

## RENTA VARIABLE - ESPAÑA

Sector: Alimentación - Procesado de Alimentos

Fecha del informe: 10 jun 2020

Hora distribución: 12:30

Inicio de cobertura

Precio de Cierre: EUR 1,05 (9 jun 2020)

Ecolumber, S.A. (ECO) es un Grupo nacional de pequeño tamaño con sede en España (Barcelona), especializado inicialmente en la producción agrícola forestal. La compañía ha dado un giro estratégico, posicionándose en la industria de la alimentación, como Grupo verticalmente integrado, en la producción de frutos secos, su procesamiento y comercialización. Está controlada por su Consejo (50,3% del capital).

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

+34 915 904 226

### Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	28,4	32,2
EV (Mn EUR y USD) <sup>(1)</sup>	30,3	34,3
Número de Acciones (Mn)	27,0	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	1,05 / 0,98 / 0,87	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación <sup>(2)</sup>	0,0	
Thomson Reuters / Bloomberg	ECWI.SCT / ECO SM	
Cierre año fiscal	31-Dic	

### Estructura Accionarial (%)<sup>(7)</sup>

G3T SL	14,0
Brinca 2004 SL	10,8
Onchena	8,0
Acalios	7,3
Free Float	32,2

### Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2019	2020e	2021e	2022e
Nº Acc. ajustado (Mn)	27,0	27,0	29,8	29,8
Total Ingresos	13,4	15,2	17,5	19,9
EBITDA Rec. <sup>(3)</sup>	-2,2	-1,3	-0,4	0,1
% Var.	-24,4	42,0	69,8	136,2
% EBITDA Rec./Inq.	n.a.	n.a.	n.a.	0,7
% Var EBITDA sector <sup>(4)</sup>	7,7	3,2	14,5	8,1
Beneficio neto	-2,2	-1,8	-0,9	-0,7
BPA (EUR)	-0,08	-0,07	-0,03	-0,02
% Var.	-245,4	17,3	54,9	25,4
BPA ord. (EUR)	-0,08	-0,06	-0,03	-0,02
% Var.	-269,7	24,9	46,2	25,4
Free Cash Flow Rec. <sup>(5)</sup>	-5,6	-2,5	-3,1	-7,3
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	10,2	10,1	16,7	30,3
DN / EBITDA Rec.(x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
ROE (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
ROCE (%) <sup>(5)</sup>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

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

PER	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
PER Ordinario	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
P/BV	1,6	1,5	1,6	1,6
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	2,25	1,99	1,73	1,52
EV/EBITDA Rec.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EV/EBIT	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
FCF Yield (%) <sup>(5)</sup>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

(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 0,0Mn mayor por la aplicación de NIIF 16..

(4) Sector: TR Europe Food Processing.

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

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

(7) Otros: Jovellanos Cartera 6,3%, Relocation & Exec. Serv. SL 4,8%, Ladan 2002 SL 3,2%, Otros miembros del Consejo 13,3%

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

## Un giro estratégico lógico, que “solo” exige paciencia

**UN “GIRO” DE NEGOCIO, CON SENTIDO ESTRATÉGICO, A LA INDUSTRIA ALIMENTARIA (“ACÍCLICA”).** ECO “aparca” su negocio tradicional (maderero), reposicionándose (vía M&A) en un nicho de la industria con buenas expectativas de crecimiento (frutos secos) y con un modelo de negocio verticalmente integrado y refrendado en 2019 (Ingresos Rec. >EUR 13Mn, adelantando el break-even a 2022e).

**APALANCÁNDOSE EN SU KNOW HOW:** (agrario/forestal) para optimizar la rentabilidad del negocio industrial adquirido (Grupo Utega, 2018), al capturar toda la cadena de valor industrial. Y que le permite apalancarse en su estructura para comercializar procesados “in-house” de frutos secos (de mayor valor añadido).

**PARA AMPLIAR EL NEGOCIO:** mediante una estrategia dual: 1) expansión de las explotaciones agrarias (c.+3x +3y), aumentando el autoabastecimiento (frutos secos) y 2) inversiones industriales para acelerar el crecimiento, mejorando la rentabilidad del negocio en el l/p (procesados de frutos secos para la industria, más rentables).

**CON UN PLAN ESTRATÉGICO QUE SE REANUDA EN PLENA CRISIS “COVID-19”,** cuya gestión ha favorecido, paradójicamente, a la industria (sólido crecimiento del consumo de alimentos “saludables”), validando “a priori” la estrategia de ECO.

**PERO QUE ES HIPERDEPENDIENTE DEL ÉXITO DE LA AMPLIACIÓN DE CAPITAL (EN CURSO).** El plan requiere c. EUR 23Mn (+3y), habiendo apalabrado accionistas de referencia c. EUR 3Mn, c. 15% de la ampliación de capital en curso (objetivo: EUR 20,8Mn). El grado de éxito de la ampliación (importe, plazo, precio y dilución) es hoy una incógnita. Y condiciona la ejecución del plan de negocio y el crecimiento.

**COMO VÍA LÓGICA PARA REEQUILIBRAR EL BALANCE.** La ejecución del plan, sin captación de “dinero nuevo” adicional al ya asegurado, elevaría el apalancamiento (175% DN/FFPP 2022e, c.+3x vs.2019). Por otro lado, la captación de c. EUR 17Mn (80% de su objetivo) situaría el apalancamiento del Grupo en niveles aceptables (51% DN/FFPP 2022e). Una “foto” mejorable vía venta de activos no estratégicos.

**EL EQUITY STORY ES CLARO:** giro estratégico apoyado en know how y quizá “hasta” buen “timing” (crecimiento del “nicho” de mercado de frutos secos), adelantando el break even en EBITDA (2022e), La captación de capital es el gran “nudo gordiano”.

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



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	5,5	0,3
vs Ibex 35	-13,6	-1,8	17,7	21,7	49,4	41,5
vs Ibex Small Cap Index	-6,5	-5,8	6,2	9,3	-2,6	-12,7
vs Eurostoxx 50	-13,5	-12,0	0,5	11,4	13,9	4,4
vs Índice del sector <sup>(4)</sup>	-0,9	-6,6	-3,8	1,7	-12,1	-25,1

## Conclusiones

### Giro estratégico “lógico” pero hiperdependiente de la captación de capital

Ecolumber (ECO) ha dado un giro radical a su estrategia de negocio, que se inició en 2016, con la ampliación de su actividad (explotaciones forestales), a la producción de frutos secos. Dicho proceso culminó en diciembre 2018, con la adquisición de Grupo Utega, especializado en el procesado y comercialización de frutos secos.

#### A) 2016-2019: “giro” de modelo de negocio, de la madera noble a la industria alimentaria

Desde un negocio sin ingresos y de rentabilidad a muy largo plazo...

**Un negocio inicial (maderero) marcado por el consumo de caja:** la naturaleza del negocio en su origen, enfocado en la gestión de explotaciones forestales para la producción maderera (caracterizada por los largos ciclos de maduración), ha marcado los financieros del Grupo hasta ahora:

- Escasa o nula contribución de ingresos en el periodo 2012-2015 y continuado consumo de caja (EUR -2Mn acumulados en términos de EBITDA recurrente 2012-2015; EUR -3Mn en FCF recurrente). Su P/L se nutrió, principalmente, de los ajustes de valoración (positivos) de sus activos biológicos (EUR 1,3Mn acumulado en el mismo periodo).
- Que se prolonga al más largo plazo: las primeras talas desde que se iniciasen las plantaciones en España (2004), están previstas a partir del año 2026, alargándose más allá del 2040 para las últimas.

A un sector que requerirá inversión (+3y) pero que adelanta la expectativa de generar FCF positivo

**Que explica la ampliación del negocio al cultivo de frutos secos (2016),** mediante la incorporación de explotaciones agrarias para la producción de frutos secos (actividad que permite acortar los ciclos de maduración y ampliar los de explotación de sus cultivos). No obstante, este nuevo negocio ha implicado mayores gastos operativos (c. EUR 5Mn en “consumo” de EBITDA acumulado en el periodo 2016-2018) y una intensificación de la inversión (CAPEX promedio EUR 1Mn/año 2016-2018 vs. un promedio anual de EUR 0.3Mn en el periodo precedente, excluyendo adquisiciones).

**Y su posterior reposicionamiento como actor integrado en la “creciente” industria de los frutos secos** mediante la adquisición del grupo industrial Utega (diciembre 2018), tras cerrar una primera ronda de financiación (ampliación de capital EUR 7Mn).

Saltando de escala en ingresos (EUR 13,4Mn 2019) vía M&A

Este cambio de perímetro ha sido un movimiento lógico que persigue: 1) la aceleración de la generación de caja, 2) el distanciamiento del negocio maderero y el reposicionamiento en un segmento de la industria alimentaria (“acíclica”) en expansión (“alimentación saludable”) y 3) la mejora de rentabilidad aprovechando el “know how” adquirido con las explotaciones actuales, incrementando el autoabastecimiento de frutos secos y la comercialización de nuevos productos (más lucrativos). De hecho, la consolidación de la actividad industrial y comercial en su P/L desde enero 2019, supone un antes y un después para el Grupo, que ha permitido elevar los ingresos a > EUR 13Mn de forma recurrente, en un mercado en expansión, aunque todavía con “consumo de caja” operativo (EUR -2,2Mn en EBITDA Rec.).

#### B) 2020-2022e: un nuevo plan estratégico pendiente de ejecutar que tiene, como antesala, la actual crisis del “Covid-19”

La crisis “Covid-19” habría favorecido a la industria alimentaria

**La gestión realizada de la pandemia del Covid-19, ha impactado en los patrones de consumo, favoreciendo “a priori” a la industria de alimentación.** Esta crisis sanitaria ha potenciado el consumo de productos considerados “saludables” (como los frutos secos). Aunque durante la denominada “semana de la histeria” (al inicio del confinamiento) las compras de “aprovisionamiento” (productos de primera necesidad y frescos no perecederos) se dispararon (c. +20% a/a), los patrones de compra se habrían ido normalizando progresivamente. Pero, aún así, el comportamiento del consumo en estos meses ha permitido observar un importante aumento de snacks y frutos secos en la cesta de la compra.

El “efecto Covid-19” dejará sin duda secuelas llegada la “nueva normalidad” tanto en las prioridades, como en la moderación del gasto de los consumidores. Por otro lado, el sesgo del consumo hacia la “seguridad” de los productos, podría validar la estrategia de ECO por los productos “Km 0” (sostenibles), en un contexto que podría beneficiar a la industria alimentaria (+2% en gasto en alimentación en 2021 según Deloitte).

Con un nuevo Plan de negocio que implica: Ingresos +14,0% TACC 2019–2022e)...

**En este contexto ECO relanza (mayo 2020) su plan de negocio**, que contempla: i) una mayor expansión de las explotaciones agrarias (vía adquisición, reduciendo la dependencia de terceros), a fin de elevar el autoabastecimiento de frutos secos, optimizando la cadena de valor y ii) la implementación de las inversiones necesarias con las que poder escalar el crecimiento y rentabilidad de su división industrial (reposicionamiento en productos procesados para la industria alimentaria, de mayor valor añadido). Las primeras etapas del proyecto irán acompañadas del lanzamiento de nuevos productos más lucrativos (Airnuts 1T20), que implicará un mayor esfuerzo comercial (EUR 1Mn en publicidad +5y). Es decir, un plan basado en el crecimiento en el negocio de frutos secos, que deja en segundo plano el negocio maderero.

...con “consumo de caja” a nivel operativo e intensificación del CAPEX

**Nuestras estimaciones contemplan la ejecución parcial del su plan de negocio:** con la ampliación de los cultivos frutícolas (+350 has., c. 85% almendros) y la ejecución de las inversiones necesarias para impulsar la expansión de su negocio industrial (I/p). Las necesidades financieras para su ejecución suman c. EUR 23Mn: i) EUR 1,7Mn para cubrir el “consumo de caja” operativo (EBITDA Rec. y NIIF-16) ii) EUR 10,0Mn en CAPEX, iii) EUR 0,4Mn en inversión en circulante y iv) EUR 10,1Mn en desembolsos no recurrentes (vinculados a reestructuraciones, pagos contingentes y adquisiciones de terrenos). Este escenario implica alcanzar el *break even* en EBITDA 2022e (vs. 2021 en caso de que se retrasase la ampliación de cultivos agrícolas), en un entorno de estabilidad de precios.

**Pero el cambio de negocio realizado ha tenido un impacto ineludible en el endeudamiento, principal condicionante de la estrategia actual:** el período 2016-2019 ha visto un “salto” inevitable del apalancamiento (mayor CAPEX y costes operativos en un contexto de “todavía” generación de CF Libre negativo). La DN pasa de 1,5Mn (2017) y 5,6Mn (2018, tras la compra de Utega) a 10,2Mn (2019), logrando estabilizarse (EUR 10,1Mn 2020e, 54% DN/FFPP), gracias a la contribución al capital de accionistas de referencia (EUR 2,95Mn incorporados en nuestro modelo en 2020).

Y cuya ejecución Depende, en gran medida, del éxito de la ampliación de capital en curso

**Siendo la ampliación de capital en curso, la vía lógica para reequilibrar el balance y financiar la ejecución del plan** (EUR 20,8Mn, con el 14,2% asegurado vía socios). Sin captación de “dinero nuevo” adicional al asegurado, el apalancamiento alcanzaría el 175% DN/FFPP 2022e (c. 3x vs -3y). El éxito de la ampliación condiciona totalmente la posición financiera de la compañía y la velocidad y grado de ejecución de su plan estratégico.

Contando con el “comodín” de la venta de activos

**Una “foto” que podría mejorar con la venta de activos biológicos no estratégicos**, valorándose los activos argentinos en USD 2,5Mn (2019). Adicionalmente, su negocio maderero, cuyos primeros ingresos se retrasarán hasta 2026, estaría valorado en EUR 7,2Mn (sin estar actualmente en venta).

### C) Conclusión: ante un plan estratégico “lógico”, pero hiperdependiente de la captación de capital, y que requiere de cierta paciencia antes de recoger sus “frutos”

**Pero ¿qué es ECO hoy?** Quizá la pregunta de mayor interés y que, por si misma, resuelve el 99% de las dudas que puede plantear el valor como opción de inversión.

A nuestro criterio ECO ha hecho lo más difícil: implementar un “giro” estratégico totalmente lógico, pasando de ser un negocio forestal “clásico” a ser una compañía integrada, validando su estrategia de posicionamiento en el negocio de producción y comercialización de frutos secos (gracias a la compra de Grupo Utega en 2018). Un negocio, sinérgico con el forestal, y en el que las tasas esperadas de crecimiento son superiores a la media del sector alimentación.

**ECO redobla “ahora” su apuesta por el segmento de frutos secos, que pasa a ser su “core” business**, con un proyecto tanto lógico (“sobre el papel”) como creíble:

Fortalece su posicionamiento en el sector alimentario, “acíclico” (con menor riesgo y volatilidad), y de crecimiento (frutos secos)...

- Mejora la rentabilidad del negocio, vía aceleración de la integración vertical: aumento de la productividad de la capacidad propia (frutícola) ya existente y crecimiento adicional de la producción propia (principalmente de almendras, preferiblemente vía adquisición de fincas). Siendo éste un proyecto sinérgico a la experiencia adquirida tanto con las plantaciones de nogal de su negocio forestal original, como con el de frutos secos.
- Apalanca su negocio industrial: en la comercialización (c/p) de productos (in-house) de mayor valor añadido (Airnuts) y de procesados intermedios (I/p) dirigidos a la industria (alimentación/cosmética), con mayores retornos.
- Que aprovecha su “*Know how*”: ECO no ha llegado como un “outsider” al negocio de frutos secos. Lo conoce tanto por su proyecto forestal, como el frutícola (habiendo iniciado sus pasos con las variedades de frutales en 2016, con la adquisición de Cododal Agrícola). Adicionalmente, su equipo directivo, en gran medida procedente de Borges, tiene gran experiencia en ese sector.

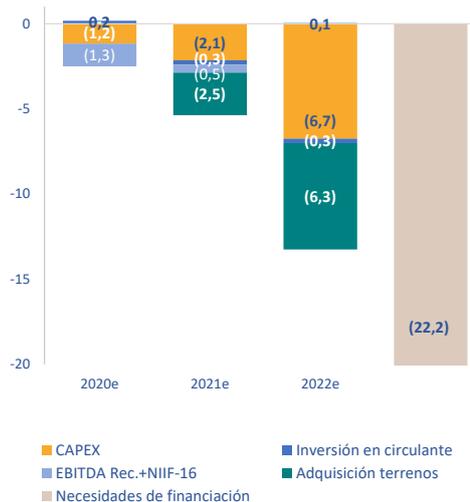
...con “Lógico” apalancamiento en su “know how”

**Respecto a los fundamentales de la compañía, la estrategia planteada tiene cuatro grandes efectos:**

Consiguiendo alcanzar el “break even” en 2022e

- Mantiene el “break even” a nivel de EBITDA. Que nosotros consideramos factible en 2022 (si el proyecto de ampliación de nuevas fincas va adelante) y que ECO ve factible en 2021 (alcanzar el *break even* dicho año requeriría un incremento de c. 5% en el precio medio de venta).
- Incrementa las necesidades de inversión (CAPEX y gastos operativos) y por tanto de financiación. Haciendo que una compañía con apalancamiento razonable a día de hoy necesite c. EUR 17Mn adicionales para mantener su apalancamiento en niveles razonables (DN/FFPP c. 50% 2022), habiendo asegurado c. EUR 3Mn con sus socios.

**Gráfico 1. Necesidades financieras estimadas**

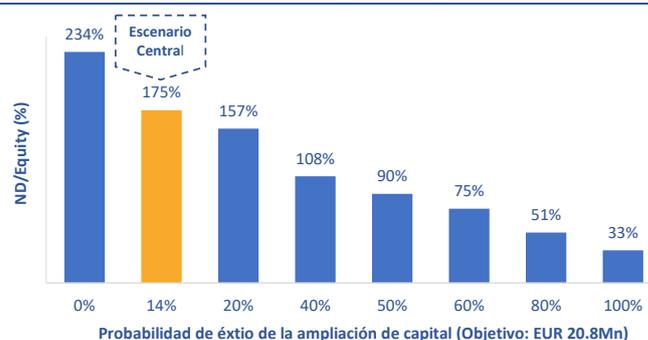


Siendo la captación de capital clave en este proceso...

Sabiendo que esa financiación no puede pivotar exclusivamente sobre DN, ya que el apalancamiento se dispararía (DN/FFPP: 175% 2022e; financiación del plan estratégico solo con DN y la aportación de EUR 3Mn de sus socios de referencia).

**Gráfico 2. Probabilidad de éxito de la ampliación de capital vs. apalancamiento 2022e**

...para dejar el apalancamiento en niveles aceptables (DN/FFPP c. 50%)



- Reduce el perfil de riesgo de la compañía, aumentando su exposición al sector alimentación (CF más estables y predecibles). Y con una expectativa realista de entrar con cierta rapidez en CFL positivo.
- Se retiene el potencial valor del negocio forestal. Lo que supone uno de los “puntos fuertes” del plan de ECO. Su compatibilidad con capturar el valor de una parte (ex Argentina) de su inversión histórica en madera.

**Un “equity story” estrictamente financiero en el corto y medio plazo, en el que la captación de capital se convierte en el “nudo gordiano” del plan estratégico.** Ya que, a día de hoy, la única restricción para la ejecución del plan estratégico es el capital.

La expansión del negocio de frutos secos, ampliando el autoabastecimiento preferentemente por la vía de la adquisición de nuevas fincas es coherente (al reducir la dependencia de terceros). Pero hiperdependiente del capital que lo financie y de la capacidad de materializar la venta de los activos no estratégicos. Un movimiento lógico y correctamente dirigido a la creación de valor. Pero pendiente de ejecución, no siendo descartable el

retraso de la expansión de la superficie frutícola, para centrarse, inicialmente en optimizar el negocio industrial/comercial.

**Vista la incertidumbre desatada por Covid-19: ¿cuáles serían el “suelo” y el “techo” en 2022e?.**

Alcanzado el break even en FCF en 2022 en el mejor escenario

La aceleración en la canalización del consumo hacia la alimentación saludable tras la pandemia actual, permitiría elevar precios (+0,5%/año) y acelerar la penetración de los productos más novedosos y lucrativos de ECO (c. +2x vs. escenario central). Dicho escenario permitiría que los ingresos de ECO se aproximasen a EUR 25Mn +2y, mejorando considerablemente la rentabilidad del negocio, al situarse el margen EBITDA/Ingresos en c. 12% (EUR 3Mn EBITDA Rec.2022e). Adicionalmente, si se llegaran a conseguir el 80% de los fondos de la actual ampliación de capital, el ratio DN/FFPP 2022 caería al 39%. Y, aún más significativo, se generaría, ya en 2022 un CF operativo de EUR 2,2Mn (que podría llevar el FCF a break-even, de retrasarse las inversiones agrarias estimadas para dicho año).

**Tabla 1. 2022e ¿Qué ocurriría si?**

	Ejercicio 2022e		
	Peor Escenario	Escenario Central	Mejor Escenario
Ingresos	17.5	19.9	23.9
Cto Ingresos 2022 vs 2020	19.6%	31.0%	54.9%
EBITDA Rec.	(1.6)	0.1	3.0
Márgen EBITDA Rec./Vtas	n.a.	0.7%	12.4%
Éxito en ampliación de capital (%)	14.2%	14.2%	80.0%
Deuda Neta 2022e	32.9	30.3	13.5
DN/FFPP 2022e	230%	175%	39%
CFO Recurrente	(1.8)	(0.2)	2.2
FCF Recurrente	(8.9)	(7.3)	(5.0)
EV/Ventas 2022	1.73	1.52	1.27
Prima / (Dto) vs EV/Ventas vs. sector	35.5%	19.4%	-0.3%

Y prolongándose el “consumo de caja” operativo en el peor escenario

Un escenario más adverso (mayor deterioro económico por Covid-19), conllevaría mayor presión en márgenes, menor penetración de sus nuevas líneas de producto (c. -50% vs. escenario central) e, incluso, la pérdida de las ventas a la cadena de distribución Caprabo (desconsolidación del grupo Eroski). Este escenario “horrible” (que contempla la primera fase de su ampliación agraria e industrial), reduciría la expectativa de ingresos (c. -12% vs. nuestro escenario central en 2022e), prolongando el “consumo de caja” a nivel operativo (EUR -1,6Mn EBITDA Rec.). El apalancamiento, considerando solo la ampliación apalabrada con sus socios actuales (EUR 2,95Mn) seguiría siendo excesivamente elevado (2,3x DN/FFPP), condicionando el plan de negocio actual.

## Descripción del negocio

### Reposicionamiento en la “creciente” industria de frutos secos

Gráfico 3. Mix de ingresos



Nota: Cambio de perímetro de consolidación en diciembre 2018.

Ecolumber (ECO) es un Grupo nacional de pequeño tamaño (EUR 28,4Mn Market Cap). Especializado en su origen (2004) en la gestión de plantaciones forestales en España (nogal negro americano) para la producción de madera. En 2016 dio un primer giro a su estrategia de negocio ampliándolo a la explotación de frutos secos (adquisición de Cododal Agrícola, especializada en la producción de nueces y almendras a nivel nacional), que ha reforzado después integrando en su negocio toda la cadena de valor de la industria al adquirir el Grupo Utega (diciembre 2018), especializado en el procesado, envasado y comercialización de frutos secos (principalmente nueces, almendras y pistachos) y de frutas desecadas. ECO cotiza desde junio del 2009 (post crisis “Lehman”) en el Mercado de Corros de la Bolsa de Barcelona, cambiando su denominación social (Eccowood Invest) a Ecolumber en 2012.

#### Un giro estratégico radical, que reduce el riesgo,...

ECO desarrolla su actividad en torno a dos negocios: i) el Agrícola, que engloba su actividad maderera y los cultivos intensivos de frutos secos, y que es gestionado en España por su filial Cododal y en Argentina por su filial Pampa Grande y ii) la actividad industrial y de distribución (desarrollado por Grupo UTEGA: Uriarte Iturriate y Frutos secos de la Vega).

Gráfico 4. Estructura corporativa

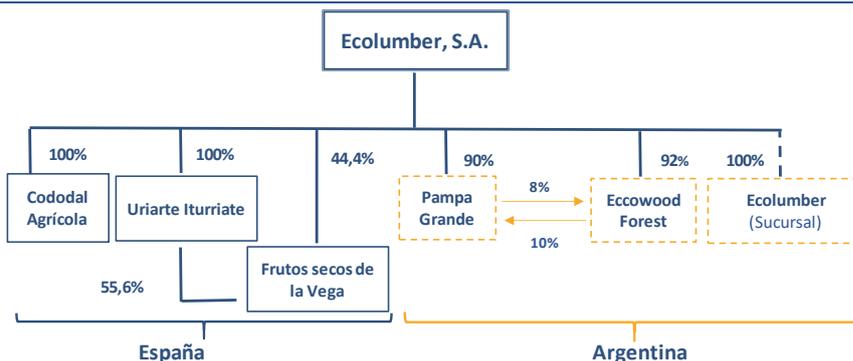
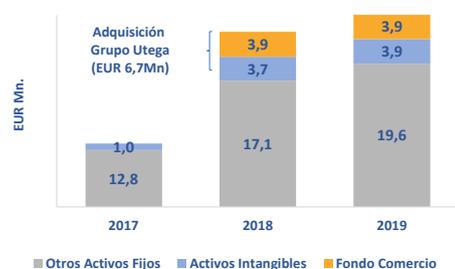


Gráfico 5. Fondo de comercio e intangibles generados con la adquisición del Grupo Utega

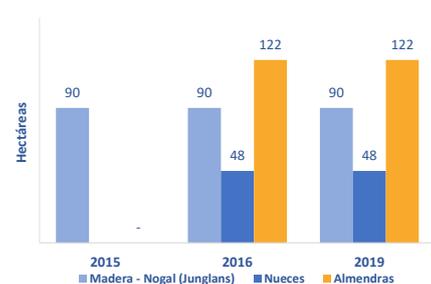


Nota: La adquisición de Grupo Utega, generó (2018) un fondo de comercio (EUR 3,9Mn) y activos intangibles vinculados a la cartera de clientes adquirida (EUR 2,8Mn), susceptibles de deterioro.

#### ...Siendo clave para la expansión del negocio

El cambio de perímetro (integración de Grupo Utega, diciembre 2018) persigue la integración vertical de la cadena de valor industrial, permitiendo también compensar parcialmente los consumos de caja de sus divisiones forestal y agraria. Además, le posiciona en el procesamiento de frutos secos (de mayor valor añadido y clave en su estrategia empresarial), un segmento que ha ganado interés en la industria (el número de compañías nacionales de este segmento habría aumentado c.20% a/a en 2018)<sup>1</sup>. Por otro lado, el Grupo podrá apalancarse en la estructura industrial adquirida para lanzar nuevos productos (snacks de frutos secos “in-house”) de mayores márgenes.

Gráfico 6. Distribución productiva nacional de las hectáreas en gestión



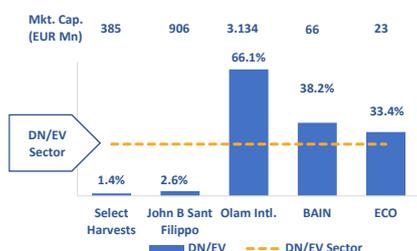
La adquisición, razonable en términos de EV/Ventas c. 1,2x 2018e (EV/EBITDA >40x, dados los estrechos márgenes de la industria), generando un fondo de comercio de consolidación que ha supuesto el 50% del coste de la combinación de negocios (EUR 7,8Mn). Como resultado de la operación, el fondo de comercio y la cartera de clientes adquirida sumaron el 24% del activo fijo 2019.

Su división agraria cuenta actualmente con un total de 260 hectáreas en gestión en España: 170 destinadas a la explotación de frutos secos (Alcover y Villanop, en Tarragona, y Ontiñena, en Huesca, de las que el 85,3% están cultivadas) y 90 destinadas a la explotación maderera (de nogal negro (Oropesa, en Toledo, y Luna, en Zaragoza). ECO es propietaria del 13,6% de los fincas en explotación de frutos secos (23 hectáreas adquiridas con la integración de Cododal) y del 53% en explotación para la producción de madera (en Oropesa), arrendando el resto de

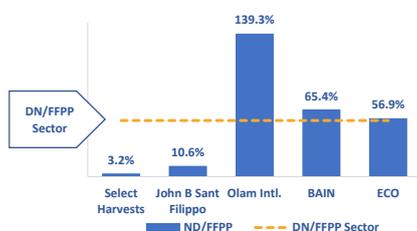
<sup>1</sup> Alimarket, Noviembre 2018.

terrenos con un plazo de vencimiento medio que abarca hasta 2030. Adicionalmente, desde 2008 es propietario de 9.914 hectáreas agrícolas en Río Negro (Argentina, valoradas en USD 2,5Mn 2019), inicialmente destinadas a la producción de madera de nogal, de las que actualmente quedan en explotación 15Has. para la producción de frutos secos, cuya contribución al negocio se ha visto completamente diluida (c. 6% de los ingresos consolidados 2018, y c. 0,1% en 2019).

**Gráfico 7. DN/EV vs. media del sector**



**Gráfico 8. DN/FFPP (2019) vs. media del sector**



Nota: el elevado endeudamiento de Olam Intl. se debe a un cambio de perímetro.

### ...Y adelanta la generación de caja

A diferencia de la explotación maderera, caracterizada por los largos periodos de maduración (c. 25 años hasta su tala definitiva), las explotaciones de frutos secos tienen periodos de maduración mucho más cortos (5 años en el caso de los almendros y 7 en el caso de los nogales), con un ciclo de explotación medio de c. 25 años.

Este factor justifica que su negocio forestal, “estratégico” en el origen de ECO, haya pasado a segundo plano, sin descartar su venta y/o desinversión de activos forestales a largo plazo.

De hecho, los largos periodos de maduración que caracterizan este negocio, junto a las necesidades financieras para el mantenimiento de los cultivos, hicieron fracasar a compañías competidoras en el pasado (Fundación Española de la Madera en 2016 y Maderas Nobles de la Sierra del Segura en 2017, Bosques Naturales, en 2018). Por otro lado, ECO pretende deshacerse (< 2 años) de su negocio argentino, un proceso que podría retrasarse tras la actual crisis “Covid-19”, con el objetivo de financiar la expansión adicional de las explotaciones de frutos secos en España (almendros y nogales). Este movimiento le permitiría simultáneamente reducir el riesgo (país y cambiario) y el apancamiento financiero del Grupo (DN/FFPP 57,5% 2019, vs. c. 55% del sector).

### Un salto de escala tanto a nivel cuantitativo...

Dada la naturaleza inicial de su negocio (forestal), la facturación (fundamentalmente venta de frutos), ha sido prácticamente irrelevante en el periodo 2017-2018 (c. EUR 0,2Mn por año).

El cambio de perímetro ha catapultado los ingresos a EUR 13,4Mn en 2019, empatando con el dato proforma 2018. La presión en precios (caída de doble dígito en almendras y nueces) y el peor mix de ingresos habría anulado el robusto crecimiento en volumen, llevando a break even operativo a la filial adquirida (c. EUR -0,1Mn EBITDA 2019e vs. EUR 0,5Mn -1y). Aun así, el aumento del volumen comercializado de frutos secos ha sido considerable (+25,0% a/a vs. proforma) alcanzando 2.061Tm (c. 80% del volumen total comercializado y c. 7% del comercializado por Borges Agricultural and Industrial Nuts). Los frutos secos han generado el 89,7% de sus ventas (23% nueces, 10% almendras y 56,2% otros frutos secos), con el restante 10,3% proviniendo, principalmente, de las frutas desecadas.

### ...como, especialmente, cualitativo que será la clave del crecimiento del negocio

El cambio de estrategia corporativa, ha posicionado a ECO en la industria alimentaria (frutos secos) como Grupo verticalmente integrado, permitiéndole:

- 1) Compensar los largos ciclos de maduración del negocio maderero (>30 años) con otros más cortos (frutos secos), adelantando la llegada a break-even (2022e, salvo que la compañía ampliase sus fincas cultivables por encima de lo esperado) y acelerando la generación de cash flow en los siguientes ejercicios, al aumentar la productividad de los cultivos.
- 2) Reducir el riesgo de negocio, mediante el posicionamiento en la industria alimentaria (frutos secos, con demanda creciente), capturando todos los tramos de la cadena de valor industrial por integración vertical.
- 3) Reducir el riesgo de liquidez (gracias a la inmediata generación de ingresos).
- 4) Apalancarse en la estructura existente, para lanzar productos más novedosos (Airnuts 2020) de mayor valor añadido, para acelerar la mejora de rentabilidad.
- 5) Y ganar visibilidad en la industria.

La estrategia implementada no está exenta de riesgos. Destaca la histórica dependencia de los ingresos del negocio adquirido (Utega) de Grupo Eroski (c.70% ingresos 2019, -10p.p. a/a), que requerirá un importante esfuerzo comercial para ampliar la cartera de clientes. Y, por otro lado, está la elevada dependencia actual del negocio agrícola de terceros (ausencia de cláusulas de opción de compra sobre los terrenos actualmente arrendados) y el aumento del

endeudamiento (DN EUR 10,2Mn 2019) vinculado al cambio de perímetro y a la inversión requerida por la expansión de la superficie cultivable.

Teniendo en cuenta el cambio de estrategia, y que reduce el peso del negocio maderero, y la ausencia de operadores cotizados equivalentes europeos en el sector forestal (en España es referente Foresta Capital), sus principales rivales se encuentran en el sector de frutos secos, en el que destacan compañías cotizadas como la española Borges Agricultural And Industrial Nuts (perteneciente a Grupo Borges), Select Harvest (Australia), Olam (Singapur) o John B. Sanfilippo & Son y otras muchas no cotizadas como, Wonderful Pistachios and Almonds (anterior Paramount Farms), Mariani Nut Company, Diamond Foods, Blue Diamond, la italiana Besana o, a nivel nacional, Almendras Llopis.

**Gráfico 9. RR.PP. vs. ampliaciones de capital**

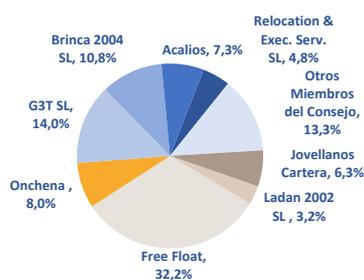


### Cambio de negocio y expansión financiados mediante ampliaciones de capital

La expansión del negocio de ECO se ha llevado a cabo mediante tres ampliaciones de capital, a las que han contribuido principalmente sus accionistas de referencia:

- 1) La primera (EUR 4,95Mn en 2015), tras un proceso de reducción de capital (EUR -1,8Mn, abocado a reestablecer el equilibrio patrimonial), con el objeto de diversificar el negocio con la explotación de frutos secos.
- 2) La segunda (EUR 1,4Mn en 2017), para financiar la expansión de las explotaciones frutales.
- 3) Por último, en noviembre 2018 ECO anunció su mayor ampliación de capital hasta la fecha, (con un objetivo de captar hasta EUR 21,8Mn), para financiar un ambicioso plan de expansión que incluía la adquisición de Grupo Utega. Dicha adquisición obligó a ejecutar la ampliación parcialmente ese mismo año (27,3% del total anunciado, mediante la emisión de 5,8Mn acciones). Posteriormente se realizó un segundo tramo, consistente en la ampliación de 1,9Mn acciones para compensar deuda adquirida en dicha operación por importe de EUR 2Mn.
- 4) El proceso de captación de capital sigue actualmente abierto, con dos objetivos: i) expandir la superficie cultivada de frutos secos (para mejorar los retornos en el más l/p) reduciendo su dependencia de terceros (+550 Has. +3y, c. +3x la superficie actualmente gestionada, vía adquisición de terrenos) y ii) escalar su negocio industrial apostando por el procesamiento de frutos secos (más lucrativo). Asegurar las necesidades financieras +3y de esta doble estrategia conllevaría captar c. EUR 23Mn (c. 20% del total se destinaría al desarrollo industrial, c. 60% a la expansión agraria).

**Gráfico 10. Composición del accionariado**



### Estructura accionarial estable y comprometida con las necesidades del Grupo

Brinca 2004, G3T, Arcalios Invest y Ladán se encuentran entre los socios que han participado en el capital de la compañía desde que ésta debutase en corros en 2009, habiendo participado en mayor o menor medida en las sucesivas ampliaciones de capital. Las ampliaciones realizadas en los últimos tres años han dado entrada en el accionariado a fondos de inversión como Onchena y Jovellanos Cartera (8,0% y 6,3% del capital respectivamente). No obstante, los acuerdos de representación permiten que el Consejo mantenga el control del Grupo (con c. 50,3% de los votos), situándose el *free float* en el 32,2%.

A pesar de que el proceso actualmente abierto para ampliar capital en 2020 pueda resultar en una dilución de la participación de los accionistas de referencia, es previsible que sus actuales socios continúen financiando gran parte del proyecto (sin descartar su ejecución en varias etapas en función de las necesidades de fondos).

## La solidez de la demanda sigue atrayendo la inversión

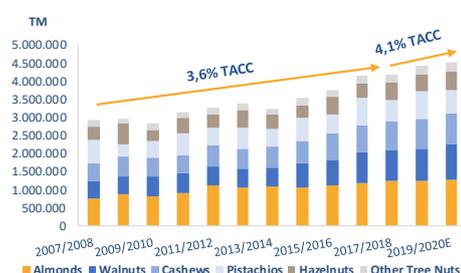
Los datos históricos reflejan la solidez del crecimiento de la demanda de frutos secos y frutas desecadas. El mercado de los frutos secos (89,7% de los ingresos de ECO 2019) alcanzó los USD 37,4Bn en la temporada 2018/2019 (+9,4% a/a, excluyendo la producción de cacahuets en cáscara), tras haber registrado una TACC -10y del 7,4%. El de las frutas desecadas (10,3% de la facturación de ECO 2019) también ha registrado un sólido crecimiento en el pasado (TACC +5,1% -10y) alcanzando USD 9Bn en la temporada 2018/2019 (+16% a/a), con una producción global de 3,2 millones de Tm (+5% a/a).

**Gráfico 11. Consumo de frutos secos en el hogar (España)**



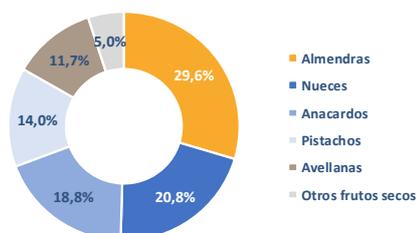
Fuente: Informe de consumo alimentario en España (Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación).

**Gráfico 12. Producción mundial de Frutos Secos (toneladas métricas)**



Fuente: INC (International Nuts Council) 2018/2019.

**Gráfico 13. Mix de la producción mundial de frutos secos (toneladas)**



Fuente: INC (International Nuts Council), datos 2018/2019 (excl. cacahuets).

Adicionalmente, ECO persigue posicionarse en el segmento de los snacks saludables (procesados de frutos secos), un mercado valorado en c. USD 23Bn y para el que se esperan crecimientos anuales de c. +5% en el medio/largo plazo<sup>2</sup>, (vía efecto sustitución de otros productos, en base a la creciente sensibilización de los consumidores respecto a sus propiedades nutritivas y saludables).

### La demanda de frutos secos a prueba del Covid

La creciente sensibilidad hacia el mantenimiento de un estilo de vida saludable ha llevado a un incremento del consumo de productos considerados "saludables" (nueces y almendras) como complementos de la dieta<sup>3</sup>. La demanda de estos productos se habría incrementado durante los primeros meses de la crisis del "Covid-19", cuya gestión internacional ha contribuido a modificar los patrones de consumo. Almendras y nueces (33% de los ingresos de ECO 2019, y clave de su estrategia de negocio) se han seguido beneficiando de las robustas ventas al por menor (por la búsqueda del consumidor de alimentos nutritivos con alto contenido de proteínas y larga vida útil), mientras se han visto penalizadas por el cierre de la restauración y hostelería.

Adicionalmente, el adelanto de pedidos por el potencial "riesgo" de desabastecimiento y/o cierre de algunos mercados internacionales (Asia), son algunos de los factores que habrían contribuido a distorsionar "puntualmente" la formación de precios. No obstante, los fundamentales de crecimiento del mercado se mantienen a "priori" inalterados (c. +6% a/a en las exportaciones de EE.UU. desde principios de año).

### Sólido crecimiento del mercado pre-crisis "Covid-19"

La producción mundial habría alcanzado los 4,5 millones de Tm en la temporada 2019/2020, registrando una TACC -10y del +4,1%. Almendras, nueces, anacardos y pistachos concentran el mercado (81,3% de los ingresos, +1,3p.p. a/a).

EE.UU. ha liderado la producción mundial de frutos secos (c. 41% del total), siendo el mayor país productor de almendras (c. 80%), pistachos (c. 58%) y nueces (c. 31%), que suman c. 95% de su producción de frutos secos. Le siguen Asia y Medio Oriente (respectivamente c. 19% y 11% de la producción global). Las estimaciones iniciales para 2019/2020 apuntaban a una desaceleración del crecimiento de la producción mundial (+2% a/a, c. -4p.p. a/a)<sup>4</sup>.

### Siendo previsible un aumento de la producción en el medio/largo plazo...

Según INC (International Nuts Council) el mercado mundial de las almendras alcanzó USD 8.300Mn en 2018/2019 (TACC +7,8% -10y), aupado por la recuperación del precio medio en el último año (+14,7% a/a) tras el moderado crecimiento de la producción (+1,4% a/a). EE.UU., Australia y España lideran la producción mundial (con c. 80%, 7% y 5% respectivamente), siendo el primero el país referente para la formación de precios. La UE es uno de sus principales mercados: consumió c. 30% de la producción global 2018/2019<sup>5</sup>,

<sup>2</sup> Grand View Research apunta a una TACC del 5,2% en snacks saludables (c. USD 33Bn en 2025).

<sup>3</sup> Las nueces ayudan, entre otros, a prevenir enfermedades cardiovasculares y a la función cognitiva. Las almendras son fuente de calcio en la prevención de la osteoporosis.

<sup>4</sup> INC (International Nuts Council) datos a Noviembre 2019.

<sup>5</sup> Informe: "EU-28 Tree Nuts Annual" e INC (International Nuts Council). Datos temporada 2018/2019.

importando c. 75% de sus necesidades (c. 90% de EE.UU., figurando España como principal país destino).

Adicionalmente, el mercado de nueces ascendió a USD 7.100Mn en 2018/2019 (TACC +7,6% -10y)<sup>6</sup>. China, EEUU y Chile concentran c. 80% de la producción mundial. Mientras China lidera la producción (40% 2018/2019), destaca el aumento de los cultivos en Chile (c. +3x superficie cultivada vs. -10y). La UE importa c. 70% de sus necesidades de consumo<sup>7</sup>, siendo EE.UU. uno de sus principales socios (c. 55% del volumen importado en 2019).

**Gráfico 14. Total hectáreas de almendros en España vs. (cultivadas y en producción) vs. productividad**



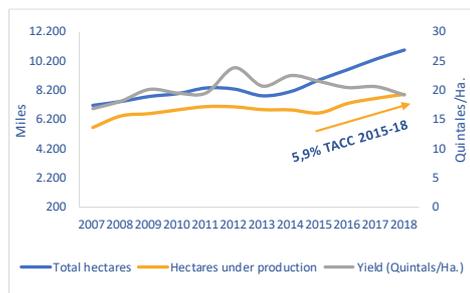
Fuente: Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación, datos 2018 (hectáreas con producción regular).

**...Tanto en almendras.**

Las buenas expectativas de la demanda (c. +6% TACC +5y) se ha traducido en la continua expansión de la superficie cultivada. Mientras que en EE.UU. el aumento de la superficie se concentró en el periodo 2010-2015 (c. +40%, con una TACC +6,8%), moderándose su crecimiento en los años siguientes (TACC 2015-2019: +3,6%). El boom del crecimiento en España tuvo lugar desde mediados de la última década (+6,2% TACC 2015-2018, hasta c. 660 mil has.), llevando la producción a máximos (c. 339.000Tm. 2018/2019<sup>8</sup>, TACC +17,4% -3y) y contribuyendo a c. 70% de la producción europea.

De hecho, la caída de la producción local en 2019 (-2,1% a/a) habría sido puntual (peor climatología), siendo previsible un importante aumento de la producción en el medio plazo (c. +20% +3y, vinculado a: 1) la entrada en productividad de los almendros cultivados durante la pasada crisis económica, 2) el aumento de la productividad (TACC c. +10% -3y), aunque hiperdependiente de la climatología y 3) el desarrollo de nuevas plantaciones (m/p).

**Gráfico 15. Total hectáreas de nogales en España (cultivadas y en producción) vs. productividad**



Fuente: Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación, datos 2018.

**...Como en nueces.**

Importante expansión de la superficie productiva (TACC 2015-2019: +5,2% en California y +4,2% en España), atraídos por la solidez de la demanda (c. +6% TACC +5y), y la progresiva entrada en productividad de los cultivos más recientes. A nivel local, el aumento del volumen en las plantaciones consolidadas, junto a la incorporación de la producción de c. 2000Has en 2019 han disparado la última cosecha c. +20% a/a (vs. c.+2% TACC 2015-2018)<sup>9</sup>. Es previsible que se duplique la superficie productiva local +4y (vs. c. 8.000Has actuales).

**Que eleva el riesgo de sobreoferta "puntual" en la industria...**

El aumento de los cultivos en los últimos años, podría derivar en un exceso de oferta (generando desequilibrios en el medio/largo plazo) hiperdependientes del aumento de la productividad (y de la climatología favorable), presionando los precios y desincentivando el desarrollo de nuevas plantaciones. Aunque EE.UU., lleva casi una década lidiando con problemas de sequía en California (donde se concentra la industria), la producción ha ido en aumento (c. +60% vs. -5y, con 1,36Bn Tm previstas para la cosecha actual, +17,6% a/a)<sup>10</sup>. Adicionalmente, la producción australiana ha aumentado en los últimos años (c. +35% vs. -3y, que exporta principalmente a China), y la productividad en España ha mejorado (TACC -5y >5%).

Por el contrario, un escenario de reducción de la productividad (por climatología desfavorable), permitiría sostener los precios y el ritmo de expansión de los cultivos de los últimos años. En este sentido, la disponibilidad de terrenos cultivables en el cinturón del Mediterráneo, junto a la ausencia de barreras de entrada relevantes podrían contribuir a intensificar la competencia (l/p), potenciando la mayor fragmentación del mercado. Aun así, productividad y precios de salida siguen siendo claves en la ecuación (por la presión en precios derivada del aumento de la producción esperada y de la importación de variedades más económicas).

**...E impacta en unos precios hiperdependientes de la productividad (c/p),...ahora también afectados por el Covid-19**

Las características de estos productos conllevan una elevada sensibilidad de su precio a la mayor/menor disponibilidad en el mercado. Los precios alcanzaron máximos en plena crisis

<sup>6</sup> INC (International Nuts Council).

<sup>7</sup> Informe: "EU-28 Tree Nuts Annual 2019" e INC (International Nuts Council). Datos temporada 2018/2019.

<sup>8</sup> Ministerio de Agricultura y Pesca, Alimentación y Medio Ambiente (MAPAMA): datos de producción en cáscara.

<sup>9</sup> Asociación de Productores de Nueces de España y Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación.

<sup>10</sup> United States Department of Agriculture National Agricultural Statistics Service "2020 California Almond Forecast".

económica (el de las nueces llegó a duplicarse en 2014 vs. -3y hasta los USD 10,7/Kg, alcanzando máximos para las almendras en 2015, USD 7,7/Kg, +55% vs. -4y), volviendo a contraerse (TACC 2015-2017 de c. -19% y -9% respectivamente) por el posterior incremento de la oferta. No obstante, la moderación de la producción mundial en los últimos años (TAMIs -3y de c. +3,0% y +4,5% respectivamente en nueces y almendras) ha favorecido la recuperación de sus precios.

**Gráfico 16. Producción mundial de frutos secos (toneladas) vs. precio global medio**



Fuente: INC (International Nuts Council), datos 2018/2019.

**Abaratando sus precios (2020) de nueces y almendras, y favoreciendo “a priori” su consumo**

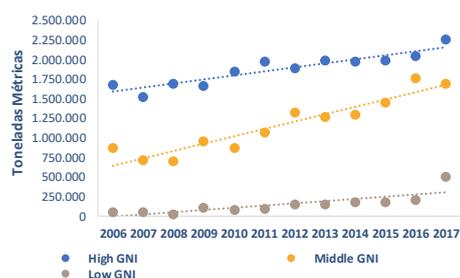
El precio de las nueces se mantiene estable c. -20% vs. máximos, por, entre otros, el aumento de producción chilena en variedades de menor calibre (>95% se exporta).

Por otro lado, aunque el precio de las almendras se recuperó de forma puntual en 2019 (+14,7% a/a)<sup>11</sup> por la menor expectativa inicial de producción estadounidense (-3% a/a), la presión en precios provocada por la canalización hacia Europa (+2,4% a/a en las exportaciones 2019) del exceso de producción en California (con un crecimiento superior al anticipado, +11,8% a/a), está contribuyendo a erosionar los precios. A la desviación de la producción, motivada en un principio por las tensiones arancelarias con Asia (aranceles del 60% a las exportaciones estadounidenses a China), se añade el cierre algunos de sus mercados (India) y/o ralentización de las exportaciones por el Covid-19.

Como resultado, el precio se habría reducido c. 16% desde principios de año (acumulando c. -10% en febrero, una de las caídas más drásticas del último lustro en EE.UU.), y continúa debilitándose a pesar del aumento de la demanda (< USD 5,3/Kg), presionando el precio de la producción local.

No obstante, dada la sensibilidad de la demanda ante variaciones del precio (por ser productos premium), la disponibilidad del producto a menor precio, podría acelerar también la penetración de productos derivados (leche, cremas...) beneficiando a la industria. En este sentido, ECO tiene como objetivo escalar el procesado de almendras, apuntando al mercado de ingredientes de almendra (TACC de c. 10% +5y)<sup>12</sup>. Las propiedades nutritivas de estos alimentos en una población europea cada vez más envejecida, junto al aumento de la incidencia en la población mundial de la intolerancia a la lactosa y de la demanda de productos sin gluten, respaldarán el crecimiento del mercado.

**Gráfico 17. Consumo estimado de frutos secos por PIB**



Fuente: INC (International Nuts Council), datos 2018/2019

- Economías de ingresos altos: PIB per cápita >= 12.746 USD (Australia, Chile, EE.UU.,...).
- Economías de ingresos medios: PIB per cápita de 1.046 USD a 12.746 USD (China, Costa de Marfil, India, Sudáfrica,...).
- Economías de ingresos bajos: PIB per cápita <= 1.406 USD (Afganistán, Burkina Faso, Kenya, Zimbawe,...).

**Aún así, Asia se mantiene en el objetivo como vía para aliviar la presión en precios**

Aunque el conflicto comercial EEUU-China (2018/2019) ha permitido avanzar en los acuerdos comerciales bilaterales EU con China<sup>13</sup>, la almendra española no cuenta todavía con la correspondiente autorización comercial en el país. El mercado asiático ha sido el más dinámico en los últimos años (destacando la India y China), apoyado en una tendencia hacia hábitos de consumo más saludables en una parte importante de la creciente clase media. La penetración de dicho mercado está entre los objetivos de la industria española, un factor clave ante el considerable aumento esperado de la producción local.

A pesar de que el acuerdo comercial alcanzado entre EE.UU. y China (enero 2020, rebajando c-5% los aranceles, y actualmente en revisión por el Covid-19) podría mermar la capacidad importadora del país asiático desde otras regiones (China importa c. 78.000 Tm desde EE.UU.), la apertura de sus fronteras podría ofrecer oportunidades para el comercio intra/extracomunitario para los productores locales.

**Un sector que mantiene el foco en las eficiencias productivas y en la capacidad de innovación**

La intensificación de la competencia y la poca visibilidad en precios obligará a los productores a invertir en mejoras productivas (a fin de paliar potenciales correcciones de precios provocadas por el incremento productivo), en calidad (para alinearlos con los estándares internacionales) y/o en productos innovadores a base de estos frutos, que generen mayor valor añadido, como palancas para proteger y/o expandir los márgenes. Al igual que otros

<sup>11</sup> Datos de la lonja de Reus.

<sup>12</sup> TACC 10,46% en ingredientes de almendra (Expert Market Research, USD 16,7Bn 2025)

<sup>13</sup> La uva de mesa española obtuvo la autorización comercial (2019) en China.

competidores, ECO ha desarrollado una nueva línea de productos “saludables” a base de frutos secos, de mayor valor añadido (Airnuts), un proceso que requerirá potenciar su red comercial.

Por otro lado, la integración vertical de los negocios está igualmente en las agendas de los productores (siendo pilar de la estrategia de ECO), como mecanismo de creación de valor (Olam International adquirió la procesadora de almendras Hughson Nuts en octubre 2019).

### Una industria fundamentalmente concentrada en manos privadas

Entre los principales actores del mercado destacan numerosas compañías privadas tanto en el segmento de nueces (con compañías como Mariani Nut Co., Diamond Foods, Alpine Pacific Nut, Poindexter Nut Company, Guerra Nut Shelling Company, Grower Direct Nut Co. Inc.), como en el de las almendras (Blue Diamond, Wonderful Pistachios and Almonds, Mariani Nut Company, Waterford Nut Co, California Gold Almonds, The Almond Company o la italiana Besana World, siendo las referencias puras cotizadas a nivel internacional la australiana Select Harvest o la compañía singapurense Olam International. A nivel nacional ECO compite, desde este 2019, con la compañía cotizada Borges Agricultural and Industrial Nuts (BAIN) y con otras privadas como Almendras Llopis.

Consideramos compañías referentes del sector de frutos secos la belga Greenyard (especializada en el cultivo procesamiento de frutas y hortalizas) y la australiana Select Harvest (especializada en la producción de almendras de alta calidad), siendo también referentes las estadounidenses John B. Sanfilippo y Archer-Daniels-Midland (ADM, especializada, entre otros, en el procesamiento de semillas y cereales para la industria de la alimentación), y la compañía de Singapur Olam International (que cuenta con una cartera más amplia de productos destinados a la industria de la alimentación, como té, arroz, aceite de palma, etc.).

## Llevar a puerto el nuevo modelo de negocio “solo” requiere inversión...

La “breve” trayectoria de ECO como Grupo industrial impide la comparabilidad del negocio actual con el histórico: gestión exclusiva de plantaciones forestales (maderas nobles) pre-2016, ampliándolo desde ese año al negocio agrario (frutos secos) y saltando a la industria de la alimentación (frutos secos) como operador integrado en 2019, financiando su crecimiento mediante ampliaciones de capital. El Grupo mantiene su hoja de ruta pese a la crisis actual: reforzar su negocio aumentando la integración vertical (reduciendo la dependencia de terceros) y la diversificación del negocio industrial (hacia productos procesados más lucrativos).

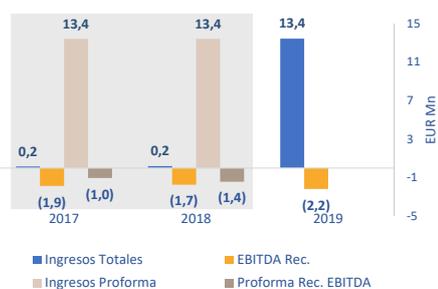
### 2020e: una “crisis sanitaria” global, que ha favorecido a la industria alimentaria

La incertidumbre sigue siendo elevada respecto al impacto final que la pandemia del Covid-19 tendrá en una economía que se tambalea, al reducirse el consumo meramente a lo “necesario” y en un escenario que ha restringido las visitas, entre otros, al supermercado. Los avances ofrecidos por las principales instituciones económicas son desalentadores.

El Banco de España acaba de reducir su previsión más optimista para contracción del PIB nacional al -9,5% a/a en 2020, (-2,9p.p. vs. su escenario más favorable de finales de abril, en el que estimaba un -13,6% en el escenario más desfavorable<sup>14</sup>, vs. -3,8% durante la Gran Crisis del 2009). La misma Institución avisa de que la crisis será más larga y aguda de lo esperado, ocasionando daños estructurales sobre la economía (y el consumo). Por otro lado, es incierta la eficacia de las medidas económicas que finalmente se adopten (*¿Plan Marshall?*).

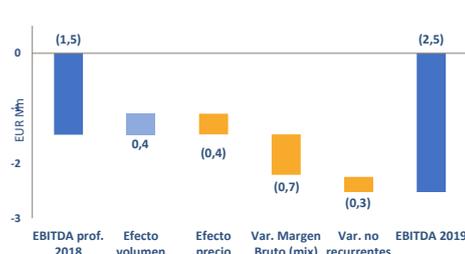
Pero la “nueva normalidad” llevará secuelas del Covid-19, tanto económicas, como sociales, alterando las prioridades del gasto de los consumidores. La gran incertidumbre provocada por esta crisis (un factor clave en el consumo familiar), podría derivar en la moderación del consumo vs. anteriores crisis, con un importante sesgo hacia la “seguridad” de los productos, la alimentación saludable y la relación valor/precio.

**Gráfico 18. Ingresos vs. EBITDA Rec.**



Nota: datos proforma 2017 y 2018.

**Gráfico 19. EBITDA Bridge 2018-2019**



Nota: proforma EBITDA 2018.

### En este escenario y dada la “breve” trayectoria de ECO como Grupo verticalmente integrado, cabe preguntarse ¿cuál es su situación “hoy” para afrontar esta crisis?

El 2019 (punto de partida que consolida el 100% del P/L de Grupo Utega), no ha sido especialmente fácil para ECO. El ejercicio se ha visto impactado por la “crisis financiera” del principal cliente del Grupo adquirido, Eroski, que ha reducido su contribución al negocio (c.70% de los ingresos 2019, -10p.p. a/a en términos proforma). La cadena de distribución ha estado inmersa en un complejo proceso de refinanciación bancaria (finalizado en julio 2019), vinculado a un exigente plan de reestructuración. De hecho, la potencial venta de las tiendas Caprabo (c. 19% de sus puntos de venta 2019) sigue estando sobre la mesa, lo que, de consumarse, afectaría a ECO (c. 10% de los ingresos 2019).

Aun así, el Grupo consiguió empatar en ingresos vs. el proforma 2018 (EUR 13,4Mn 2019), en un ejercicio en el que la presión en precios (Eroski?) ha sido la tónica dominante (caída de doble dígito en el precio de almendras y nueces) y el peor mix de ingresos (-2,5p.p. a/a en volumen de nueces y +10p.p. en otros productos de menor margen), que anularon el robusto aumento del volumen comercializado en frutos secos (+25% a/a en términos proforma).

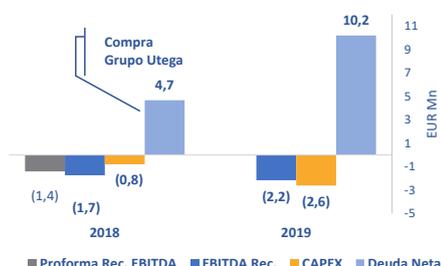
Como resultado, la filial adquirida habría quedado en break-even (c. EUR -0,1Mn EBITDA Rec. 2019e vs. EUR +0,5Mn -1y) resultando en EUR -2,2Mn EBITDA Rec. consolidado). Adicionalmente, el impacto de la reestructuración implementada (EUR -0,4Mn) y el aumento en el CAPEX (EUR 2,6Mn, +2,3x a/a) y el gasto financiero (EUR 0,2Mn) han elevado su endeudamiento (DN EUR 10,2Mn 2019, c. +2x a/a, el 58% s/ FFPP).

<sup>14</sup> Banco de España en su informe “Escenarios macroeconómicos de referencia para la economía española tras el COVID-19. El escenario más favorable contempla una recuperación casi inmediata tras el confinamiento, mientras que el más desfavorable contempla una recuperación incompleta a finales de año (sectores de hostelería y ocio).

### Un perfil defensivo para “sortear” la crisis, siendo crítica la captación de capital

El Covid-19 ha alterado los hábitos de consumo. Durante la denominada “semana de la histeria”<sup>15</sup>, que obligó a cambiar de forma tajante los comportamientos de compra de los consumidores por el estado de alerta, la adquisición de productos de primera necesidad aumentó c. +21% a/a. Tras las compras de “aprovisionamiento” de las primeras semanas (de, entre otros, productos frescos no perecederos, como los frutos secos), los patrones de compra se habrían ido normalizando progresivamente.

Gráfico 20. EBITDA Rec. vs. CAPEX y DN



Nota: proforma EBITDA 2018.

El reposicionamiento de ECO como operador integrado en la industria alimentaria de los frutos secos, segmento alineado con la creciente tendencia hacia la “alimentación saludable” (almendras y nueces), es clave para sortear esta crisis, mientras madura su negocio forestal. En un estudio realizado durante el primer mes del confinamiento, c. 70% de los encuestados tenían previsto mantener y/o incrementar el presupuesto para la alimentación saludable.<sup>16</sup>

No obstante, resolver su financiación (a medio y largo plazo) es crítico. En 2020 la compañía ha asegurado sus necesidades financieras vía accionistas de referencia (EUR 2,95Mn), garantizando la continuidad del negocio.

Dado el contexto “extraordinario” originado por el Covid-19, hemos optado por dividir nuestras estimaciones. En primer lugar, indicamos lo que se podría esperar para 2020e, un año especialmente afectado por las medidas adoptadas para la contención de la pandemia y las fases de desescalada para retornar a cierta “normalidad”. Y, en segundo lugar, el comportamiento previsible para ECO en el medio plazo, post- Covid-19.

### Un 2020 distorsionado por el Covid-19 (que “a priori” tendrá un impacto positivo)

Aunque la crisis “Covid-19” ha paralizado el proceso de captación de capital de ECO, la vuelta a la nueva “normalidad” permitirá reactivar el proyecto, cuyo mayor atractivo es su carácter defensivo y posicionamiento en un mercado en expansión (alimentación “sana”: almendras y nueces). A modo indicativo, el comportamiento del consumo en estos meses ha permitido observar un aumento de snacks y frutos secos en la cesta de la compra (+78% a/a durante abril),<sup>17</sup> impulsado por la suspensión “temporal” del canal HORECA<sup>18</sup>.

Nuestro escenario base (2020e-2022e) incorpora: i) las fincas (frutales y forestales) actualmente en gestión, ii) el lanzamiento de nuevas líneas de negocio industriales (procesados de frutos secos), iii) la ejecución parcial de la ampliación de su división industrial (para procesados), y iv) el desarrollo de una primera fase de expansión de plantaciones agrarias (+100 Has. de frutales en 2021e y +250 en 2022e; serían fincas compradas, no arrendadas), con las que poder garantizar parte del abastecimiento (principalmente almendras).

Pese a que los largos plazos requeridos hasta alcanzar una productividad óptima con los frutales (c. 5 años) laststrarán los retornos del Grupo en el corto y medio plazo, el desarrollo del proyecto tiene sentido estratégico, siendo factible mediante financiación mixta: ampliación de capital (en varias etapas), deuda bancaria y/o venta de activos no estratégicos. Nuestros números consideran un impacto parcial de la ampliación de capital en curso (EUR 2,95Mn garantizados en la ampliación de capital por accionistas de referencia), sin contemplar la venta de otros activos (los terrenos argentinos estaban valorados en USD 2,5Mn en 2019).

- **Fuerte crecimiento de los ingresos (EUR 15,2Mn, +13,1% a/a).** Varias fuentes apuntan a un crecimiento de doble dígito en 2020 para la industria de la alimentación (c. +10% a/a), por el efecto “acopio” al inicio del confinamiento, y la captura de parte de cuota de mercado liberada por el canal HORECA (por las restricciones impuestas). Paradójicamente, la elevada dependencia de Eroski (principal factor de riesgo para ECO), se ha convertido en una fortaleza durante la primera parte del año (c. +20% a/a en ingresos 1T20, a los que Eroski habría contribuido con c. 80% del total, compensando la pérdida “coyuntural” del canal HORECA). No obstante, la vuelta a cierta normalidad (2S) conllevará una progresiva normalización del consumo, aunque

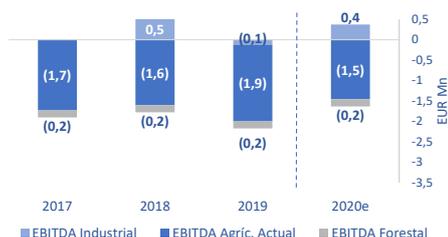
<sup>15</sup> La semana posterior a la declaración del estado de alarma decretado el 14/03/2020 por el Covid-19, debido al temor injustificado de desabastecimiento.

<sup>16</sup> El impacto del coronavirus en estados de ánimo, hábitos y consumo (Ideas Action Lab, Marzo 2020).

<sup>17</sup> Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación: Informe de consumo de alimentos en el hogar (semana 14).

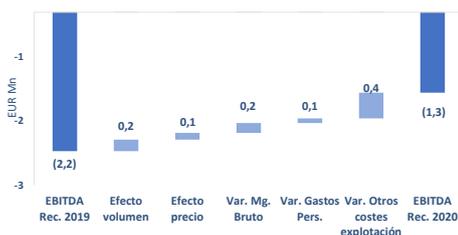
<sup>18</sup> Hoteles, restauración y cafeterías.

**Gráfico 21. Composición del EBITDA Rec.**

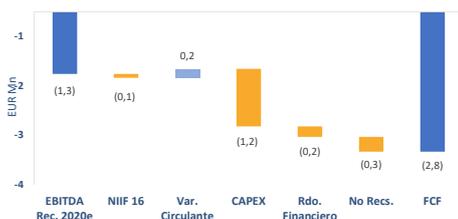


Nota: datos EBITDA industrial 2018e proforma.

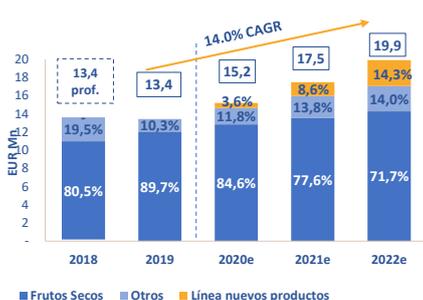
**Gráfico 22. EBITDA Bridge 2020e**



**Gráfico 23. Desde EBITDA a FCF (2020e)**



**Gráfico 24. Mix de ingresos**



Nota: datos proforma para el ejercicio 2018 (EUR 0,2Mn ingresos reportados 2018).

**Gráfico 25. EBITDA Rec. vs. contribución a ingresos de los nuevos productos (%) y autoabastecimiento de frutos secos (%)**



con un 4T que podría ser algo más austero (contención del gasto en los hogares) a pesar del creciente interés por estos productos.

Por otro lado, el lanzamiento de sus nuevos productos (procesados de frutos secos de mayor valor añadido) reforzará el crecimiento de los ingresos (3,6% de la facturación del Grupo, contribuyendo a c. 30% del crecimiento) y su cartera de clientes.

- **Que reduce el “consumo de caja” operativo (EBITDA rec. -1,3Mn, -42,0% a/a).** Apoyado principalmente en el aumento del volumen comercializado y el mix de productos, y reforzándose vía contención de costes (reestructuraciones) y apalancamiento operativo. El esfuerzo comercial requerido para sus nuevos lanzamientos tendrá un pequeño impacto negativo (EUR -0,3Mn en publicidad).
- **Resultando en unas necesidades de caja de EUR 2,8Mn en el año,** a pesar de la reducción de la inversión (EUR 1,2Mn en CAPEX, -55,6% a/a). Ésta se destinará tanto a las nuevas líneas de productos (EUR 0,5Mn, tras haber invertido EUR 1Mn en 2019), como a las plantaciones de frutales. Adicionalmente, es previsible un impacto negativo por reestructuraciones (EUR -0,3Mn) y el aumento del gasto financiero.
- **Conteniendo el endeudamiento (DN EUR 10,1Mn, 54% DN/FFPP, -4p.p. a/a), gracias a la nueva aportación de sus socios actuales,** que han asegurado EUR 2,95Mn (14,2% de la ampliación de capital actualmente en curso), poniendo de manifiesto su compromiso con el proyecto. C. 45% de la DN a cierre del 2019 tenía vencimientos a c/p (EUR 5,2Mn), lo que acentúa su necesidad de captar capital (y/o una potencial refinanciación bancaria).

Los ajustes de valor de los activos biológicos del negocio forestal han sido una constante en la compañía. El impacto derivado de dichos ajustes se elevó a EUR 0,9Mn en 2018, >2x vs. su contribución promedio del periodo 2014-2017, habiéndose reducido a EUR 0,2Mn en 2019. Incorporamos dichos importes en el apartado de gastos capitalizados. Nuestras estimaciones 2020-2022e contemplan su impacto neutro en el P/L del Grupo.

**Post Covid-19: ¿qué se podría esperar a m/p? Aceleración del crecimiento en ingresos (vía nuevos lanzamientos y mejor mix), con break even en 2022e**

Como hemos comentado, el “efecto Covid-19” podría favorecer el sesgo del consumo hacia la “seguridad” de los productos (validando la apuesta de ECO por productos “Km 0”) y la alimentación saludable. Adicionalmente, la industria alimentaria podría ser una de las favorecidas, al aumentar el gasto destinado a productos de alimentación (+2% en 2021 según Deloitte).

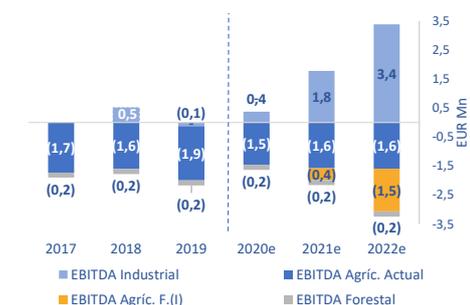
En este contexto, esperamos que ECO alcance unos ingresos de c. EUR 20Mn 2022e (+14,0% TACC 2019-2022e), alcanzando el break even en EBITDA al final del periodo (impulsado por un mix de ingresos más favorable), siendo los principales drivers de crecimiento:

- **El sólido crecimiento de la demanda de frutos secos:** estimando una TACC del +5,4% 2020-2022e en ventas, que contribuirá al 30,3% del crecimiento en ingresos.
- **La creciente penetración de los lanzamientos más novedosos** (Airnuts) y lucrativos, vía acuerdos comerciales con clientes estratégicos, con destacada presencia nacional en la distribución alimentaria. Estimamos unos ingresos de EUR 2,8Mn al final del periodo (14,3% de los ingresos del Grupo, contribuyendo al 48,8% del crecimiento de los ingresos consolidados 2020-2022e).
- **Y la diversificación de la cartera de clientes** por ahora locales, apoyada en una estrategia de producto “Km 0” (sostenibilidad), pudiendo cruzar fronteras (> l/p).

**Pero habrá que esperar (2022e) para alcanzar el break even en EBITDA**

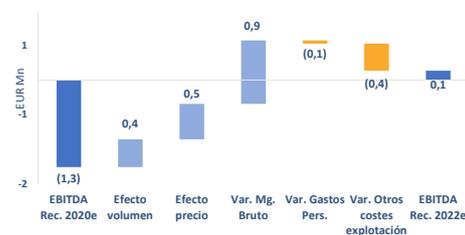
La integración vertical implementada permitirá rentabilizar el negocio, apalancando la mejora de márgenes (l/p) en: i) la progresiva entrada en productividad de los cultivos, aumentando el autoabastecimiento de frutos secos (+9,9% sobre el total comercializado estimado al final del periodo, +6p.p. vs. -3y); ii) la mejora de la productividad (incorporación de nueva maquinaria en 2020, con la posibilidad de añadir nuevos turnos de producción en las líneas existentes) y

**Gráfico 26. Composición del EBITDA recurrente**

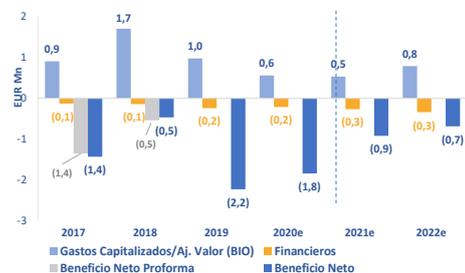


Nota: datos 2018e proforma. EBITDA Agríc. F.(I) se refiere a la expansión del negocio agrario contemplado en el escenario central.

**Gráfico 27. EBITDA Bridge 2020e-2022e**

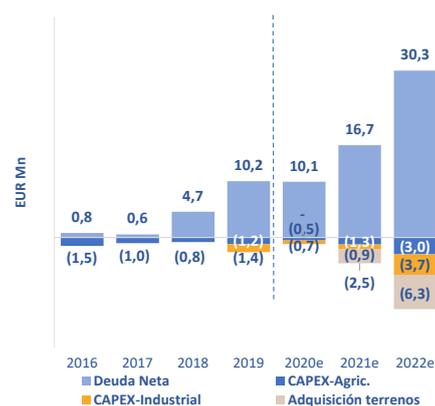


**Gráfico 28. Resultado neto**



Nota: datos proforma 2017 y 2018.

**Gráfico 29. CAPEX vs. DN**



Nota: Aumento DN 2018 por la adquisición de Grupo Utega.

iii) la creciente contribución de sus nuevas líneas de productos más lucrativas (14,3% de los ingresos consolidados 2022e, y > 70% del EBITDA de la división industrial/comercial).

La progresiva mejora proyectada a nivel de margen EBITDA Rec./Ingresos de la división industrial/comercial (+17,9 p.p. vs. -3y), permitirá compensar el consumo de caja del negocio agrario (m/p), a pesar del esfuerzo comercial (EUR 0,7Mn adicional en publicidad 2021-2024). En nuestro escenario central, ECO alcanzará el break even en 2022e (EUR 0,1Mn EBITDA). La política contable de ECO 2018 ya contemplaba la NIIF-16, siendo su impacto nulo en 2019.

De hecho, el desarrollo parcial del plan estratégico planteado en nuestro escenario central (ampliación de 350 hectáreas de frutales +2y), elevará el "consumo de caja" de su división agraria (EUR -5Mn acumulado en EBITDA rec. +2y, al que la ampliación de los cultivos previstos contribuirá con c.35%). La postergación de dicha fase aceleraría la generación de caja en el medio plazo (adelantando el break even), y reduciendo el potencial de mejora de márgenes vinculado al incremento en el nivel de autoabastecimiento en el más largo plazo.

### Retrasándose (l/p) el break even en BN

Dada su naturaleza del negocio, ECO ha registrado históricamente pérdidas (el break-even alcanzado en 2014 y 2016 se debió fundamentalmente a la activación de gastos y a las revalorizaciones de los activos biológicos), acumulando a su favor un saldo de bases imponibles negativas de EUR 10,8Mn en 2019.

De hecho, a pesar de la contribución positiva en 2018 al BAI proforma de las activaciones de costes y revalorización de activos biológicos (EUR +0,5Mn y EUR 1,0Mn respectivamente), el Grupo habría registrado pérdidas en términos proforma (EUR -0,5Mn). La contribución al BAI 2019 de ambos conceptos ha ascendido a EUR 1Mn (c. 80% por activaciones de gastos).

No obstante, la activación de los trabajos realizados para sus activos biológicos (un promedio de c. 5% de los ingresos proforma -3y), permitirá compensar parcialmente los gastos operativos. Nuestras estimaciones contemplan la continuidad de la política de activación de costes en los nuevos cultivos (un promedio de c. 4% de los ingresos generados en el horizonte estimado). Nuestros números incorporan c. EUR 0,5Mn/año en 2020e-2021e, elevándose a EUR 0,8Mn en 2022e (c. 70% de la ampliación de cultivos se concentrará en 2022e).

Por el contrario, no contemplamos el impacto adicional que la potencial revalorización de sus activos biológicos tendría en el EBIT, ni el originado por potenciales resultados extraordinarios vinculados a la venta de otros activos no estratégicos y/o deterioros de sus intangibles (fondo de comercio y cartera de clientes vinculados a la adquisición de Utega).

Por otro lado, la plena financiación de la expansión de ECO vía deuda, elevará la carga financiera (un promedio de c. 40% del BAI acumulado generado +2y). La captación de capital permitirá reducir el coste financiero, adelantando el break even en el resultado del Grupo (incorporando en nuestro escenario una carga fiscal nula).

En caso de que finalmente se optase por suspender la expansión del negocio agrícola, la tributación consolidada permitirá incorporar las deducciones fiscales generadas por su negocio agrícola, manteniendo el tipo impositivo por debajo del 25%. Tampoco proyectamos el efecto que la divisa pueda tener en la parte baja de la cuenta de resultados (el impacto neto de las ineficiencias y/o ausencia en la cobertura de divisa ha sido residual en el pasado).

La venta (no incluida en estimaciones) de los activos biológicos argentinos (Pampa Grande, valorados en USD 2,5Mn en 2019, aportaría extraordinarios (valor en libras 2018: EUR 1,6Mn).

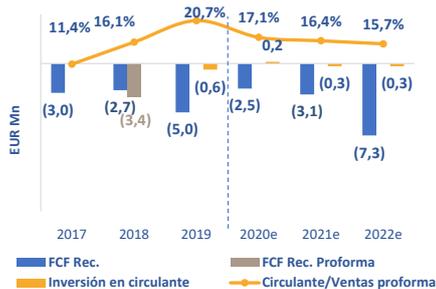
### Con una inevitable intensificación del CAPEX en el medio plazo

ECO ha destinado un promedio de EUR 1,5Mn anuales a inversión durante los tres últimos años (excluyendo adquisiciones corporativas). El desarrollo del plan de negocio previsto en nuestro escenario central (ampliación de cultivos a partir de 2021e) requerirá una inversión acumulada adicional de EUR 8,9Mn +2y, distribuyéndose al 50% entre la expansión de los cultivos frutales y la ampliación de su división industrial.

La inversión total acumulada ascendería a EUR 10Mn 2020-2022e, contribuyendo a c. 50% del incremento de la DN en el periodo vs. 2019. Adicionalmente, ECO podría destinar EUR 8,8Mn +2y en la adquisición de terrenos para el cultivo de frutales (principalmente almendras).

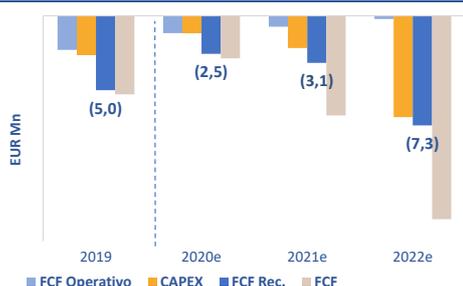
A parte de la inversión destinada a nueva maquinaria para el procesamiento de los productos más novedosos (EUR 1,0Mn 2019 y EUR 0,5Mn 2020e), la compañía no debería requerir de inversiones adicionales en el corto/medio plazo, al contar con capacidad para duplicar e incluso triplicar los turnos con la maquinaria industrial existente. La inversión +2y será muy elevada, con CAPEX/Vtas. 2020-2022 del 19%. Lo razonable es que, desde ese momento confluya a la media sectorial (c. 8% CAPEX/Ventas), “empujando” el FCF al alza (y permitiendo la reducción del apalancamiento).

**Gráfico 30. FCF recurrente vs Circulante/Ventas proforma**

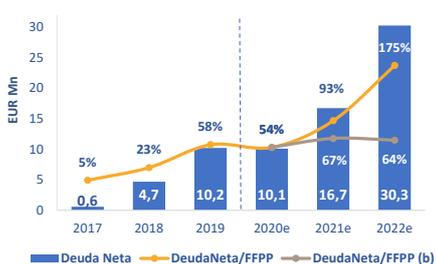


Nota: FCF recurrente proforma 2018e contempla CAPEX de filial adquirida equivalente a la amortización.

**Gráfico 31. CF operativo, CAPEX, FCF Rec y FCF**



**Gráfico 32. DN/FF.PP. vs Deuda Neta**



Nota: DN/FFPP (b) considerando el negocio actual (excluyendo expansión agraria e inversiones industriales adicionales a las realizadas hasta la fecha).

### Y una progresiva mejora del circulante

El promedio de la inversión en circulante se habría elevado al 20,7% de los ingresos 2019 (+4,6p.p. vs. el dato proforma 2018e), siendo previsible una mejora de la ratio. La mejora será más acusada en 2020e por el fuerte incremento de las ventas (17,1% 2020e, -3,6p.p. a/a), tendiendo a estabilizarse (c. 16% +2y, por el aumento de inventarios para el lanzamiento de sus nuevos productos). El control de la gestión de inventarios y del periodo de pago a proveedores (mejorable vía mayor autoabastecimiento de materias primas), serán clave.

### La apuesta por la expansión del negocio conllevará un elevado “consumo de caja”

Las necesidades de caja operativas de la división agrícola y el CAPEX, que han marcado el FCF recurrente 2019, proseguirá (al “ralentí”) en 2020e, intensificándose +2y (el CAPEX explicará por sí solo los “números rojos” en FCF). Adicionalmente, contemplamos salidas de caja no recurrentes: i) EUR -0,3Mn 2020e (reestructuración), ii) EUR 1,0Mn en 2021e (pago contingente vinculado a la adquisición de Grupo Utega, sujeto a la evolución de la cotización de ECO) y iii) c. EUR 10Mn destinados a la adquisición de terrenos para cultivos (2021-2022e).

Lógicamente, las necesidades financieras de medio/largo plazo, conllevan mantener un *pay-out* “cero”, en línea con la política de los últimos años.

No obstante, el retraso o no ejecución de esta primera fase del plan de expansión de su división agrícola (para el que estimamos un “consumo de caja” de EUR 1,9Mn en EBITDA en el periodo 2020-2022e) permitiría adelantar la generación de caja al 2021, en detrimento de una menor rentabilidad en el más largo plazo. Aún así, en tal escenario el FCF recurrente proyectado seguiría en números rojos (vs. c. 4,5% FCF yield de Select Harvest).

### Una ampliación de capital en curso que podría “laminar” el problema de deuda

Dado el consumo de caja previsto en nuestro escenario “base”, el nivel de apalancamiento de ECO (58% DN/FFPP 2019, vs un promedio de c.55% en el sector), es crítico a dos años vista. Pese a la ampliación de capital en curso (c.21 Mn Eur), nuestras estimaciones, solo incorporan la captación de capital cierta y ya comprometida con sus socios (14,2% del objetivo), con lo que la ratio se reduciría al 54% en 2020e (DN EUR 10,1Mn en línea vs. -1y), pero disparándose +2y (175%), y poniendo de manifiesto el riesgo que entrañaría la plena financiación de su plan de negocio con deuda en el contexto económico actual.

Toda mejora en el porcentaje de éxito de la ampliación de capital de 2020 implicará menos presión en gastos financieros y más capacidad para generar FCF y acelerar el crecimiento. Además de esto, la potencial venta de los activos argentinos (USD 2,5Mn) y/o los forestales en España (valorados en EUR 7,2Mn en el plan estratégico), permitirían reducir el apalancamiento. Puede considerarse que nuestro escenario central es hoy un “worst case” en términos de financiación del plan de crecimiento. La única restricción al plan de negocio de ECO no es estratégica (ya que el plan de integración vertical en frutos secos es “lógico”). Ni siquiera macro (ya que el contexto para el segmento de frutos secos es favorable). Sino (exclusivamente), financiera (el único condicionante a una rápida ejecución del plan).

### Vista la incertidumbre desatada por Covid-19: ¿cuáles serían el “suelo” y el “techo” en 2022e?

La aceleración en la canalización del consumo hacia la alimentación saludable tras la pandemia actual, permitiría elevar precios (+0,5%/año) y acelerar la penetración de los productos más novedosos y lucrativos de ECO (c. +2x vs. escenario central). Dicho escenario permitiría que los

ingresos de ECO se aproximasen a EUR 25Mn +2y, mejorando considerablemente la rentabilidad del negocio, al situarse el margen EBITDA/Ingresos en c. 12% (EUR 3Mn EBITDA Rec.2022e). Adicionalmente, si se llegarán a conseguir el 80% de los fondos de la actual ampliación de capital, el ratio DN/FFPP 2022 caería al 39%. Y, aún más significativo, se generaría, ya en 2022 un CF operativo de EUR 2,2Mn (que podría llevar el FCF a break-even, de retrasarse las inversiones agrarias estimadas para dicho año).

**Tabla 2. 2022e ¿Qué ocurriría si?**

	Ejercicio 2022e		
	Peor Escenario	Escenario Central	Mejor Escenario
Ingresos	17.5	19.9	23.9
Cto Ingresos 2022 vs 2020	19.6%	31.0%	54.9%
EBITDA Rec.	(1.6)	0.1	3.0
Márgen EBITDA Rec./Vtas	n.a.	0.7%	12.4%
Éxito en ampliación de capital (%)	14.2%	14.2%	80.0%
Deuda Neta 2022e	32.9	30.3	13.5
DN/FFPP 2022e	230%	175%	39%
CFO Recurrente	(1.8)	(0.2)	2.2
FCF Recurrente	(8.9)	(7.3)	(5.0)
EV/Ventas 2022	1.73	1.52	1.27
Prima / (Dto) vs EV/Ventas vs. sector	35.5%	19.4%	-0.3%

Un escenario más adverso (mayor deterioro económico por Covid-19), conllevaría mayor presión en márgenes, menor penetración de sus nuevas líneas de producto (c. 50% vs. escenario central) e, incluso, la pérdida de las ventas a la cadena de distribución Caprabo (desconsolidación del grupo Eroski). Este escenario “horrible” (que contempla la primera fase de su ampliación agraria e industrial), reduciría la expectativa de ingresos (c. -12% vs. nuestro escenario central en 2022e), prolongando el “consumo de caja” a nivel operativo (EUR -1,6Mn EBITDA Rec.). El apalancamiento, considerando solo la ampliación apalabrada con sus socios actuales (EUR 2,95Mn) seguiría siendo excesivamente elevada (2,3x DN/FFPP), condicionando el plan de negocio actual.

**En conclusión: el plan estratégico es lógico e implica más crecimiento. Pero “pivota” sobre la capacidad de captar fondos. La ampliación de capital es “clave”.**

El reciente cambio de perímetro es el vehículo mediante el que ECO se reposiciona en la industria alimentaria “acíclica”, como actor verticalmente integrado, “aparcando” el negocio maderero (antes principal). Este movimiento permitirá optimizar el negocio adquirido (Utega, 2018), mejorando los márgenes en el largo plazo, mediante el aumento del autoabastecimiento de frutos secos (apalancándose en el “know how” acumulado con las explotaciones actuales) y la comercialización de nuevos productos de mayor valor añadido. No obstante, las necesidades de inversión y los ciclos de producción agrarios vinculados al desarrollo de su plan estratégico retrasarán la generación de EBITDA recurrente positivo hasta 2022e.

Estimamos unas necesidades financieras (2020-2022e) de c.EUR 23Mn para implementar su estrategia: i) EUR 1,7Mn para cubrir el “consumo de caja” operativo (EBITDA Rec.y NIIF-16) ii) EUR 10,0Mn en CAPEX, iii) EUR 0,4Mn en inversión en circulante, iv) EUR 1,3Mn en salidas de caja no recurrentes (por reestructuraciones y el pago contingentes vinculado a la adquisición de Utega) y v) la adquisición de terrenos (EUR 8,8Mn en el periodo).

El plan estratégico actual de ECO, tiene un objetivo de captación de capital de EUR 20,8Mn (vs. EUR 11,4Mn en 2019). El endeudamiento del Grupo se elevará más o menos en función del capital captado en la presente ronda. Un éxito de la ampliación del 80% del objetivo, situaría el apalancamiento del Grupo en niveles aceptables (51% DN/FFPP 2022e).

En el caso de ECO, el equity story es claro: giro estratégico a un nicho del sector alimentación con buenas expectativas de crecimiento (integración vertical en frutos secos). El giro se hace con experiencia previa (negocio forestal, manamement) y (paradójicamente) quizá buen “timing”, ya que el mercado “crece” hacia ese segmento. El impacto en Ventas y EBITDA será visible en un máximo de dos años (con EBITDA en break even “ya” en 2022; y amplio margen para seguir creciendo). El único “problema” es la financiación del plan. El grado de éxito de la ampliación de capital es determinante para conocer la velocidad y profundidad en la ejecución de un giro estratégico “lógico”.

### Los resultados del 1T20 avalan la estrategia de negocio

El 1T se ha visto afectado por la declaración del estado de alarma en España (marzo). Aún así, los resultados, reflejan la resiliencia del negocio (EUR 3,2Mn en ingresos, +22,3% en a/a, con +38% en volumen), aunque el mix de ingresos menos favorable (mayor contribución de productos menos lucrativos) resulta en una contracción del margen bruto (-3,2p.p. a/a, que se sitúan en línea con 2020e). La creciente contribución de sus lanzamientos más novedosos (Airnuts) durante el 2S debería permitir defender o mejorar los márgenes.

Por otro lado, el refuerzo de su estructura ha conllevado un incremento del 18,4% a/a en los costes de personal (entre otros del comercial), que se traslada a la parte baja de la cuenta de resultados resultando en una contracción del EBITDA recurrente (EUR -0,5Mn, -1,4x a/a) y del BN (EUR -0,6Mn, -2,3x a/a), que se ha visto también afectado por los gastos de reestructuración implementados (EUR -0,1Mn) y el incremento de los costes financieros (c. +2x a/a). Adicionalmente, el aumento de inventarios para asegurar el suministro durante la crisis del Covid-19, ha resultado en un aumento “puntual” del endeudamiento (DN 12,8Mn, c. +25% vs. la registrada a cierre del 2019), que debería revertir en el año, gracias a la nueva aportación de sus socios actuales (c. EUR 3Mn).

## Inputs de valoración

### Inputs de valoración por DCF

	2020e	2021e	2022e	Perpetuo <sup>(1)</sup>			
Free Cash Flow "To the Firm"	(2,3)	(6,4)	(13,2)	n.s.			
Market Cap	28,4	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	10,2	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2019)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	2,3%	Coste de la deuda neta			2,0%	3,0%	
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)			1,6%	2,4%	
Risk free rate (rf)	0,6%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	9,0%	R (estimación propia)			8,5%	9,5%	
Beta (B)	0,8	B (Thomson Reuters y Lighthouse)			0,8	1,0	
Coste del Equity	7,8%	Ke = Rf + (R * B)			7,4%	10,1%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	73,5%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	26,5%	D			=	=	
WACC	6,3%	WACC = Kd * D + Ke * E			5,9%	8,1%	
G "Razonable"	2,0%				2,5%	1,5%	

(1) El perpetuo, calculado sobre el nivel de ingresos y FCF de 2022, no es significativo, al estar el negocio en fase de expansión (lejos de su madurez) y todavía afectado por el consumo de caja (extraordinario) necesario para el implementar el plan de negocio actual.

(2) ECO cuenta con activos no estratégicos (terrenos en argentina valorados en USD 2,5Mn) y activos forestales (EUR 7,2Mn), además de Bases imponibles negativas (EUR 10,8Mn 2019).

### Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker Reuters	Mkt. Cap	PER 20e	BPA 20e-22e	EV/EBITDA 20e	EBITDA 20e-22e	EV/Vtas. 20e	Ingresos 20e-22e	EBITDA/Vtas. 20e	FCF Yield 20e	FCF 20e-22e
Greenyard NV	GREENY.BR	259,8	33,6	n.a.	8,8	1,5%	0,2	1,5%	2,7%	16,2%	n.a.
Sipef NV	SIFB.BR	495,1	36,8	84,4%	9,0	30,3%	2,2	11,6%	24,2%	n.a.	n.a.
Vilmorin & Cie SA	VILM.PA	1.073,7	14,1	11,2%	7,5	6,4%	1,7	3,5%	22,8%	4,5%	11,5%
BAIN	BAINS.MC	64,8	27,9	36,0%	15,9	32,8%	0,6	6,0%	3,1%	n.a.	n.a.
<b>Industria Agrícola</b>			28,1	43,9%	10,3	17,7%	1,2	5,6%	13,2%	10,3%	11,5%
ADM	ADM	20.760,0	15,0	14,7%	10,0	11,7%	0,5	2,6%	4,7%	6,8%	3,1%
Olam Intl.	OLAM.SI	3.098,0	8,7	0,9%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
John B Sant Filippo	JBSS.O	873,0	25,0	8,9%	13,9	n.a.	1,2	5,4%	8,6%	6,9%	n.a.
Select Harvests	SHV.AX	393,2	16,6	17,6%	13,2	14,0%	3,6	4,9%	27,5%	4,3%	34,2%
<b>Comparables internacionales no europeos</b>			16,3	10,5%	12,4	12,9%	1,8	4,3%	13,6%	6,0%	18,7%
ECO	ECWI.SCT	28,4	n.a.	42,0%	n.a.	44,5%	2,0	14,5%	n.a.	n.a.	n.a.

## ¿Qué puede salir mal?

Consideramos riesgos aquellos que puedan tener un impacto significativo negativo en nuestras proyecciones, principalmente en el resultado operativo y en el free cash flow:

- 1. Elevada sensibilidad del negocio a la fluctuación de los precios de los frutos secos**, que contribuyeron al 89,7% de los ingresos 2019, concentrándose el grueso en las nueces (23%), almendras (10%) y otras variedades de frutos secos (56,7%), con el restante 10,3% frutas desecadas. Considerando la especialización de su negocio agrícola en nueces y almendras, una caída de un 5% en los precios en ambos productos reduciría el EBITDA 2020e en EUR 0,5Mn.
- 2. Elevada dependencia del negocio de Eroski**, c.70% ingresos 2019 (superior en 2020e por el impacto Covid-19). C. 20% de los puntos de venta de Eroski son Caprabo. La potencial venta de la cadena Caprabo (por las dificultades financieras por la que atraviesa el distribuidor), podría afectar negativamente a los ingresos de ECO (contribuyó a c. 10% de los ingresos 2019).
- 3. Dependencia de la mejora de márgenes de la comercialización de nuevos productos (m/p)**. Alcanzar el *break even* (2022e), se sustenta principalmente en la comercialización de sus nuevos productos de mayor valor añadido (EUR 2,8Mn Ingresos 2022e), ya que la expansión agraria solo se rentabilizará en el más l/p, conforme al aumento productivo de los cultivos (autoabastecimiento de frutos secos: 10,6% 2022e, +6,6p.p. vs. -3y). El menor éxito comercial de sus nuevos lanzamientos (-50% vs. previsión), reduciría el EBITDA en EUR -1,0Mn 2022e.
- 4. Riesgo de ejecución** debido a retrasos en la captación de capital y/o venta de activos con los que financiar su plan de negocio (la enajenación de activos argentinos puede retrasarse, a lo que se le añade la incertidumbre sobre la capacidad de repatriación de capitales). Adicionalmente, la elevada dependencia del negocio agrario en el arrendamiento de terrenos, deja expuesto al Grupo a la capacidad para renegociar la renovación de los contratos actuales. El 50% de la explotación de su negocio maderero se realiza en suelo arrendado. El porcentaje se eleva al 86,5% en el caso de los cultivos de frutales.
- 5. Dependencia de las condiciones meteorológicas**. Los factores meteorológicos afectan tanto al volumen como a la calidad de la producción de su división agrícola. ECO mitiga el riesgo de caídas de producción ocasionados por adversidades climáticas en sus frutales (cubriendo el 32% de las hectáreas gestionadas y el 100% de la producción), mitigando parcialmente el riesgo de siniestros en sus plantaciones forestales. Adicionalmente, a pesar de las mejoras en las técnicas de irrigación empleadas, fuertes periodos de sequía podrían conllevar restricciones en el consumo de agua, afectando a la productividad.
- 6. Riesgo de plagas y siniestros que reduzcan el valor de los activos biológicos**. ECO no cubre el riesgo de plagas. La bacteria *Xylella Fastidiosa*, es una de las principales amenazas para la producción de frutos secos, al provocar la devastación tanto de las plantaciones, como de las cosechas. El foco (iniciado en 2016 en las Islas Baleares), se ha expandido en estos años afectando a la Comunidad Valenciana (2017), y recientemente a la Comunidad de Madrid y Andalucía (2018).
- 7. Competencia**. El creciente consumo de frutos secos a nivel mundial (liderado por Asia), junto a las bajas barreras de entrada de la industria, ha incentivado la expansión del cultivo de estos productos a nivel mundial dada su mayor rentabilidad (TACC 2016-2019: +6% en la producción mundial de frutos secos en el periodo 2016-2019, con +7,3% en las nueces, y + 17,4% en la producción nacional de nueces), pudiendo presionar los precios a la baja.
- 8. Riesgo divisa**. Con exposición a tres niveles: por la adquisición de materias primas (c.60% del total en USD), como por la consolidación de filiales no Euro (Argentina), y por la fluctuación del USD para la valoración de sus activos biológicos forestales, sin realizar coberturas para mitigar su impacto.
- 9. Riesgo regulatorio**. Reglamentos CE Nº. 1107/2009 y Nº. 396/2005 sobre limitaciones a los niveles de residuos y los productos permitidos para la protección de los cultivos de frutos secos.

## Un Consejo reforzado (y con experiencia en el sector), aunque todavía sin estímulos a la creación de valor

Caracterizada por su elevado número de consejeros (> 10 desde 2015), tras la ampliación de capital llevada a cabo en 2018, se ha incrementado el número de miembros del Consejo a 14, con una presencia de consejeros independientes y de consejeras del 21% y 14% de sus miembros respectivamente).

- 1. Un Consejo controlado por los principales accionistas**, ya que, tras la última ampliación de capital sus miembros dominicales (64% de los consejeros, +14 p.p. a/a), entre los que figura su Presidente (D. Pi Llorens, nombrado en 2014), controlan el 50.25% de los derechos de voto. La duración del cargo de consejero está limitada por los estatutos a un plazo de 4 años, renovables por periodos de igual duración (conforme a la legislación vigente), sin estipular los estatutos limitaciones al número de mandatos, ni al proceso de renovación de dicho órgano (porcentaje máximo de miembros a renovar simultáneamente y/o restricciones temporales).
- 2. Mejora de la retribución del Consejo para retener el talento, pero sin estímulos variables por el desempeño.** Los estatutos contemplan desde 2015 la retribución tanto dineraria del Consejo, como en base a acciones y opciones sobre acciones. El promedio del sistema retributivo -3y se ha mantenido por debajo del 3,5% del gasto vinculado al personal, alineándose con la limitación establecida por la Comisión de Nombramientos y Retribuciones, los Estatutos Sociales y el Reglamento del Consejo de Administración (retribución máxima anual del conjunto del Consejo: EUR 0,06Mn, con un consumo promedio -2y del 27,3% del mismo). El límite solo se excedió en 2016 debido a compromisos adquiridos con el ex-consejero Delegado vinculados al éxito de la ampliación de capital de ese año.

No obstante, la última Junta General de Accionistas acordó elevar el límite de la retribución dineraria del Consejo a EUR 0,2Mn para el periodo 2019-2021 (con el objetivo de atraer y retener a consejeros con el perfil deseado), sin contemplarse retribuciones variables adicionales. Aun así, el control del Consejo por los accionistas de referencia, garantiza la alineación de los intereses del Consejo con los de los accionistas minoritarios.

- 3. Un equipo directivo veterano, aunque sin estímulos orientados a la creación de valor.** Hasta 2017 las tareas de Alta Dirección fueron desempeñadas por su anterior Consejero Delegado de forma no retribuida. La actual cúpula directiva (en su mayoría renovada en 2018), cuenta con amplia experiencia en la industria de la alimentación (> 20 años), y en particular, en el sector de los frutos secos. La reorganización societaria del 2018 trajo consigo el nombramiento ese mismo año de un antiguo directivo de la filial adquirida (Utega) como Consejero Delegado Ejecutivo (> 10 años de experiencia en Utega y > 23 años de experiencia en el segmento de frutos secos, y en su ahora competidor BAIN perteneciente a Grupo Borges). Adicionalmente, tanto el Director Industrial (externo) como el Director Agrario (actualmente fuera de nómina) han sido también directivos en Borges Group International.

Tras la reciente reorientación de negocio del Grupo al sector de frutos secos, aún no ha sido implantado un sistema de retribución variable dirigido al personal clave, que incentive la consecución de resultados. El sistema de retribuciones del Grupo carece de sistemas de ahorro a largo plazo, ni de cláusulas indemnizatorias en caso de dimisión o despido. Tampoco se contempla la remuneración mediante entrega de acciones opciones o derechos sobre acciones, o instrumentos referenciados al valor de la acción.

- 4. Sin remuneración al accionista en el medio/largo plazo.** Nuestras proyecciones contemplan la continuidad de la política de dividendos (Pay Out 0%) en el largo plazo, al no existir ningún compromiso del Grupo con el inicio del pago de dividendos. No obstante la potencial distribución de dividendos, en el largo plazo, estaría vinculada a objetivos de rentabilidad inherentes al desarrollo de las distintas fases de su plan estratégico, pudiendo acelerarse con la potencial venta de activos “no estratégicos” (como las plantaciones de nogal negro).

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

Balance (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	
Inmovilizado inmaterial			1,0	3,7	3,9	3,8	3,8	3,7	
Inmovilizado material			12,8	16,9	19,4	20,6	25,1	37,7	
Otros activos no corrientes			0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
Inmovilizado financiero			-	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
Fondo de comercio y otros intangibles			-	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	
Activo circulante			0,4	5,0	5,9	5,8	6,2	6,6	
<b>Total activo</b>			<b>14,3</b>	<b>29,7</b>	<b>33,3</b>	<b>34,4</b>	<b>39,2</b>	<b>52,2</b>	
Patrimonio neto			12,4	20,0	17,8	18,9	18,0	17,3	
Minoritarios			-	-	-	-	-	-	
Provisiones y otros pasivos a LP			-	1,4	1,3	1,3	0,3	0,3	
Otros pasivos no corrientes			0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	
Deuda financiera neta			0,6	4,7	10,2	10,1	16,7	30,3	
Pasivo circulante			0,4	2,8	3,1	3,2	3,3	3,5	
<b>Total pasivo</b>			<b>14,3</b>	<b>29,7</b>	<b>33,3</b>	<b>34,4</b>	<b>39,2</b>	<b>52,2</b>	
									<b>TACC</b>
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	19-22e
<b>Total Ingresos</b>			<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>13,4</b>	<b>15,2</b>	<b>17,5</b>	<b>19,9</b>	<b>14,0%</b>
<i>Cto. Total Ingresos</i>			<i>n.a.</i>	<i>27,4%</i>	<i>n.a.</i>	<i>13,1%</i>	<i>15,1%</i>	<i>13,9%</i>	
Coste de ventas			(0,5)	(0,5)	(11,3)	(12,6)	(13,8)	(15,5)	
<b>Margen Bruto</b>			<b>(0,3)</b>	<b>(0,3)</b>	<b>2,2</b>	<b>2,6</b>	<b>3,7</b>	<b>4,5</b>	<b>26,9%</b>
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>			<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>16,2%</i>	<i>17,2%</i>	<i>21,4%</i>	<i>22,4%</i>	
Gastos de personal			(0,3)	(0,5)	(1,6)	(1,5)	(1,6)	(1,6)	
Otros costes de explotación			(1,2)	(1,0)	(2,7)	(2,3)	(2,5)	(2,7)	
<b>EBITDA recurrente</b>			<b>(1,9)</b>	<b>(1,7)</b>	<b>(2,2)</b>	<b>(1,3)</b>	<b>(0,4)</b>	<b>0,1</b>	<b>n.a.</b>
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>			<i>n.a.</i>	<i>6,7%</i>	<i>-24,4%</i>	<i>42,0%</i>	<i>69,8%</i>	<i>136,2%</i>	
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>			<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>0,7%</i>	
Gastos de reestructuración y otros no rec.			(0,1)	(0,1)	(0,4)	(0,3)	-	-	
<b>EBITDA</b>			<b>(2,0)</b>	<b>(1,8)</b>	<b>(2,5)</b>	<b>(1,6)</b>	<b>(0,4)</b>	<b>0,1</b>	<b>n.a.</b>
Depreciación y provisiones			(0,1)	(0,2)	(0,5)	(0,6)	(0,7)	(1,2)	
Gastos capitalizados			0,9	1,7	1,0	0,6	0,5	0,8	
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)			(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	
<b>EBIT</b>			<b>(1,3)</b>	<b>(0,3)</b>	<b>(2,2)</b>	<b>(1,6)</b>	<b>(0,7)</b>	<b>(0,3)</b>	<b>45,9%</b>
<i>Cto. EBIT</i>			<i>n.a.</i>	<i>75,0%</i>	<i>-564,3%</i>	<i>24,8%</i>	<i>60,0%</i>	<i>47,3%</i>	
<i>EBIT / Ingresos</i>			<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	
Impacto fondo de comercio y otros			-	-	-	-	-	-	
Resultado financiero neto			(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,3)	(0,3)	
Resultados por puesta en equivalencia			-	-	-	-	-	-	
<b>Beneficio ordinario</b>			<b>(1,4)</b>	<b>(0,5)</b>	<b>(2,4)</b>	<b>(1,8)</b>	<b>(0,9)</b>	<b>(0,7)</b>	<b>34,3%</b>
<i>Cto. Beneficio ordinario</i>			<i>n.a.</i>	<i>67,4%</i>	<i>-415,7%</i>	<i>23,5%</i>	<i>50,2%</i>	<i>25,4%</i>	
Extraordinarios			-	-	-	-	-	-	
<b>Beneficio antes de impuestos</b>			<b>(1,4)</b>	<b>(0,5)</b>	<b>(2,4)</b>	<b>(1,8)</b>	<b>(0,9)</b>	<b>(0,7)</b>	<b>34,3%</b>
Impuestos			-	-	0,2	-	-	-	
<i>Tasa fiscal efectiva</i>			<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	
Minoritarios			-	-	-	-	-	-	
Actividades discontinuadas			-	-	-	-	-	-	
<b>Beneficio neto</b>			<b>(1,4)</b>	<b>(0,5)</b>	<b>(2,2)</b>	<b>(1,8)</b>	<b>(0,9)</b>	<b>(0,7)</b>	<b>32,5%</b>
<i>Cto. Beneficio neto</i>			<i>n.a.</i>	<i>67,4%</i>	<i>-377,5%</i>	<i>17,3%</i>	<i>50,2%</i>	<i>25,4%</i>	
<b>Beneficio ordinario neto</b>			<b>(1,3)</b>	<b>(0,4)</b>	<b>(2,1)</b>	<b>(1,5)</b>	<b>(0,9)</b>	<b>(0,7)</b>	<b>30,7%</b>
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>			<i>n.a.</i>	<i>69,3%</i>	<i>-411,0%</i>	<i>24,9%</i>	<i>40,5%</i>	<i>25,4%</i>	
									<b>TACC</b>
Cash Flow (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	19-22e
<b>EBITDA recurrente</b>						<b>(1,3)</b>	<b>(0,4)</b>	<b>0,1</b>	<b>n.a.</b>
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(0,1)	(0,1)	(0,1)	
Var. capital circulante						0,2	(0,3)	(0,3)	
<b>Cash Flow operativo recurrente</b>						<b>-1,2</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,2</b>	<b>58,1%</b>
CAPEX						(1,2)	(2,1)	(6,7)	
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,2)	(0,3)	(0,3)	
Impuestos						-	-	-	
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>						<b>(2,5)</b>	<b>(3,1)</b>	<b>(7,3)</b>	<b>-9,5%</b>
Gastos de reestructuración y otros no rec.						(0,3)	-	-	
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	(3,5)	(6,3)	
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-	
<b>Free Cash Flow</b>						<b>(2,8)</b>	<b>(6,6)</b>	<b>(13,5)</b>	<b>-32,5%</b>
Ampliaciones de capital						3,0	-	-	
Dividendos						-	-	-	
<b>Variación de Deuda financiera neta</b>						<b>(0,1)</b>	<b>6,6</b>	<b>13,5</b>	

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<sup>(1)</sup>

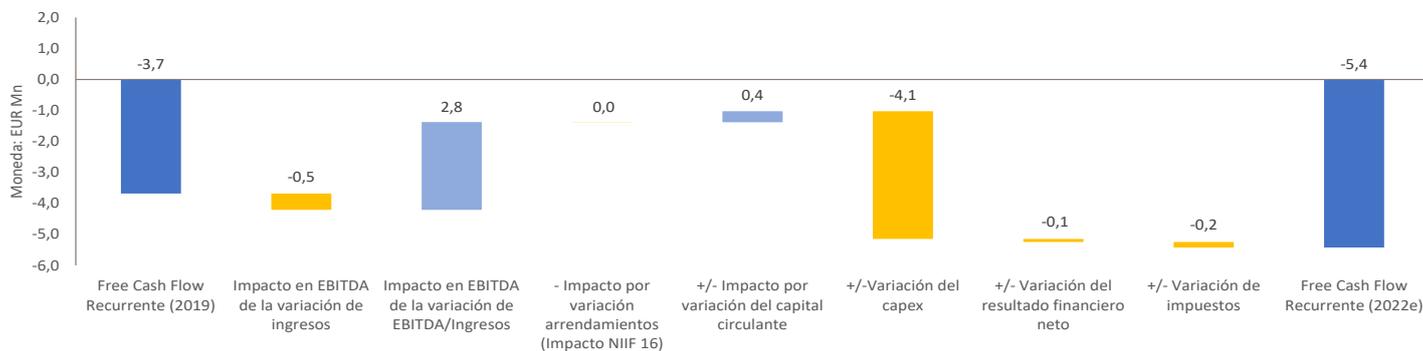
A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	TACC 19-22e
<b>EBITDA recurrente</b>			(1,7)	(2,2)	(1,3)	(0,4)	0,1	n.a.
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>			6,7%	-24,4%	42,0%	69,8%	136,2%	
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,7%	
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)			(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	
+/- Var. Capital circulante			-	(0,6)	0,2	(0,3)	(0,3)	
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>			(1,8)	(2,9)	(1,2)	(0,7)	(0,2)	58,1%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>			-3,0%	57,7%	-59,7%	-37,2%	-70,9%	
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
- CAPEX			(0,8)	(2,6)	(1,2)	(2,1)	(6,7)	
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow			(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,3)	(0,3)	
- Impuestos			-	0,2	-	-	-	
<b>= Free Cash Flow recurrente</b>			(2,8)	(5,6)	(2,5)	(3,1)	(7,3)	-9,5%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>			47,0%	101,3%	-54,4%	23,7%	132,8%	
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
- Gastos de reestructuración y otros			0,2	(0,4)	(0,3)	-	-	
- Adquisiciones / + Desinversiones			(5,0)	0,1	-	(3,5)	(6,3)	
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow			-	-	-	-	-	
<b>= Free Cash Flow</b>			(7,5)	(5,8)	(2,8)	(6,6)	(13,5)	-32,5%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>			301,9%	-22,7%	-51,4%	134,2%	104,2%	
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
<b>B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)</b>	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	
<b>Free Cash Flow recurrente (Año -1)</b>				(2,8)	(5,6)	(2,5)	(3,1)	
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos				(118,6)	(0,3)	(0,2)	(0,1)	
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos				118,2	1,2	1,1	0,6	
<b>= Variación EBITDA recurrente</b>				(0,4)	0,9	0,9	0,5	
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)				(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	
+/- Impacto por variación del capital circulante				(0,6)	0,8	(0,4)	(0,0)	
<b>= Variación del Cash Flow operativo recurrente</b>				(1,0)	1,7	0,4	0,5	
+/- Variación del CAPEX				(1,8)	1,5	(1,0)	(4,6)	
+/- Variación del resultado financiero neto				(0,1)	0,0	(0,1)	(0,1)	
+/- Variación de impuestos				0,2	(0,2)	-	-	
<b>= Variación del Free Cash Flow recurrente</b>				(2,8)	3,0	(0,6)	(4,2)	
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>				(5,6)	(2,5)	(3,1)	(7,3)	
<b>C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)</b>	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	TACC 19-22e
<b>EBIT</b>			(0,3)	(2,2)	(1,6)	(0,7)	(0,3)	45,9%
* <i>Tasa fiscal teórica</i>			0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)			-	-	-	-	-	
<b>EBITDA recurrente</b>			(1,7)	(2,2)	(1,3)	(0,4)	0,1	n.a.
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)			(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	
+/- Var. Capital circulante			-	(0,6)	0,2	(0,3)	(0,3)	
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>			(1,8)	(2,9)	(1,2)	(0,7)	(0,2)	58,1%
- CAPEX			(0,8)	(2,6)	(1,2)	(2,1)	(6,7)	
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)			-	-	-	-	-	
<b>= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente</b>			(2,6)	(5,5)	(2,3)	(2,9)	(7,0)	-8,2%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>			39,5%	109,8%	-57,7%	23,6%	142,4%	
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
- Adquisiciones / + Desinversiones			(5,0)	0,1	-	(3,5)	(6,3)	
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow			-	-	-	-	-	
<b>= Free Cash Flow "To the Firm"</b>			(7,6)	(5,4)	(2,3)	(6,4)	(13,2)	-34,7%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>			306,1%	-29,0%	-57,1%	174,5%	107,3%	
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	

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.

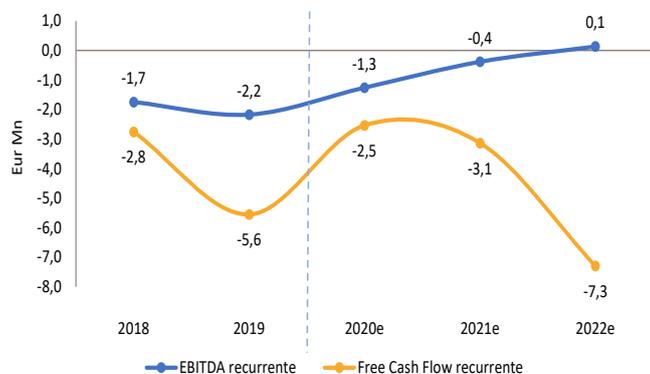
Nota 2: La compañía cerraba el ejercicio a 30 de septiembre hasta el año 2016, modificando la fecha de cierre al 31 de diciembre a partir del año 2017 (inclusive), por lo que los ejercicios anteriores a 2017 no son comparables. Adicionalmente realizó un cambio de perímetro en 2018 (adquisición de Grupo Utega en diciembre 2018). El P/L 2019 consolida el 100% de Utega.

Nota 3: Las adquisiciones y desinversiones 2021e incorporan EUR -1Mn correspondiente al desembolso contingente vinculado a la adquisición de Grupo Utega.

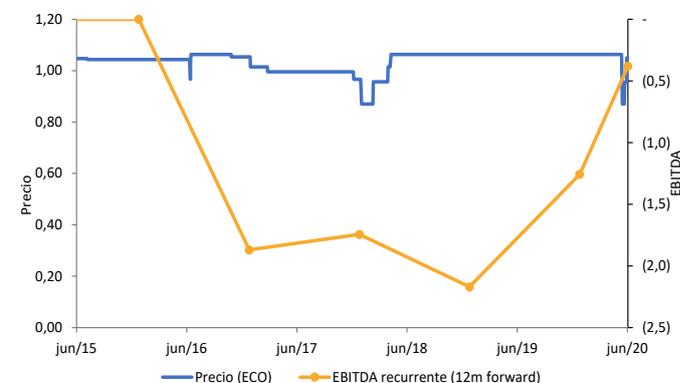
### Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2019 - 2022e)



### 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	28,4	
+ Minoritarios	-	Rdos. 3m 2020
+ Provisiones y otros pasivos a LP	1,3	Rdos. 3m 2020
+ Deuda financiera neta	10,2	Rdos. 12m 2019
- Inmovilizado financiero	0,1	Rdos. 3m 2020
+/- Otros	(9,5)	Lighthouse y compañía
<b>Enterprise Value (EV)</b>	<b>30,3</b>	

Nota 1: Activos no estratégicos (terrenos en argentina valorados en USD 2,5Mn) y activos forestales en España (EUR 7,2Mn),

## Anexo 4. Comportamiento histórico<sup>(1)(2)</sup>

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	TACC 19-22e
<b>Total Ingresos</b>									0,2	0,2	13,4	15,2	17,5	19,9	14,0%
Cto. Total ingresos									n.a.	27,4%	n.a.	13,1%	15,1%	13,9%	
<b>EBITDA</b>									(2,0)	(1,8)	(2,5)	(1,6)	(0,4)	0,1	n.a.
Cto. EBITDA									n.a.	9,3%	-39,5%	38,3%	75,6%	136,2%	
EBITDA/Ingresos									n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,7%	
<b>Beneficio neto</b>									(1,4)	(0,5)	(2,2)	(1,8)	(0,9)	(0,7)	32,5%
Cto. Beneficio neto									n.a.	67,4%	-377,5%	17,3%	50,2%	25,4%	
Nº Acciones Ajustado (Mn)									18,5	19,5	27,0	27,0	29,8	29,8	
BPA (EUR)									-0,08	-0,02	-0,08	-0,07	-0,03	-0,02	34,7%
Cto. BPA									n.a.	69,2%	n.a.	17,3%	54,9%	25,4%	
BPA ord. (EUR)									-0,07	-0,02	-0,08	-0,06	-0,03	-0,02	32,9%
Cto. BPA ord.									n.a.	70,9%	n.a.	24,9%	46,2%	25,4%	
CAPEX									-	(0,8)	(2,6)	(1,2)	(2,1)	(6,7)	
CAPEX/Vtas %									0,0%	409,6%	19,5%	7,7%	12,2%	33,8%	
<b>Free Cash Flow</b>									(1,9)	(7,5)	(5,8)	(2,8)	(6,6)	(13,5)	-32,5%
DN/EBITDA (x) <sup>(3)</sup>									n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	220,5x	
PER (x)									n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
EV/Vtas (x)									n.a.	n.a.	1,4x	2,0x	1,7x	1,5x	
EV/EBITDA (x) <sup>(3)</sup>									n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
Comport. Absoluto									0,9%	-8,3%	10,0%	-1,2%			
Comport. Relativo vs Ibex 35									-6,0%	7,9%	-1,6%	21,7%			

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

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

Nota 4: A efectos de modelización contemplamos una ampliación de capital teórica de EUR 2,95Mn en diciembre 2020, mediante la emisión de 2,8Mn de acciones (considerando que la ampliación de capital se realizase a precio de mercado a fecha de este informe).

## Anexo 5. Principales competidores 2020e

Datos	EUR Mn	Industria Europea				Average	Otros comparables internacionales			
		Greenyard NV	Sipef NV	Vilmorin & Cie SA	BAIN		Select Harvests	John B Sant Filippo	ADM	ECO
<b>Market cap</b>		259,8	495,1	1.073,7	64,8		393,2	873,0	20.760,0	28,4
<b>Enterprise value (EV)</b>		997,7	590,1	2.487,6	101,1		597,2	926,9	27.694,7	30,3
<b>Total Ingresos</b>		4.149,3	269,4	1.448,1	182,3		164,6	770,8	58.912,5	15,2
Cto.Total Ingresos		3,6%	21,6%	4,1%	2,5%	8,0%	-10,9%	0,3%	2,1%	13,1%
2y TACC (2020e - 2022e)		1,5%	11,6%	3,5%	6,0%	5,6%	4,9%	5,4%	2,6%	14,5%
<b>EBITDA</b>		113,7	65,3	330,4	5,7		45,3	66,5	2.776,9	(1,6)
Cto. EBITDA		13,7%	61,1%	10,2%	199,0%	71,0%	-19,4%	7,4%	17,1%	38,3%
2y TACC (2020e - 2022e)		1,5%	30,3%	6,4%	32,8%	17,7%	14,0%	n.a.	11,7%	44,5%
EBITDA/Ingresos		2,7%	24,2%	22,8%	3,1%	13,2%	27,5%	8,6%	4,7%	n.a.
<b>EBIT</b>		39,0	30,6	112,8	3,6		34,3	51,5	1.678,1	(1,6)
Cto. EBIT		165,9%	747,4%	25,6%	287,0%	306,5%	-21,2%	6,0%	13,0%	24,8%
2y TACC (2020e - 2022e)		n.a.	52,3%	8,6%	32,3%	31,1%	17,6%	n.a.	17,5%	54,1%
EBIT/Ingresos		0,9%	11,4%	7,8%	2,0%	5,5%	20,8%	6,7%	2,8%	n.a.
<b>Beneficio Neto</b>		7,5	13,9	76,2	2,3		23,1	34,7	1.478,8	(1,8)
Cto. Beneficio Neto		n.a.	n.a.	-2,2%	-2,8%	-2,5%	-29,6%	12,8%	16,9%	17,3%
2y TACC (2020e - 2022e)		59,2%	86,2%	12,5%	36,0%	48,5%	18,1%	n.a.	11,7%	39,1%
CAPEX/Ventas		-1,2%	-20,8%	-14,6%	-3,3%	-10,0%	-12,8%	-1,7%	-1,3%	-7,7%
<b>Free Cash Flow</b>		42,0	(3,0)	48,1	(0,1)		16,6	10,9	1.473,4	(2,8)
Deuda financiera Neta		396,5	147,6	903,3	38,6		8,2	23,8	5.306,7	10,1
DN/EBITDA (x)		3,5	2,3	2,7	6,1	3,6	0,2	0,4	1,9	n.a.
Pay-out		0,0%	57,0%	44,0%	0,0%	25,3%	51,5%	15,9%	50,6%	0,0%
<b>P/E (x)</b>		33,6	36,8	14,1	27,9	28,1	16,6	25,0	15,0	n.a.
P/BV (x)		0,6	0,9	0,8	1,1	0,8	1,5	4,0	1,2	1,5
EV/Ingresos (x)		0,2	2,2	1,7	0,6	1,2	3,6	1,2	0,5	2,0
EV/EBITDA (x)		8,8	9,0	7,5	15,9	10,3	13,2	13,9	10,0	n.a.
EV/EBIT (x)		25,6	19,3	22,0	27,8	23,7	17,4	18,0	16,5	n.a.
ROE		3,9	1,8	6,2	3,9	3,9	9,3	15,9	7,9	n.a.
FCF Yield (%)		16,2	n.a.	4,5	n.a.	10,3	4,3	6,9	6,8	n.a.
DPA		0,00	0,76	1,46	0,00	0,56	0,12	0,48	1,33	0,00
Dvd Yield		0,0%	1,6%	3,1%	0,0%	1,2%	3,0%	0,6%	3,6%	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 notas e informes

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
10-Jun-2020	n.a.	1,05	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	Ana Isabel González García, CIAA

