PER Ordinario	72,1	25,7	15,3	11,7
P/BV	1,2	1,1	1,0	1,0
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	0,66	0,62	0,59	0,56
EV/EBITDA Rec.	n.a.	18,4	11,6	9,4
EV/EBIT	n.a.	27,9	18,0	13,8
FCF Yield (%) <sup>(6)</sup>	n.a.	n.a.	0,9	3,6

### Comportamiento relativo -5y (base 100)



### Comportamiento en bolsa (%)

	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	-5,1	-6,9	-23,7	-1,3	n.a.	n.a.
vs Ibex 35	3,1	-0,1	-18,9	8,0	n.a.	n.a.
vs Ibex Small Cap Index	1,4	-4,9	-20,8	2,6	n.a.	n.a.
vs Eurostoxx 50	6,0	3,6	-24,4	11,0	n.a.	n.a.
vs Índice del sector <sup>(5)</sup>	4,5	-2,2	-31,2	5,2	n.a.	n.a.

(1) La opinión sobre los resultados es sobre el EBITDA publicado y su relación con nuestra estimación para el ejercicio (12m). El impacto refleja si, a raíz de estos resultados, prevemos una revisión significativa (> 5%), al alza o a la baja, de nuestra estimación de EBITDA (en cualquiera de los años estimados).

(2) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

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

(4) Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2020 el EBITDA es c. EUR 0,5Mn 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, Thomson Reuters y Lighthouse.

**Resultados 1S 2020**
**Tabla de Resultados**

Toda referencia a los resultados del periodo a 6M será al periodo comprendido entre el 1 de junio y el 30 de noviembre del 2019.

	1S 2020	1S 2019	1S20 vs 1S19	2T20	2T20 vs 2T19	2020e	2020e vs 2019
<b>Total Ingresos</b>	<b>98,6</b>	<b>91,0</b>	<b>8,4%</b>	<b>55,2</b>	<b>5,9%</b>	<b>189,0</b>	<b>6,3%</b>
Nueces <sup>(1)</sup>	11,8	14,6	-18,7%	9,7	-15,6%	12,6	-29,0%
Almendras <sup>(2)</sup>	66,1	59,1	11,7%	35,3	4,1%	140,0	19,3%
Otros Frutos Secos	15,8	10,0	57,6%	8,0	203,1%	28,0	-12,5%
Otros productos	4,9	7,3	-32%	2,3	-44,2%	8,3	-21,9%
<b>EBITDA Rec. <sup>(3)</sup></b>	<b>3,3</b>	<b>0,6</b>	<b>n.s.</b>	<b>3,4</b>	<b>1204,2%</b>	<b>6,4</b>	<b>201,8%</b>
Rec. EBITDA / Ing.	3,3%	0,6%	2,7 p.p.	6,2%	5,7 p.p.	3,4%	2,2 p.p.
<b>EBITDA <sup>(3)</sup></b>	<b>2,9</b>	<b>0,4</b>	<b>n.s.</b>	<b>3,2</b>	<b>n.s.</b>	<b>6,2</b>	<b>229,7%</b>
EBITDA / Ing.	3,0%	0,4%	2,6 p.p.	5,8%	5,6 p.p.	3,3%	2,2 p.p.
<b>EBIT</b>	<b>2,8</b>	<b>2,3</b>	<b>21%</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.s.</b>	<b>4,2</b>	<b>347,2%</b>
<b>BAI</b>	<b>2,7</b>	<b>2,0</b>	<b>34,0%</b>	<b>3,0</b>	<b>n.s.</b>	<b>3,3</b>	<b>11,4%</b>
<b>BN</b>	<b>2,1</b>	<b>1,5</b>	<b>37,9%</b>	<b>2,4</b>	<b>n.s.</b>	<b>2,6</b>	<b>7,9%</b>
<b>BN ordinario</b>	<b>2,1</b>	<b>1,5</b>	<b>37,9%</b>	<b>2,1</b>	<b>n.s.</b>	<b>2,6</b>	<b>245,2%</b>
Has. gestionadas	2.519,5	2.401,5	4,9%	2.519,5	4,9%	2.523,0	-0,3%
Volumen <sup>(4)</sup>	18.392	18.413	-0,1%	10.891	-4%	35.726	1,5%
Tns. producidas	2.635	2.487	6,0%	2.635	6,0%	2.825	23,3%
FCF Recurrente	-6,1	0,5	n.a.				
Deuda Neta	50,9	45,3	12,3%				
Deuda Neta / EBITDA Rec.	8,0 x	21,5 x	-13,5 x				

<sup>(1)</sup> Mix: Volumen c.-2% y precios c.+14% (c. -17% implícito en volumen 2T)

<sup>(2)</sup> Mix: Volumen c.-5% (en línea con el 1T) y precios c.-13%

<sup>(3)</sup> EBITDA y EBITDA recurrente ajustado. Excluye activaciones. Impacto NIIF-16: EUR +0,3Mn.

<sup>(4)</sup> Excluye subproductos.

## Inputs de valoración

### Inputs de valoración por DCF

	2020e	2021e	2022e	Perpetuo <sup>(1)</sup>		
Free Cash Flow "To the Firm"	(1,4)	2,7	4,7	130,0		
Market Cap	68,5	A la fecha de este informe				
Deuda financiera neta	50,9	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 6m 2020)				
					Inputs favorables	Inputs desfavorables
Coste de la deuda	2,4%	Coste de la deuda neta			1,9%	2,9%
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=
Coste de la deuda neta	1,9%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			1,5%	2,3%
Risk free rate (rf)	1,1%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=
Equity risk premium	7,0%	R (estimación propia)			6,5%	7,5%
Beta (B)	0,8	B (Thomson Reuters)			0,7	0,9
Coste del Equity	6,8%	Ke = Rf + (R * B)			5,7%	7,9%
Equity / (Equity + Deuda Neta)	57,4%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	42,6%	D			=	=
WACC	4,7%	WACC = Kd * D + Ke * E			3,9%	5,5%
G "Razonable"	2,0%				2,5%	1,5%

(1) Perpetuo calculado sobre Free Cash Flow "to the Firm" recurrente del último año estimado, empleando la tasa fiscal efectiva normalizada (T) indicada en el cuadro superior.

### Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker	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	175,3	22,6	n.a.	8,1	n.a.	0,2	n.a.	2,8%	10,0%	n.a.
Sipef NV	SIFB.BR	478,1	18,5	n.a.	7,4	n.a.	2,1	n.a.	28,4%	2,3%	n.a.
Vilmorin & Cie SA	VILM.PA	917,9	10,6	6,0%	6,8	5,4%	1,6	3,2%	23,2%	6,3%	6,8%
Industria Agrícola			17,2	6,0%	7,4	5,4%	1,3	3,2%	18,1%	6,2%	6,8%
Select Harvests	SHV.AX	361,0	15,1	16,2%	8,0	12,3%	2,1	5,2%	26,6%	7,1%	12,6%
ADM	ADM	19.051,7	11,4	16,0%	8,1	7,6%	0,4	1,8%	5,3%	8,3%	n.a.
Comparables internacionales no europeos			13,2	16,1%	8,1	10,0%	1,3	3,5%	15,9%	7,7%	12,6%
BAINS	BAINS.MC	68,5	26,6	50,0%	18,4	40,3%	0,6	5,1%	3,3%	n.a.	n.a.

### 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	6,1%	12,1	9,7x
Central	5,1%	10,1	11,6x
Min	4,1%	8,1	14,4x

#### 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 21e			→	Escenario		
EBITDA 21e	2,1%	3,1%	4,1%		Max	FCF Rec./Yield 21e	0,9%
12,1	4,6	2,6	0,6		Central	3,8%	0,9%
10,1	2,6	0,6	(1,4)		Min	0,9%	n.a.
8,1	0,6	(1,4)	(3,4)				n.a.

## Anexo 1. Proyecciones financieras<sup>(1)</sup>

Balance (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	TACC	
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	79,7	82,8	85,8		
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	61,0	63,1	65,1		
<b>Total activo</b>	<b>8,4</b>	<b>135,6</b>	<b>134,7</b>	<b>136,2</b>	<b>144,6</b>	<b>153,2</b>	<b>156,9</b>	<b>160,4</b>		
Patrimonio neto	10,8	49,1	52,6	56,4	59,0	61,5	65,9	71,7		
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	40,6	38,6	34,8		
Pasivo circulante	0,6	43,7	36,8	39,7	41,7	38,3	39,5	41,1		
<b>Total pasivo</b>	<b>8,4</b>	<b>135,6</b>	<b>134,7</b>	<b>136,2</b>	<b>144,6</b>	<b>153,2</b>	<b>156,9</b>	<b>160,4</b>		
<b>Cuenta de Resultados (EUR Mn)</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>TACC</b>	
<b>Total Ingresos</b>	<b>2,6</b>	<b>66,2</b>	<b>197,2</b>	<b>195,7</b>	<b>177,8</b>	<b>189,0</b>	<b>198,8</b>	<b>208,9</b>	<b>-5,0%</b>	<b>5,5%</b>
<i>Cto.Total Ingresos</i>	<i>-6,9%</i>	<i>n.a.</i>	<i>197,9%</i>	<i>-0,7%</i>	<i>-9,2%</i>	<i>6,3%</i>	<i>5,2%</i>	<i>5,1%</i>		
Coste de ventas	(0,7)	(57,8)	(163,7)	(163,2)	(149,2)	(155,8)	(160,7)	(165,4)		
<b>Margen Bruto</b>	<b>1,9</b>	<b>8,4</b>	<b>33,5</b>	<b>32,5</b>	<b>28,6</b>	<b>33,2</b>	<b>38,1</b>	<b>43,5</b>	<b>-7,7%</b>	<b>15,1%</b>
<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>17,5%</i>	<i>19,2%</i>	<i>20,8%</i>		
Gastos de personal	(0,3)	(3,8)	(11,9)	(12,6)	(12,8)	(13,1)	(12,8)	(13,3)		
Otros costes de explotación	(0,3)	(4,1)	(14,8)	(14,2)	(13,6)	(13,7)	(15,2)	(17,9)		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>1,2</b>	<b>0,5</b>	<b>6,8</b>	<b>5,7</b>	<b>2,1</b>	<b>6,4</b>	<b>10,1</b>	<b>12,4</b>	<b>-44,3%</b>	<b>80,5%</b>
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>	<i>1,9%</i>	<i>-56,3%</i>	<i>n.a.</i>	<i>-16,0%</i>	<i>-63,0%</i>	<i>201,8%</i>	<i>59,5%</i>	<i>22,3%</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>3,4%</i>	<i>5,1%</i>	<i>5,9%</i>		
Gastos de reestructuración	(0,0)	0,0	(0,5)	(0,3)	(0,2)	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
<b>EBITDA</b>	<b>1,2</b>	<b>0,5</b>	<b>6,3</b>	<b>5,4</b>	<b>1,9</b>	<b>6,2</b>	<b>10,0</b>	<b>12,3</b>	<b>-45,3%</b>	<b>86,5%</b>
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	0,3		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	(0,4)	(0,4)	(0,4)		
<b>EBIT</b>	<b>1,2</b>	<b>0,4</b>	<b>4,2</b>	<b>4,0</b>	<b>0,9</b>	<b>4,2</b>	<b>6,5</b>	<b>8,5</b>	<b>-52,7%</b>	<b>n.a.</b>
<i>Cto.EBIT</i>	<i>1,6%</i>	<i>-66,2%</i>	<i>934,3%</i>	<i>-4,7%</i>	<i>-76,5%</i>	<i>347,2%</i>	<i>55,2%</i>	<i>30,1%</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>2,2%</i>	<i>3,3%</i>	<i>4,1%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	0,1	(0,2)	(0,0)	(0,0)	0,0	(0,9)	(0,8)	(0,9)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio ordinario</b>	<b>1,3</b>	<b>0,2</b>	<b>4,2</b>	<b>4,0</b>	<b>1,0</b>	<b>3,3</b>	<b>5,7</b>	<b>7,5</b>	<b>-52,1%</b>	<b>99,1%</b>
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>	<i>3,3%</i>	<i>-84,1%</i>	<i>n.a.</i>	<i>-4,8%</i>	<i>-75,9%</i>	<i>250,5%</i>	<i>70,7%</i>	<i>31,8%</i>		
Extraordinarios	-	-	-	-	2,0	-	-	-		
<b>Beneficio antes de impuestos</b>	<b>1,3</b>	<b>0,2</b>	<b>4,2</b>	<b>4,0</b>	<b>3,0</b>	<b>3,3</b>	<b>5,7</b>	<b>7,5</b>	<b>-15,0%</b>	<b>35,8%</b>
Impuestos	(0,4)	(0,1)	(0,7)	(0,4)	(0,7)	(0,8)	(1,3)	(1,7)		
<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>23,0%</i>	<i>23,0%</i>	<i>23,0%</i>		
Minoritarios	(0,1)	(0,0)	(0,2)	(0,3)	0,0	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio neto</b>	<b>0,9</b>	<b>0,1</b>	<b>3,3</b>	<b>3,3</b>	<b>2,4</b>	<b>2,6</b>	<b>4,4</b>	<b>5,8</b>	<b>-14,9%</b>	<b>34,4%</b>
<i>Cto.Beneficio neto</i>	<i>-19,6%</i>	<i>-88,5%</i>	<i>n.a.</i>	<i>0,3%</i>	<i>-27,7%</i>	<i>7,9%</i>	<i>70,7%</i>	<i>31,8%</i>		
<b>Beneficio ordinario neto</b>	<b>0,9</b>	<b>0,1</b>	<b>3,7</b>	<b>3,6</b>	<b>0,9</b>	<b>2,7</b>	<b>4,5</b>	<b>5,9</b>	<b>-49,2%</b>	<b>83,6%</b>
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>-19,4%</i>	<i>-85,3%</i>	<i>n.a.</i>	<i>-1,7%</i>	<i>-73,7%</i>	<i>180,2%</i>	<i>68,4%</i>	<i>31,1%</i>		
<b>Cash Flow (EUR Mn)</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>TACC</b>	
<b>EBITDA recurrente</b>						<b>6,4</b>	<b>10,1</b>	<b>12,4</b>	<b>-44,3%</b>	<b>80,5%</b>
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(0,4)	(0,4)	(0,4)		
Var.capital circulante						(1,0)	(0,9)	(0,5)		
<b>Cash Flow operativo recurrente</b>						<b>5,0</b>	<b>8,9</b>	<b>11,5</b>	<b>-49,9%</b>	<b>70,6%</b>
CAPEX						(6,8)	(6,1)	(6,4)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,9)	(0,8)	(0,9)		
Impuestos						(0,8)	(1,3)	(1,7)		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>						<b>(3,5)</b>	<b>0,6</b>	<b>2,5</b>	<b>20,0%</b>	<b>n.a.</b>
Gastos de reestructuración y otros						(0,1)	(0,1)	(0,1)		
- Adquisiciones / + Desinversiones						1,5	1,5	1,5		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
<b>Free Cash Flow</b>						<b>(2,2)</b>	<b>2,0</b>	<b>3,8</b>	<b>2,8%</b>	<b>n.a.</b>
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
<b>Variación de Deuda financiera neta</b>						<b>2,2</b>	<b>(2,0)</b>	<b>(3,8)</b>		

Nota 1: Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2020 el EBITDA es c. EUR 0,5Mn mayor por la aplicación de NIIF 16.

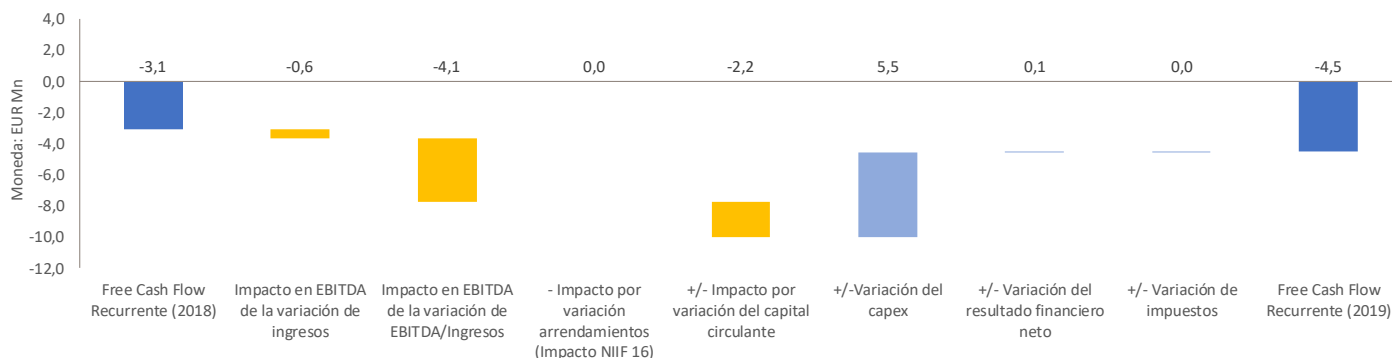
## Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow<sup>(1)</sup>

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	TACC	
								17-19	19-22e
<b>EBITDA recurrente</b>		<b>6,8</b>	<b>5,7</b>	<b>2,1</b>	<b>6,4</b>	<b>10,1</b>	<b>12,4</b>	<b>-44,3%</b>	<b>80,5%</b>
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>		<i>n.a.</i>	<i>-16,0%</i>	<i>-63,0%</i>	<i>201,8%</i>	<i>59,5%</i>	<i>22,3%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>		<i>3,4%</i>	<i>2,9%</i>	<i>1,2%</i>	<i>3,4%</i>	<i>5,1%</i>	<i>5,9%</i>		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)		-	-	-	(0,4)	(0,4)	(0,4)		
+/- Var. Capital circulante		2,5	8,1	0,2	(1,0)	(0,9)	(0,5)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>		<b>9,2</b>	<b>13,8</b>	<b>2,3</b>	<b>5,0</b>	<b>8,9</b>	<b>11,5</b>	<b>-49,9%</b>	<b>70,6%</b>
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>		<i>n.a.</i>	<i>49,4%</i>	<i>-83,2%</i>	<i>113,6%</i>	<i>78,8%</i>	<i>30,1%</i>		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>		<i>4,7%</i>	<i>7,0%</i>	<i>1,3%</i>	<i>2,6%</i>	<i>4,5%</i>	<i>5,5%</i>		
- CAPEX		(11,6)	(9,3)	(6,2)	(6,8)	(6,1)	(6,4)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow		(0,0)	(0,0)	0,0	(0,9)	(0,8)	(0,9)		
- Impuestos		(0,7)	(0,4)	(0,7)	(0,8)	(1,3)	(1,7)		
<b>= Free Cash Flow recurrente</b>		<b>(3,1)</b>	<b>4,1</b>	<b>(4,5)</b>	<b>(3,5)</b>	<b>0,6</b>	<b>2,5</b>	<b>20,0%</b>	<b>n.a.</b>
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>		<i>-91,2%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>-21,6%</i>	<i>n.a.</i>	<i>302,5%</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>0,3%</i>	<i>1,2%</i>		
- Gastos de reestructuración y otros		(0,6)	(0,6)	(0,2)	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
- Adquisiciones / + Desinversiones		0,0	(0,2)	0,7	1,5	1,5	1,5		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow		-	-	-	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow</b>		<b>(3,7)</b>	<b>3,2</b>	<b>(3,9)</b>	<b>(2,2)</b>	<b>2,0</b>	<b>3,8</b>	<b>2,8%</b>	<b>n.a.</b>
<i>Cto. Free Cash Flow</i>		<i>-89,4%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>-45,1%</i>	<i>n.a.</i>	<i>94,5%</i>		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>		<i>n.a.</i>	<i>6,0%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>0,9%</i>	<i>3,6%</i>		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>		<i>n.a.</i>	<i>4,7%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>2,9%</i>	<i>5,6%</i>		
<b>B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)</b>									
	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>		
<b>Free Cash Flow recurrente (Año -1)</b>			<b>(3,1)</b>	<b>4,1</b>	<b>(4,5)</b>	<b>(3,5)</b>	<b>0,6</b>		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos			(0,0)	(0,5)	0,1	0,3	0,5		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos			(1,0)	(3,1)	4,1	3,4	1,7		
<b>= Variación EBITDA recurrente</b>			<b>(1,1)</b>	<b>(3,6)</b>	<b>4,3</b>	<b>3,8</b>	<b>2,3</b>		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)			-	-	(0,4)	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante			5,7	(7,9)	(1,2)	0,1	0,4		
<b>= Variación del Cash Flow operativo recurrente</b>			<b>4,6</b>	<b>(11,5)</b>	<b>2,6</b>	<b>3,9</b>	<b>2,7</b>		
+/- Variación del CAPEX			2,3	3,1	(0,7)	0,7	(0,3)		
+/- Variación del resultado financiero neto			(0,0)	0,1	(0,9)	0,0	(0,1)		
+/- Variación de impuestos			0,3	(0,3)	(0,1)	(0,5)	(0,4)		
<b>= Variación del Free Cash Flow recurrente</b>			<b>7,2</b>	<b>(8,6)</b>	<b>1,0</b>	<b>4,1</b>	<b>1,8</b>		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>			<b>4,1</b>	<b>(4,5)</b>	<b>(3,5)</b>	<b>0,6</b>	<b>2,5</b>		
<b>C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)</b>									
	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	TACC	
<b>EBIT</b>		<b>4,2</b>	<b>4,0</b>	<b>0,9</b>	<b>4,2</b>	<b>6,5</b>	<b>8,5</b>	<b>-52,7%</b>	<b>n.a.</b>
* <i>Tasa fiscal teórica</i>		<i>16,7%</i>	<i>9,3%</i>	<i>21,8%</i>	<i>23,0%</i>	<i>23,0%</i>	<i>23,0%</i>		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)		(0,7)	(0,4)	(0,2)	(1,0)	(1,5)	(1,9)		
<b>EBITDA recurrente</b>		<b>6,8</b>	<b>5,7</b>	<b>2,1</b>	<b>6,4</b>	<b>10,1</b>	<b>12,4</b>	<b>-44,3%</b>	<b>80,5%</b>
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)		-	-	-	(0,4)	(0,4)	(0,4)		
+/- Var. Capital circulante		2,5	8,1	0,2	(1,0)	(0,9)	(0,5)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>		<b>9,2</b>	<b>13,8</b>	<b>2,3</b>	<b>5,0</b>	<b>8,9</b>	<b>11,5</b>	<b>n.a.</b>	<b>70,6%</b>
- CAPEX		(11,6)	(9,3)	(6,2)	(6,8)	(6,1)	(6,4)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)		(0,7)	(0,4)	(0,2)	(1,0)	(1,5)	(1,9)		
<b>= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente</b>		<b>(3,1)</b>	<b>4,1</b>	<b>(4,0)</b>	<b>(2,9)</b>	<b>1,2</b>	<b>3,2</b>	<b>14,6%</b>	<b>n.a.</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>		<i>-91,2%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>-29,4%</i>	<i>n.a.</i>	<i>159,1%</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>0,6%</i>	<i>1,5%</i>		
- Adquisiciones / + Desinversiones		0,0	(0,2)	0,7	1,5	1,5	1,5		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow		-	-	-	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow "To the Firm"</b>		<b>(3,1)</b>	<b>3,9</b>	<b>(3,3)</b>	<b>(1,4)</b>	<b>2,7</b>	<b>4,7</b>	<b>4,3%</b>	<b>n.a.</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>		<i>-91,3%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>-58,1%</i>	<i>n.a.</i>	<i>72,6%</i>		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>		<i>n.a.</i>	<i>3,5%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>1,1%</i>	<i>2,7%</i>		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>		<i>n.a.</i>	<i>3,3%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>2,3%</i>	<i>4,0%</i>		

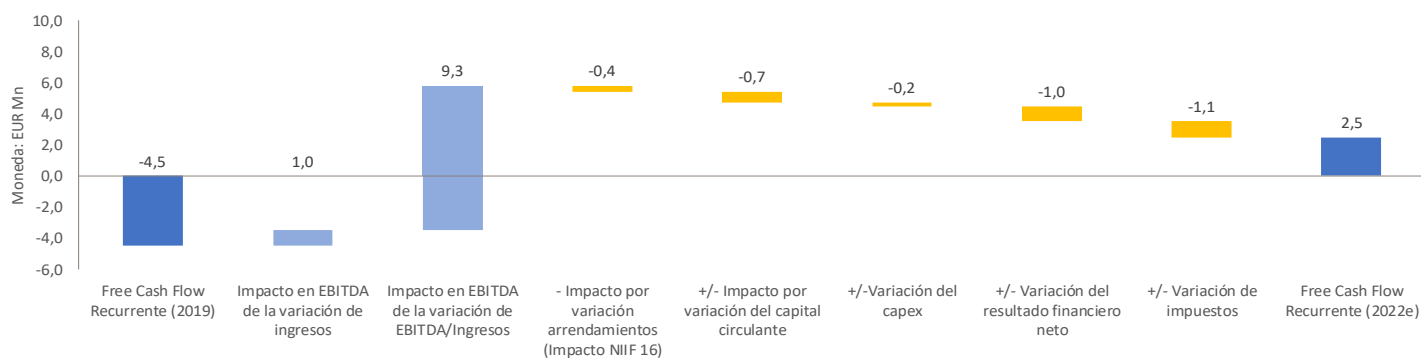
Nota 1: Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 0,5Mn mayor por la aplicación de NIIF 16.

(\*) En 2016 tuvo lugar un cambio de perímetro, no siendo comparable la información. En 2017 se realizó la fusión inversa de Borges S.A.U.

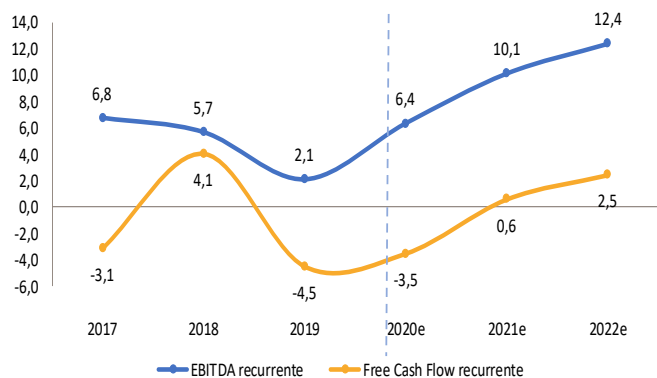
### Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2018 – 2019)



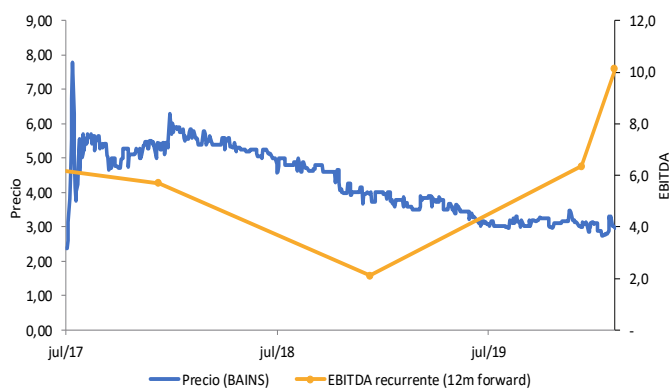
### Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2019 - 2022e)



### 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	68,5	
+ Minoritarios	2,4	Rdos. 6m 2020
+ Provisiones y otros pasivos a LP	3,0	Rdos. 6m 2020
+ Deuda financiera neta	50,9	Rdos. 6m 2020
- Inmovilizado financiero	5,0	Rdos. 6m 2020
+/- Otros	(2,7)	Rdos. 6m 2020
<b>Enterprise Value (EV)</b>	<b>117,1</b>	

## 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
<b>Total Ingresos</b>									197,2	195,7	177,8	189,0	198,8	208,9	60,8%	5,5%
Cto. Total ingresos									197,9%	-0,7%	-9,2%	6,3%	5,2%	5,1%		
<b>EBITDA</b>									6,3	5,4	1,9	6,2	10,0	12,3	19,6%	86,5%
Cto. EBITDA									n.a.	-15,3%	-64,6%	229,7%	60,5%	22,6%		
EBITDA/Ingresos									3,2%	2,7%	1,1%	3,3%	5,0%	5,9%		
<b>Beneficio neto</b>									3,3	3,3	2,4	2,6	4,4	5,8	34,9%	34,4%
Cto. Beneficio neto									n.a.	0,3%	-27,7%	7,9%	70,7%	31,8%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)									23,1	23,1	23,1	23,1	23,1	23,1		
BPA (EUR)									0,14	0,14	0,10	0,11	0,19	0,25		
Cto. BPA									n.a.	0,4%	-27,7%	7,9%	70,7%	31,8%		
BPA ord. (EUR)									0,16	0,16	0,04	0,12	0,19	0,25		
Cto. BPA ord.									n.a.	-1,6%	-73,7%	n.a.	68,4%	31,1%		
CAPEX									(11,6)	(9,3)	(6,2)	(6,8)	(6,1)	(6,4)		
CAPEX/Vtas %									5,9%	4,8%	3,5%	3,6%	3,1%	3,1%		
<b>Free Cash Flow</b>									(3,7)	3,2	(3,9)	(2,2)	2,0	3,8	n.a.	n.a.
DN/EBITDA (x) <sup>(3)</sup>									6,3x	6,5x	20,3x	6,5x	3,9x	2,8x		
PER (x)									38,3x	27,7x	29,1x	26,6x	15,6x	11,8x		
EV/Vtas (x)									0,5x	0,8x	0,7x	0,6x	0,6x	0,6x		
EV/EBITDA (x) <sup>(3)</sup>									15,6x	29,9x	n.a.	18,8x	11,7x	9,5x		
Comport. Absoluto									n.a.	-27,3%	-24,2%	-1,3%				
Comport. Relativo vs Ibex 35									n.a.	-14,5%	-32,2%	8,0%				

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. Se facilitan los datos desde 2017 (fusión inversa de Borges), no siendo comparables los ejercicios anteriores debido al cambio de perímetro implementado en febrero del 2016.

Nota 2: Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2020 el EBITDA es c. EUR 0,5Mn 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 2020e

Dato	EUR Mn	Industria Europea			Average	Benchmark	Otros Globales	
		Greenyard NV	Sipef NV	Vilmorin & Cie		Select Harvests	ADM	BAINS
		SA	SA	SA		SHV.AX	ADM	BAINS.MC
<b>Datos Mercado</b>	Ticker (Reuters)	GREENY.BR	SIFB.BR	VILM.PA		SHV.AX	ADM	BAINS.MC
	País	Belgium	Belgium	France		Australia	USA	Spain
	Market cap	175,3	478,1	917,9		361,0	19.051,7	68,5
	Enterprise value (EV)	912,5	575,8	2.340,1		377,2	26.402,3	117,1
<b>Información financiera básica</b>	Total Ingresos	4.056,4	276,2	1.478,9		177,5	61.831,2	189,0
	Cto.Total Ingresos	3,1%	24,7%	6,3%	11,4%	-4,0%	7,2%	6,3%
	2y TACC (2020e - 2022e)	n.a.	n.a.	3,2%	3,2%	5,2%	1,8%	5,1%
	EBITDA	112,5	78,3	343,6		47,2	3.248,4	6,2
	Cto. EBITDA	17,3%	89,4%	14,6%	40,4%	-16,0%	37,0%	229,7%
	2y TACC (2020e - 2022e)	n.a.	n.a.	5,4%	5,4%	12,3%	7,6%	40,3%
	EBITDA/Ingresos	2,8%	28,4%	23,2%	18,1%	26,6%	5,3%	3,3%
	EBIT	38,9	52,8	124,7		36,4	2.083,9	4,2
	Cto. EBIT	65,7%	n.a.	38,8%	52,3%	-16,4%	40,3%	347,2%
	2y TACC (2020e - 2022e)	n.a.	n.a.	5,0%	5,0%	15,3%	16,0%	42,1%
	EBIT/Ingresos	1,0%	19,1%	8,4%	9,5%	20,5%	3,4%	2,2%
	Beneficio Neto	4,0	26,4	83,7		24,4	1.738,5	2,6
	Cto. Beneficio Neto	n.a.	n.a.	7,5%	7,5%	-25,7%	37,4%	7,9%
	2y TACC (2020e - 2022e)	n.a.	n.a.	10,0%	10,0%	16,5%	12,8%	50,0%
CAPEX/Ventas	-1,3%	-21,5%	-14,2%	-12,3%	-6,6%	-1,4%	-3,6%	
Free Cash Flow	17,5	11,0	57,4		26,8	1.595,7	(2,2)	
Deuda financiera Neta	407,0	147,8	851,5		12,4	5.398,1	40,6	
DN/EBITDA (x)	3,6	1,9	2,5	2,7	0,3	1,7	6,4	
Pay-out	0,0%	47,6%	40,2%	29,3%	55,4%	43,1%	0,0%	
<b>Múltiplos y Ratios</b>	P/E (x)	22,6	18,5	10,6	17,2	15,1	11,4	26,6
	P/BV (x)	0,4	0,8	0,7	0,6	1,4	1,1	1,1
	EV/Ingresos (x)	0,2	2,1	1,6	1,3	2,1	0,4	0,6
	EV/EBITDA (x)	8,1	7,4	6,8	7,4	8,0	8,1	18,4
	EV/EBIT (x)	23,4	10,9	18,8	17,7	10,4	12,7	27,9
	ROE	1,3	5,9	6,7	4,6	9,0	8,7	4,3
	FCF Yield (%)	10,0	2,3	6,3	6,2	7,1	8,3	n.a.
	DPA	0,00	1,20	1,47	0,89	0,14	1,33	0,00
	Dvd Yield	0,0%	2,7%	3,7%	2,1%	3,8%	3,9%	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).

## 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](mailto:secretaria@ieaf.es) o consulte el contenido de este Código en [www.ieaf.es](http://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 recomendaciones

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
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