

**RENTA VARIABLE - ESPAÑA**

Sector: Industrial - Maquinaria y Equipamiento

Fecha del informe: 2 jul 2020

Hora distribución: 13:30

Revisión de estimaciones

Precio de Cierre: EUR 10,00 (1 jul 2020)

**Desarrollos Especiales de Sistemas de Anclajes (DESA)** es un grupo industrial de pequeño tamaño con sede en Barcelona (España), especializado (>60 años) en la producción y comercialización de fijaciones, grapas y herramientas empleadas en los sectores de la construcción, la industria y la agricultura. Con presencia internacional (c. 35% s/Ingresos). Controlada por sus accionistas de referencia (c.75% del capital).

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

+34 915 904 226

**Market Data**

Market Cap (Mn EUR y USD)	17,9	20,1
EV (Mn EUR y USD) <sup>(1)</sup>	34,0	38,3
Número de Acciones (Mn)	1,8	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	10,00 / 9,15 / 7,90	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación <sup>(2)</sup>	0,0	
Thomson Reuters / Bloomberg	DESA.MC / DESA.SM	
Cierre año fiscal	31-Dic	

**Estructura Accionarial (%)**

Maden S.A.	29,9
SARM S.A.	20,0
Gestión Ixua S.L.	16,3
Miembros del Consejo	8,9
Free Float	24,9

**Datos Financieros**

Básicos (EUR Mn)	2019	2020e	2021e	2022e
Nº Acc. ajustado (Mn)	1,8	1,8	1,8	1,8
Total Ingresos	42,5	37,7	40,6	42,6
EBITDA Rec. <sup>(3)</sup>	2,5	1,8	2,9	3,4
% Var.	-2,9	-26,2	55,5	19,1
% EBITDA Rec./Ing.	5,8	4,9	7,0	8,0
% Var EBITDA sector <sup>(4)</sup>	3,3	-20,6	25,0	12,5
Beneficio neto	0,8	-0,1	1,2	1,6
BPA (EUR)	0,46	-0,08	0,65	0,87
% Var.	-33,8	-117,7	906,6	34,7
BPA ord. (EUR)	0,50	0,26	0,65	0,87
% Var.	-27,7	-47,7	149,7	34,7
Free Cash Flow Rec. <sup>(5)</sup>	-1,0	1,1	1,1	1,3
Pay-out (%)	50,0	50,0	50,0	50,0
DPA (EUR)	0,23	-0,04	0,32	0,44
Deuda financiera neta	15,6	15,1	14,6	14,1
DN / EBITDA Rec.(x)	6,3	8,2	5,1	4,2
ROE (%)	6,4	n.a.	9,1	11,7
ROCE (%) <sup>(5)</sup>	3,4	0,0	4,4	5,8

**Ratios y Múltiplos (x)<sup>(6)</sup>**

PER	22,0	n.a.	15,4	11,4
PER Ordinario	20,1	38,5	15,4	11,4
P/BV	1,4	1,4	1,4	1,3
Dividend Yield (%)	2,3	n.a.	3,2	4,4
EV/Ventas	0,80	0,90	0,84	0,80
EV/EBITDA Rec.	13,7	18,6	11,9	10,0
EV/EBIT	27,8	n.a.	21,1	15,9
FCF Yield (%) <sup>(5)</sup>	n.a.	5,9	6,2	7,1

(1) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

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

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

(4) Sector: TR Europe Industrial Machinery and Equipment.

(5) Ver Anexo 2 para Tasa fiscal teórica (ROCE) y cálculo del FCF recurrente.

(6) Múltiplos y ratios calculados con cotización a fecha de este informe.

## Los 2 Mn EUR de EBIT se “retrasan” un año...

**COVID-19: BAJAMOS ESTIMACIONES 2020e-2021e**, (promedio del -14,8% vs. estimaciones previas). Menor crecimiento de ingresos, más acusado en 2020e (-15,9% vs. estimación previa, impactado por la crisis), que volverán a crecer +2y, dependiendo de la velocidad de la recuperación económica (EUR 40,6Mn 2021e en nuestro escenario central, +7,7% a/a), recuperando +2y el nivel de ingresos dejado atrás pre-Covid-19 (EUR 42,6Mn en 2022e, con una TACC del +6,4% +2y, en línea con el sector).

**LA REVISIÓN IMPACTA EN EL EBITDA Y BN (m/p)**, que se reducen en un promedio anual de c. -30% y -70% respectivamente vs. est. anteriores), afectados por el deterioro de márgenes (-0,9p.p. en margen bruto en el horizonte estimado).

**LOGRANDO, AÚN ASÍ, ALCANZAR EL BREAK EVEN EN EBIT (2020e)**, gracias a la política de contención de costes implementada por el Grupo. Nuestro escenario central supone retrasar (+1y) nuestra previsión de superar la barrera de los EUR 2Mn en EBIT dejada atrás antes de la Gran Crisis de 2008 (EUR 2,1Mn 2022e).

**CONTENIENDO LA DEUDA DEL GRUPO (EUR 15,0Mn DN 2020e, c.-3% a/a)**, y reduciendo el endeudamiento en el m/p (c. 4x DN/EBITDA Rec. 2022e) tras dispararse “puntualmente” (y “lógicamente”) en 2020e (12,2x).

**Y MANTENIENDO EL FCF EN POSITIVO (EUR 0,5 Mn 2020e) Y CRECIENTE (m/p)**, impulsado por la reducción de la inversión en circulante (c. -15% a/a en inventarios 2020e) y la moderación del CAPEX (tras el esfuerzo inversor realizado durante el último quinquenio, que culminará en 2020).

**PERMITIÉNDOLE RETOMAR EL DIVIDENDO (2021e)**: pay-out del 50% 2021e, tras haberlo suspendido en 2019 (después de desembolsar EUR 1Mn a cargo del ejercicio 2018).

**EN UN CONTEXTO DE MENORES INGRESOS (POST-COVID), EL QUID ESTÁ EN LA EFICACIA DEL CONTROL DE COSTES**, clave para impulsar la rentabilidad del Grupo (m/p). DESA recuperará (*a priori*) los niveles de EBIT dejados atrás pre-crisis 2008 (EUR 2,1Mn 2022e), respaldándose para ello en la estrategia de diversificación de negocio implementada (apuesta por el negocio agrario “acíclico”), ofreciendo un FCF Yield del 5,9% 2020e (en línea con el sector).

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

**Comportamiento en bolsa (%)**

	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	0,0	0,0	23,5	18,3	-5,3	-20,0
vs Ibex 35	-0,1	-9,0	58,3	56,4	36,8	20,8
vs Ibex Small Cap Index	-2,0	-15,5	35,2	33,7	-7,5	-31,0
vs Eurostoxx 50	-4,7	-17,0	33,7	37,3	1,0	-13,4
vs Índice del sector <sup>(4)</sup>	-3,1	-24,2	19,3	27,8	-10,8	-35,6

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

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

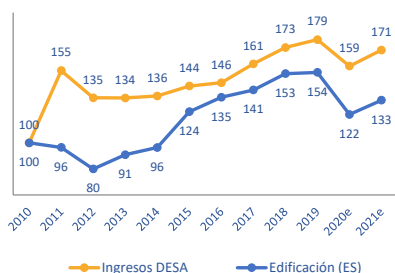
Este informe se ha realizado en base a información pública. El informe incluye un análisis financiero de la compañía cubierta. El informe no propone ninguna recomendación personalizada de inversión. Los inversores tan solo deben considerar el contenido de este informe como un elemento más en su proceso de decisión en materia de inversión. En las dos últimas páginas de este informe se incluye información legal muy importante sobre su contenido.

**Revisión de estimaciones: a la baja**

## Un 2020 marcado por el Covid y que lleva a poner el foco en el control de costes

El escenario económico esbozado post-confinamiento tras la pandemia del Covid-19 es desalentador. A nivel nacional, Banco de España ha reducido su previsión más optimista para la contracción del PIB nacional al -9,0% a/a en 2020, (y -11,6% en su escenario más desfavorable<sup>1</sup>). La misma Institución avisa de que la crisis será más larga y aguda de lo esperado, con daños estructurales sobre la economía (y el consumo).

**Gráfico 1. Ingresos DESA vs. Contratación en edificación en España**



Nota: Datos en base 100.

Fuente: Ministerio de Fomento y SEOPAN (Asociación de Empresas Constructoras y Concesionarias de Infraestructuras)

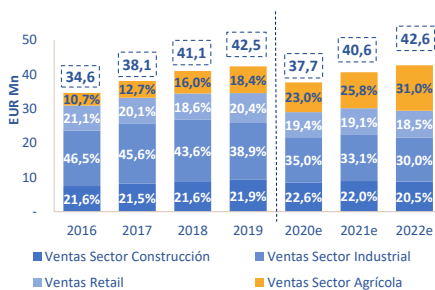
Adicionalmente, las previsiones para el mercado europeo (c. 33% de los ingresos de DESA en 2019) tampoco son halagüeñas, estimando la Comisión Europea una contracción del -7,4% en 2020 (UE-27), que se elevaría al -7,7% en la Eurozona.

### Un 2020 impactado por el Covid-19

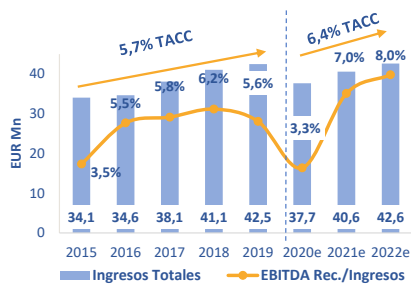
La crisis del Covid-19 ha impactado especialmente en el 2T de DESA (España contribuye a c. 65% de los ingresos). Mientras que la continuidad de la actividad en la construcción (21,9% de los ingresos del Grupo 2019) durante el confinamiento ha amortiguado la caída en ingresos de dicha división (c. -14% a/a en la construcción en España en el 1T 2020<sup>2</sup>), la caída habría sido más acentuada en su división de retail (c. -25% a/a), afectada por los cierres impuestos a tiendas y grandes superficies de bricolaje durante el confinamiento (38,9% de sus ingresos 2019).

### El contexto "macro" actual nos lleva a revisar nuestras estimaciones, retrasando (+1y) la superación de EUR 2Mn en EBIT (nivel pre-crisis 2008).

**Gráfico 2. Mix de ingresos**



**Gráfico 3. Ingresos vs. EBITDA Rec./Ingresos**



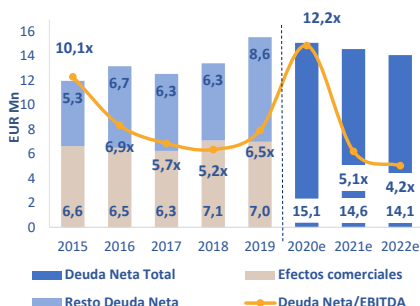
Nota: El impacto de la NIIF-16 en el EBITDA Rec. 2019 ascendió a EUR +0,3Mn. vs. 2018.

- **Menor crecimiento en ingresos (un promedio de c. -15% anual vs. nuestras estimaciones iniciales).** Estimamos una contracción de los ingresos del -11,3% a/a (EUR 37,7Mn 2020e, -15,9% vs estimaciones iniciales), que volverán a crecer en función de la velocidad de la recuperación económica (EUR 40,6Mn 2021e, +7,7% a/a). DESA lograría recuperar +2y el nivel de ingresos dejado atrás pre-Covid-19 (EUR 42,6Mn en 2022e, con una TACC del +6,4% +2y, en línea con sus comparables), con un mix de ingresos más saneado: creciente contribución de su división agraria "acíclica" (31,0% de los ingresos al final del periodo, +12,6p.p. vs. 2019).
- **Con presión en márgenes (m/p) por la intensificación de la competencia:** contemplando una caída de -0,5p.p. en el margen bruto 2020e (39,1%) y -0,4p.p. adicionales +2y (38,7% margen bruto 2022e).
- **Resultando en menor EBITDA Rec. (un promedio del c. -30% anual vs. nuestras estimaciones anteriores),** que alcanzará EUR 1,8Mn 2020e (-26,2% vs. -1y), superando los EUR 3Mn +2y gracias a la política de control de costes (30,7% gastos operativos totales/ingresos 2022e, -3p.p. vs. -3y).
- **No obstante, a pesar de la crisis del Covid-19, lograría alcanzar el break even en EBIT (2020e),** contemplando un impacto por gastos de reestructuración de (EUR -0,6Mn). Este escenario supondría retrasar (+1y) nuestra previsión de superar la barrera de los EUR 2Mn dejada atrás antes de la Gran Crisis de 2008 (EUR 2,1Mn EBIT 2022e). Nuestros números contemplan un impacto de la NIIF-16 estable en el horizonte estimado (con una amortización de los derechos de uso de c. EUR 0,2Mn/año), descartando activaciones de gastos.
- **Habiéndose retrasado parte del CAPEX previsto (-1y) al 2020e:** EUR 1,7Mn, c. 3x vs. nuestra estimación anterior (del que c.EUR 1,4Mn se destinarán a mejoras del centro logístico de Valls). La inversión se moderará en los ejercicios posteriores (c. EUR 0,6Mn/año +2y).

<sup>1</sup> Banco de España en su informe "Proyecciones macroeconómicas de la economía española" (Junio 2020).

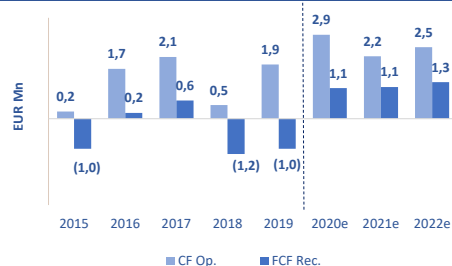
<sup>2</sup> Ministerio de Fomento.

**Gráfico 4. DN/EBITDA Rec. vs Deuda Neta**



Nota: Las estimaciones de deuda neta (2020-2022) se informan sin desglosar.

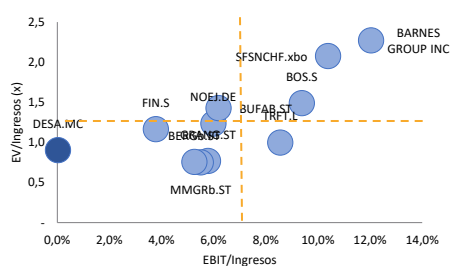
**Gráfico 5. CF operativo vs. FCF Rec**



**Tabla 1. Revisión de estimaciones**

EUR Mn	2020e (Nuevo)	Revisión (%)	2021e (Nuevo)	Revisión (%)	2022e (Nuevo)
<b>Total Ingresos</b>	<b>37,7</b>	<b>-15,9%</b>	<b>40,6</b>	<b>-13,8%</b>	<b>42,6</b>
<b>EBITDA (Recurrente)</b>	<b>1,8</b>	<b>-39,7%</b>	<b>2,9</b>	<b>-17,8%</b>	<b>3,4</b>
<i>Cto. EBITDA Rec.</i>	<i>-26,2%</i>	<i>-37,4 p.p.</i>	<i>55,5%</i>	<i>41,4 p.p.</i>	<i>19,1%</i>
<i>EBITDA Rec. / Ventas</i>	<i>4,9%</i>	<i>-1,9 p.p.</i>	<i>7,0%</i>	<i>-0,3 p.p.</i>	<i>8,0%</i>
<b>EBIT</b>	<b>0,0</b>	<b>-99,4%</b>	<b>1,6</b>	<b>-28,0%</b>	<b>2,1</b>
<b>Beneficio Neto</b>	<b>-0,1</b>	<b>-110,8%</b>	<b>1,2</b>	<b>-29,8%</b>	<b>1,6</b>
<b>Free Cash Flow Rec.</b>	<b>1,1</b>	<b>11,4%</b>	<b>1,1</b>	<b>-5,7%</b>	<b>1,3</b>
<i>DN / EBITDA Rec.</i>	<i>8,2 x</i>	<i>3,1 x</i>	<i>5,1 x</i>	<i>0,7 x</i>	<i>4,2 x</i>

**Gráfico 6. EV/Vtas y EBIT/Vtas 2020e vs. principales comparables**



**Conclusión: la velocidad de la recuperación económica post Covid-19 será clave**

La crisis del Covid-19 dejará secuelas en la demanda, derivando en una contención del gasto/inversión vs. anteriores crisis, que dependerá de la eficacia de los programas de ayuda económica implementados (Plan Marshall) e impactando en el negocio del Grupo. Ante un contexto de menores ingresos, las políticas de control de costes y mejora de eficiencias implementadas por DESA, son claves, para mejorar la rentabilidad del Grupo (m/p), recuperando (*a priori*) los niveles de beneficio operativo dejados atrás en 2007 (c. EUR 2Mn en EBIT). La estrategia de diversificación de negocio implementada durante los últimos años (apuesta por el negocio agrario “acíclico”) respaldará el crecimiento del Grupo, que cotiza a 0,9x EV/Ingresos, ofreciendo un FCF Yield del 5,9% 2020e (en línea con el sector).

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

Balance (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	TACC	
Inmovilizado inmaterial	0,4	0,5	0,5	0,6	1,1	0,9	0,7	0,4		
Inmovilizado material	9,0	10,8	11,2	11,4	13,0	13,9	13,6	13,4		
Otros activos no corrientes	2,6	2,5	2,3	2,0	1,7	1,7	1,7	1,7		
Inmovilizado financiero	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	18,5	19,2	20,5	22,2	22,7	20,5	21,4	22,5		
<b>Total activo</b>	<b>30,6</b>	<b>33,0</b>	<b>34,4</b>	<b>36,2</b>	<b>38,5</b>	<b>37,1</b>	<b>37,5</b>	<b>38,1</b>		
Patrimonio neto	10,1	10,7	11,5	12,7	12,5	12,4	13,0	13,7		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	0,6	0,6	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	0,4	0,4	0,4	0,4		
Deuda financiera neta	12,0	13,2	12,6	13,4	15,6	15,1	14,6	14,1		
Pasivo circulante	7,9	8,5	9,7	9,3	9,4	8,5	8,9	9,3		
<b>Total pasivo</b>	<b>30,6</b>	<b>33,0</b>	<b>34,4</b>	<b>36,2</b>	<b>38,5</b>	<b>37,1</b>	<b>37,5</b>	<b>38,1</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>34,1</b>	<b>34,6</b>	<b>38,1</b>	<b>41,1</b>	<b>42,5</b>	<b>37,7</b>	<b>40,6</b>	<b>42,6</b>	<b>5,7%</b>	<b>0,1%</b>
<i>Cto. Total Ingresos</i>	<i>5,7%</i>	<i>1,7%</i>	<i>9,9%</i>	<i>7,8%</i>	<i>3,5%</i>	<i>-11,3%</i>	<i>7,7%</i>	<i>5,0%</i>		
Coste de ventas	(20,8)	(20,6)	(23,2)	(24,5)	(25,7)	(23,0)	(24,8)	(26,2)		
<b>Margen Bruto</b>	<b>13,2</b>	<b>14,0</b>	<b>14,9</b>	<b>16,6</b>	<b>16,8</b>	<b>14,7</b>	<b>15,8</b>	<b>16,5</b>	<b>6,2%</b>	<b>-0,7%</b>
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>38,8%</i>	<i>40,5%</i>	<i>39,0%</i>	<i>40,3%</i>	<i>39,6%</i>	<i>39,1%</i>	<i>38,8%</i>	<i>38,7%</i>		
Gastos de personal	(6,9)	(7,2)	(7,4)	(7,7)	(7,8)	(7,4)	(6,8)	(6,8)		
Otros costes de explotación	(5,0)	(5,0)	(5,2)	(6,3)	(6,5)	(5,5)	(6,1)	(6,3)		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>1,3</b>	<b>1,8</b>	<b>2,2</b>	<b>2,6</b>	<b>2,5</b>	<b>1,8</b>	<b>2,9</b>	<b>3,4</b>	<b>17,4%</b>	<b>10,9%</b>
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	<i>8,8%</i>	<i>39,3%</i>	<i>21,8%</i>	<i>15,3%</i>	<i>-2,9%</i>	<i>-26,2%</i>	<i>55,5%</i>	<i>19,1%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>3,8%</i>	<i>5,3%</i>	<i>5,8%</i>	<i>6,2%</i>	<i>5,8%</i>	<i>4,9%</i>	<i>7,0%</i>	<i>8,0%</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(0,1)	0,1	-	-	(0,1)	(0,6)	-	-		
<b>EBITDA</b>	<b>1,2</b>	<b>1,9</b>	<b>2,2</b>	<b>2,6</b>	<b>2,4</b>	<b>1,2</b>	<b>2,9</b>	<b>3,4</b>	<b>19,2%</b>	<b>12,5%</b>
Depreciación y provisiones	(0,8)	(0,8)	(0,9)	(1,0)	(1,0)	(1,1)	(1,1)	(1,1)		
Gastos capitalizados	-	-	-	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
<b>EBIT</b>	<b>0,4</b>	<b>1,1</b>	<b>1,3</b>	<b>1,7</b>	<b>1,2</b>	<b>0,0</b>	<b>1,6</b>	<b>2,1</b>	<b>34,5%</b>	<b>20,5%</b>
<i>Cto. EBIT</i>	<i>-13,1%</i>	<i>191,9%</i>	<i>17,1%</i>	<i>31,5%</i>	<i>-27,1%</i>	<i>-99,1%</i>	<i>n.a.</i>	<i>32,6%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>	<i>1,1%</i>	<i>3,1%</i>	<i>3,3%</i>	<i>4,1%</i>	<i>2,9%</i>	<i>0,0%</i>	<i>4,0%</i>	<i>5,0%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,5)	(0,3)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio ordinario</b>	<b>(0,1)</b>	<b>0,8</b>	<b>1,1</b>	<b>1,5</b>	<b>1,1</b>	<b>(0,1)</b>	<b>1,5</b>	<b>2,0</b>	<b>79,9%</b>	<b>24,3%</b>
<i>Cto. Beneficio ordinario</i>	<i>8,3%</i>	<i>702,8%</i>	<i>40,8%</i>	<i>42,0%</i>	<i>-29,7%</i>	<i>-112,8%</i>	<i>n.a.</i>	<i>34,7%</i>		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio antes de impuestos</b>	<b>(0,1)</b>	<b>0,8</b>	<b>1,1</b>	<b>1,5</b>	<b>1,1</b>	<b>(0,1)</b>	<b>1,5</b>	<b>2,0</b>	<b>79,9%</b>	<b>24,3%</b>
Impuestos	(0,0)	(0,1)	(0,2)	(0,3)	(0,3)	(0,0)	(0,4)	(0,5)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>n.a.</i>	<i>14,4%</i>	<i>21,7%</i>	<i>19,0%</i>	<i>23,8%</i>	<i>n.a.</i>	<i>23,8%</i>	<i>23,8%</i>		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio neto</b>	<b>(0,1)</b>	<b>0,6</b>	<b>0,8</b>	<b>1,2</b>	<b>0,8</b>	<b>(0,1)</b>	<b>1,2</b>	<b>1,6</b>	<b>68,9%</b>	<b>24,3%</b>
<i>Cto. Beneficio neto</i>	<i>92,1%</i>	<i>590,0%</i>	<i>28,8%</i>	<i>46,8%</i>	<i>-33,8%</i>	<i>-117,7%</i>	<i>906,6%</i>	<i>34,7%</i>		
<b>Beneficio ordinario neto</b>	<b>0,0</b>	<b>0,6</b>	<b>0,8</b>	<b>1,2</b>	<b>0,9</b>	<b>0,5</b>	<b>1,2</b>	<b>1,6</b>	<i>n.a.</i>	<b>20,7%</b>
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>101,0%</i>	<i>n.a.</i>	<i>47,4%</i>	<i>46,8%</i>	<i>-27,7%</i>	<i>-47,7%</i>	<i>149,7%</i>	<i>34,7%</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>1,8</b>	<b>2,9</b>	<b>3,4</b>	<b>17,4%</b>	<b>10,9%</b>
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(0,2)	(0,2)	(0,2)		
Var. capital circulante						1,3	(0,5)	(0,7)		
<b>Cash Flow operativo recurrente</b>						<b>2,9</b>	<b>2,2</b>	<b>2,5</b>	<b>65,7%</b>	<b>9,7%</b>
CAPEX						(1,7)	(0,6)	(0,6)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,1)	(0,1)	(0,1)		
Impuestos						(0,0)	(0,4)	(0,5)		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>						<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,3</b>	<b>0,0%</b>	<b>47,6%</b>
Gastos de reestructuración y otros no rec.						(0,6)	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
<b>Free Cash Flow</b>						<b>0,5</b>	<b>1,1</b>	<b>1,3</b>	<b>0,6%</b>	<b>46,0%</b>
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	(0,6)	(0,8)		
<b>Variación de Deuda financiera neta</b>						<b>(0,5)</b>	<b>(0,5)</b>	<b>(0,5)</b>		

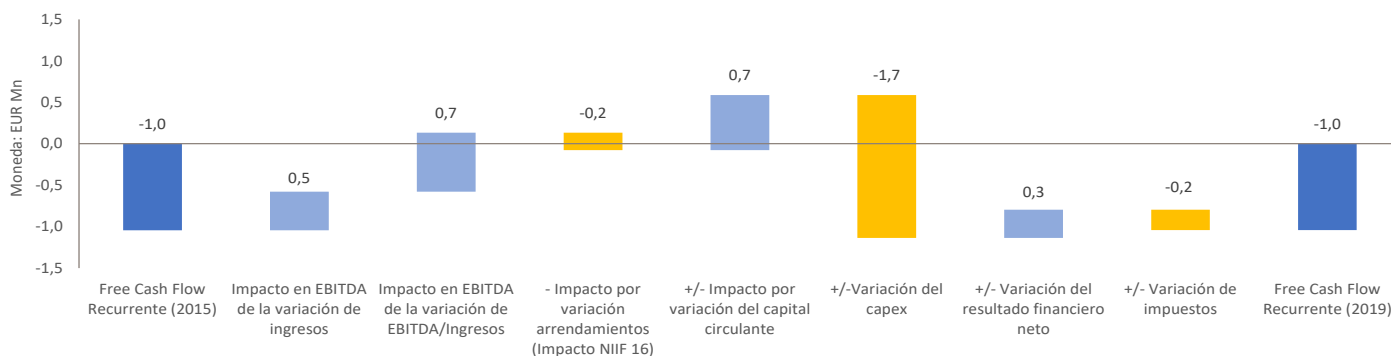
Nota 1: Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 0,3Mn mayor por la aplicación de NIIF 16.

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

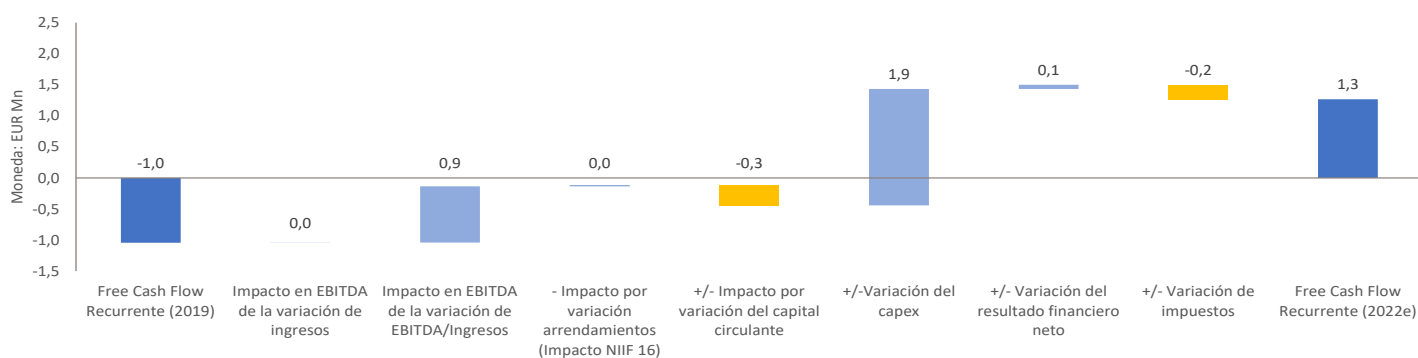
A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	TACC	
								16-19	19-22e
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>1,8</b>	<b>2,2</b>	<b>2,6</b>	<b>2,5</b>	<b>1,8</b>	<b>2,9</b>	<b>3,4</b>	<b>10,9%</b>	<b>10,9%</b>
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	39,3%	21,8%	15,3%	-2,9%	-26,2%	55,5%	19,1%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	5,3%	5,8%	6,2%	5,8%	4,9%	7,0%	8,0%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
+/- Var. Capital circulante	(0,1)	(0,1)	(2,1)	(0,4)	1,3	(0,5)	(0,7)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>1,7</b>	<b>2,1</b>	<b>0,5</b>	<b>1,9</b>	<b>2,9</b>	<b>2,2</b>	<b>2,5</b>	<b>2,8%</b>	<b>9,7%</b>
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	593,5%	23,9%	-78,0%	298,6%	54,9%	-25,8%	14,8%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	5,0%	5,6%	1,1%	4,4%	7,7%	5,3%	5,8%		
- CAPEX	(1,1)	(1,1)	(1,3)	(2,5)	(1,7)	(0,6)	(0,6)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,3)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
- Impuestos	(0,1)	(0,2)	(0,3)	(0,3)	(0,0)	(0,4)	(0,5)		
<b>= Free Cash Flow recurrente</b>	<b>0,2</b>	<b>0,6</b>	<b>(1,2)</b>	<b>(1,0)</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,3</b>	<b>-92,7%</b>	<b>47,6%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	119,4%	212,3%	-294,5%	15,2%	201,7%	3,7%	15,2%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	0,6%	1,7%	n.a.	n.a.	2,8%	2,7%	3,0%		
- Gastos de reestructuración y otros	0,1	-	-	(0,1)	(0,6)	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(1,7)	-	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow</b>	<b>(1,4)</b>	<b>0,6</b>	<b>(1,2)</b>	<b>(1,1)</b>	<b>0,5</b>	<b>1,1</b>	<b>1,3</b>	<b>6,6%</b>	<b>46,0%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	-19,6%	145,1%	-294,5%	7,1%	140,4%	138,7%	15,2%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	1,1%	3,5%	n.a.	n.a.	5,9%	6,2%	7,1%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	n.a.	3,5%	n.a.	n.a.	2,6%	6,2%	7,1%		
<b>B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)</b>									
<b>Free Cash Flow recurrente (Año -1)</b>	<b>(1,0)</b>	<b>0,2</b>	<b>0,6</b>	<b>(1,2)</b>	<b>(1,0)</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	0,0	0,2	0,2	0,1	(0,3)	0,1	0,1		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	0,5	0,2	0,2	(0,2)	(0,4)	0,9	0,4		
<b>= Variación EBITDA recurrente</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>(0,1)</b>	<b>(0,7)</b>	<b>1,0</b>	<b>0,5</b>		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	(0,2)	0,0	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	1,0	0,0	(2,0)	1,7	1,7	(1,8)	(0,2)		
<b>= Variación del Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>1,5</b>	<b>0,4</b>	<b>(1,7)</b>	<b>1,4</b>	<b>1,0</b>	<b>(0,8)</b>	<b>0,3</b>		
+/- Variación del CAPEX	(0,3)	0,0	(0,2)	(1,3)	0,8	1,1	(0,0)		
+/- Variación del resultado financiero neto	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0		
+/- Variación de impuestos	(0,1)	(0,1)	(0,1)	0,0	0,2	(0,4)	(0,1)		
<b>= Variación del Free Cash Flow recurrente</b>	<b>1,2</b>	<b>0,4</b>	<b>(1,9)</b>	<b>0,2</b>	<b>2,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>	<b>0,2</b>	<b>0,6</b>	<b>(1,2)</b>	<b>(1,0)</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,3</b>		
<b>C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)</b>									
<b>EBIT</b>	<b>1,1</b>	<b>1,3</b>	<b>1,7</b>	<b>1,2</b>	<b>0,0</b>	<b>1,6</b>	<b>2,1</b>	<b>3,9%</b>	<b>20,5%</b>
* Tasa fiscal teórica	14,4%	21,7%	19,0%	23,8%	0,0%	23,8%	23,8%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,2)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	-	(0,4)	(0,5)		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>1,8</b>	<b>2,2</b>	<b>2,6</b>	<b>2,5</b>	<b>1,8</b>	<b>2,9</b>	<b>3,4</b>	<b>10,9%</b>	<b>10,9%</b>
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
+/- Var. Capital circulante	(0,1)	(0,1)	(2,1)	(0,4)	1,3	(0,5)	(0,7)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>1,7</b>	<b>2,1</b>	<b>0,5</b>	<b>1,9</b>	<b>2,9</b>	<b>2,2</b>	<b>2,5</b>	<b>2,8%</b>	<b>9,7%</b>
- CAPEX	(1,1)	(1,1)	(1,3)	(2,5)	(1,7)	(0,6)	(0,6)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,2)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	-	(0,4)	(0,5)		
<b>= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente</b>	<b>0,5</b>	<b>0,8</b>	<b>(1,1)</b>	<b>(0,9)</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>	<b>-57,4%</b>	<b>51,1%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	190,3%	63,5%	-238,1%	15,9%	231,7%	-3,7%	14,1%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	1,4%	2,1%	n.a.	n.a.	3,2%	2,9%	3,1%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(1,7)	-	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow "To the Firm"</b>	<b>(1,2)</b>	<b>0,8</b>	<b>(1,1)</b>	<b>(0,9)</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>	<b>8,7%</b>	<b>51,1%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	-125,0%	165,6%	-238,1%	15,9%	231,7%	-3,7%	14,1%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	1,4%	2,3%	n.a.	n.a.	3,6%	3,4%	3,9%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	n.a.	2,3%	n.a.	n.a.	3,6%	3,4%	3,9%		

Nota 1: Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 0,3Mn mayor por la aplicación de NIIF 16.

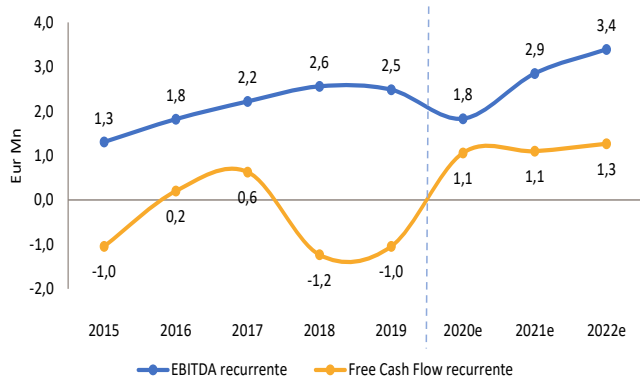
### Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2015 - 2019)



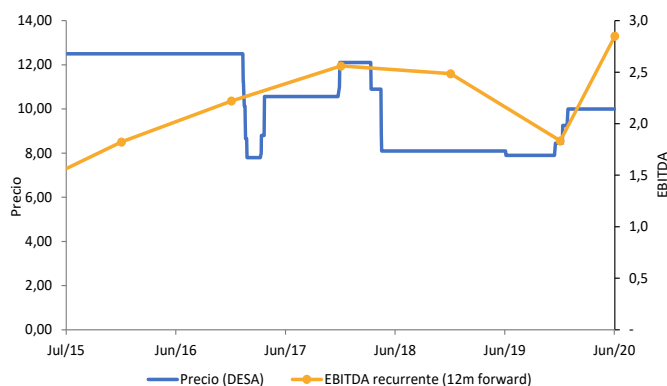
### Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2019 - 2022e)



### 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	17,9	
+ Minoritarios	-	Rdos. 12m 2019
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,6	Rdos. 12m 2019
+ Deuda financiera neta	15,6	Rdos. 12m 2019
- Inmovilizado financiero	0,0	Rdos. 12m 2019
+/- Otros		
<b>Enterprise Value (EV)</b>	<b>34,0</b>	



## Anexo 6. Inputs de valoración

### Inputs de valoración por DCF

	2020e	2021e	2022e	Perpetuo <sup>(1)</sup>			
Free Cash Flow "To the Firm"	1,2	1,2	1,3	33,5			
Market Cap	17,9	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	15,6	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2019)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	2,0%	Coste de la deuda neta			1,7%	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)	0,5%	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)	1,1	B (Thomson Reuters y Lighthouse)			1,0	1,2	
Coste del Equity	10,4%	Ke = Rf + (R * B)			9,0%	11,9%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	53,5%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	46,5%	D			=	=	
WACC	6,3%	WACC = Kd * D + Ke * E			5,5%	7,2%	
G "Razonable"	2,0%				2,0%	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 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
RAWLPLUG SA	RWLP.WA	54,9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
NORMA GROUP SE	NOEJ.DE	746,9	18,0	45,8%	9,9	26,8%	1,2	6,8%	12,5%	7,4%	16,4%
GRANGES AB	GRANG.ST	522,2	13,5	45,6%	7,5	23,3%	0,8	16,4%	10,2%	3,5%	99,7%
MOMENTUM GROUP AB	MMGRb.ST	581,9	17,7	n.a.	6,7	n.a.	0,8	n.a.	11,2%	n.a.	n.a.
CHRISTIAN BERNER TECH TRADE AB	CBTTb.ST	32,8	12,4	10,5%	7,3	4,0%	0,7	3,3%	9,1%	n.a.	n.a.
TRIFAST PLC	TRFT.L	172,3	13,0	n.a.	9,8	n.a.	1,0	n.a.	10,2%	9,1%	n.a.
ILLINOIS TOOL WORKS INC	itw	48.426,1	33,4	19,7%	22,3	15,5%	5,4	8,2%	24,1%	3,9%	5,3%
<b>Actores con amplia gama de productos</b>			18,0	30,4%	10,6	17,4%	1,6	8,7%	12,9%	5,9%	40,5%
BARNES GROUP INC	B	1.721,8	22,9	14,4%	11,1	10,8%	2,3	4,6%	20,5%	6,7%	20,9%
BUFAB AB	BUFAB.ST	358,8	23,3	32,7%	14,9	15,3%	1,4	6,5%	9,6%	n.a.	n.a.
SFS GROUP AG	SFSNCHF.xbo	3.119,4	25,1	17,1%	12,7	13,0%	2,1	7,2%	16,3%	4,5%	-2,9%
GEORG FISCHER AG	FIN.S	3.143,4	38,3	64,4%	14,8	36,3%	1,2	9,5%	7,9%	5,0%	11,0%
BERGMAN & BEVING AB	BERGb.ST	178,4	12,4	n.a.	7,9	n.a.	0,8	n.a.	9,5%	n.a.	n.a.
BOSSARD HOLDING AG	BOS.S	905,1	20,5	15,4%	12,6	13,4%	1,5	7,4%	11,8%	7,3%	-17,8%
<b>Actores especializados en alta tecnología</b>			23,8	28,8%	12,3	17,8%	1,5	7,0%	12,6%	5,9%	2,8%
DESA	DESA.MC	17,9	n.a.	n.a.	18,57	65,9%	0,90	6,4%	3,3%	5,9%	65,8%

### 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	8,0%	3,3	10,5x
Central	7,0%	2,9	11,9x
Min	6,3%	2,6	13,3x

#### 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	1,3%	1,5%		1,7%	Max	Central
3,3	1,6	1,5	1,4	Max	8,9%	8,4%	8,0%
2,9	1,2	1,1	1,0	Central	6,6%	6,2%	5,7%
2,6	0,9	0,8	0,7	Min	5,0%	4,6%	4,1%



## 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 notas e informes

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
02-Jul-2020	n.a.	10,00	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones	Ana Isabel González García, CIAA
02-Mar-2020	n.a.	10,00	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2019	Ana Isabel González García, CIAA
23-Dic-2019	n.a.	8,45	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	Ana Isabel González García, CIAA

