

Descripción del negocio

IFFE Futura (IFFE) es un pequeño holding con sede en Oleiros (Galicia) con una actividad diversificada en tres segmentos: (i) Servicios, a través de su escuela de negocios y un negocio de consultoría, (ii) Desarrollo Inmobiliario, con la opción de compra de distintos suelos y (iii) Industrial, con una planta de gran tamaño para la fabricación de omega-3: proyecto en fase de captación de financiación que, de tener éxito, implicaría un salto de escala significativo.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	42,5	48,0
EV (Mn EUR y USD) ⁽¹⁾	42,8	48,2
Número de Acciones (Mn)	23,0	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	2,00 / 1,93 / 1,85	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación ⁽²⁾	0,0	
Thomson Reuters / Bloomberg	IFFE.MC / IFF SM	
Cierre año fiscal	31-Dic	

Estructura Accionarial (%)

David Carro	58,8
Atlas Holding	9,4
Autocartera	4,7
Jose Pavon Olid	4,5
Free Float	22,6

Comportamiento relativo -5y (base 100)⁽³⁾



Comportamiento en bolsa (%)

	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluta	0,0	0,0	-0,5	n.a.
vs Ibex 35	7,8	-5,1	26,0	n.a.
vs Ibex Small Cap Index	1,0	-12,3	5,6	n.a.
vs Eurostoxx 50	2,4	-13,2	6,7	n.a.
vs Índice del sector ⁽⁴⁾	-1,4	-2,5	-1,3	n.a.

(1) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

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

(3) Fecha de inicio: marzo 2019 (coincidiendo con el inicio de negociación de las acciones de IFFE en el MAB - Empresas en Expansión).

(4) Sector: TR Europe Food Processing.

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

Un proyecto, *stricto sensu*. Que implicaría un salto en tamaño

CONSIDERAMOS A IFFE BIOTECH (LA FILIAL OMEGA-3 DE IFFE) EL NEGOCIO DOMINANTE DE LA COMPAÑÍA... Un proyecto de gran tamaño en fase de captación de financiación (con un grado de avance de obra de c. 80%). Y que, una vez finalizado, proporcionaría a IFFE la capacidad de producir c. 10.000Tn de omega-3 (RBD 30%, 180 EPA/120 DHA).

...QUE PERMITIRÍA A IFFE ASPIRAR A UN AUTÉNTICO CAMBIO DE ESCALA. Hoy nuestro escenario central considera que el proyecto alcanzaría su madurez teórica en un plazo de cinco años (tras la captación de financiación). Tasas de utilización del 60% (sobre una capacidad máxima teórica del 85%) permitirían a IFFE alcanzar unos ingresos de c. EUR 42Mn, con un EBITDA de c. EUR 11Mn (Mg. EBITDA 25%). Un salto de escala "teórico". Pero de gran dimensión, lo que explica su atractivo.

ES DECIR: LA PRINCIPAL EXPLICACIÓN DEL VALOR ACTUAL DE LA COMPAÑÍA.

Tasas de utilización del 60% en el año 5 (hoy nuestro escenario central) permitirían a IFFE obtener un FCF Rec. de c. EUR 7Mn (c. 60% s/EBITDA). Una tasa de descuento (WACC) del 10,3% apuntaría a un valor actual del equity del proyecto "estrictamente teórico" de c. EUR 51Mn (vs Mkt Cap: c. EUR 43Mn).

AUNQUE LA CAPTACIÓN DE CAPITAL SE MANTIENE COMO LA GRAN INCÓGNITA.

El proyecto Omega-3 requiere de un total de EUR 7Mn (c. EUR 5Mn para el fin de obra y un máximo de c. EUR 2Mn para la recompra de los terrenos industriales sobre los que se asienta la planta industrial). La captación de fondos se convierte en una condición *sine qua non* para que IFFE pueda iniciar su actividad como fabricante de omega-3. Su grado de éxito (importe, plazo, coste) es hoy una incógnita.

CON UNOS NEGOCIOS TRADICIONALES QUE JUGARÁN UN PAPEL FUNDAMENTAL.

El escenario que planteamos debería permitir a estos negocios (Formación y Consultoría) seguir creciendo hasta alcanzar: (i) unos ingresos de EUR 2,3Mn en 2022e (vs EUR 1,4Mn en 2019) y (ii) con un nivel de rentabilidad más que razonable (EBITDA Rec. c. EUR 0,5Mn; Mg. EBITDA Rec. 22%). Por lo que consideramos que jugarán un papel fundamental al permitir sufragar los costes de "gestación" del proyecto "clave" (ya que son los únicos con capacidad de generar FCF hoy).

EN CONCLUSIÓN: POTENCIAL E INCERTIDUMBRE (AMBAS EN GRANDES CANTIDADES).

En relación con su Mkt Cap, IFFE es hoy un proyecto "puro" (lejos aún de empezar a generar FCF). Su gran reto es el de materializar la FASE 1 del proyecto de Omega-3, que debiera permitirle aspirar a un gran "salto" en tamaño (y valor) en un subsector atractivo (la alimentación "saludable"; complementos de la dieta). Pero también con incógnitas muy relevantes (captación de financiación, puesta en marcha, reto comercial de aspirar a cuotas de mercado significativas...). Lo que explica el título de este informe: un proyecto, *stricto sensu*.

A C/P, EL "EQUITY STORY" ES ESTRICTAMENTE FINANCIERO:

la captación de financiación se convierte en un auténtico Cabo de Hornos a doblar por la compañía. Es una obviedad, pero todo el horizonte que sobre el papel se abre con el proyecto en marcha, depende hoy de un único factor: terminar de financiar el proyecto. Sin saber la combinación de deuda y equity que finalmente se asumirá. Y su coste en términos de servicio de la deuda o dilución para los accionistas.

IFFE Futura (IFFE) es una compañía del Mercado Alternativo Bursátil (MAB)

El Mercado Alternativo Bursátil (MAB) es propiedad y está operado por la Bolsa Española (BME), estando sujeto a la supervisión de la CNMV. El MAB no es un Mercado Regulado, estando considerado como un Sistema Multilateral de Negociación (SMN), tal y como se define en la Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID).

El MAB es el mercado de renta variable español para las empresas de reducida capitalización que desean crecer, estando dotado de una regulación especial, diseñada específicamente para ellas, y con costes y procesos adaptados a sus características particulares. El MAB empezó a operar en julio del 2009. Actualmente cotizan en él 39 sociedades de crecimiento y 78 SOCIMIs. Las empresas que cotizan en el MAB pueden optar por presentar sus estados financieros bajo NIIF o el Plan General de Contabilidad (PGC) y el Real Decreto 1159/2010 (NOFCAC).

Conclusiones

El reto es finalizar la planta de Omega-3: un punto de inflexión absoluto para IFFE y que “sólo” requiere financiación

IFFE Futura (IFFE) es un pequeño holding (Mkt Cap: EUR 42,5Mn) con sede en la localidad de Oleiros (A Coruña, Galicia) que ha desarrollado desde su origen en 2009 una intensa política de diversificación, resultando en un holding heterogéneo (aunque impulsado por un mismo equipo profesional) en el que conviven: la formación, la consultoría, el asesoramiento de mercado, un proyecto industrial para la producción de omega-3, la promoción inmobiliaria y otras participaciones minoritarias. Tras la fusión inversa con la Socimi Promorent en marzo 2019 (mediante ampliación de capital no dineraria), cotiza en el Mercado Alternativo Bursátil (segmento empresas en expansión; modalidad “fixing”).

Interesa por tanto simplificar: con la vista puesta en el valor de mercado como mejor indicador del “valor relativo” de los diferentes negocios en que está inmersa. Desde ese punto de vista enormemente simplificador, “hoy” IFFE podría resumirse como:

Un holding heterogéneo resultado de una intensa política de diversificación ...

- **Una “start-up” del sector alimentación (complementos de la dieta)**, con el desarrollo de una planta de gran tamaño para la producción de omega-3 (capacidad de producción > 10.000Tn 30% EPA/DHA). Y que apunta a un importante, pero “teórico”, salto de escala. Este proyecto explica hoy c.100% del Mkt Cap de IFFE (y el 0% de su FCF actual).
- **Negocios tradicionales (Formación y Consultoría) de escaso tamaño**, rentables y con una facturación de EUR 1,4Mn en 2019. Negocios que permiten sufragar el coste de “buscar” la financiación para el proyecto de Omega-3. Negocios sin impacto significativo en valor pero capaces de pagar la “gestación” del proyecto “clave”, ya que son los únicos con capacidad de generar FCF hoy.
- **Promoción inmobiliaria**: con la opción de compra de distintos suelos en desarrollo en el municipio de Oleiros (un total de 220.000 m2 de los cuales están opcionados más del 70%). Y la propiedad de una pequeña promotora en EEUU (McAllen, frontera de EEUU con México) titular de una finca residencial de 21.529 m2 en la que está permitida la construcción de viviendas unifamiliares (adquirida en enero 2020 por EUR 1,1Mn). La promoción inmobiliaria debe verse como una opción (no un negocio *per se*): ni genera ni consume recursos.
- **Y otros negocios sin impacto ni en valor ni en cash-flow recurrente**. Con una valoración (book value) de c. EUR 1,9Mn.

Y pese a los múltiples negocios, sólo uno es dominante (Omega-3), desde un punto de vista estricto de valoración

Ahora la pregunta es sólo una: ¿Qué podemos esperar de IFFE durante los próximos años? Nuestra visión sobre la compañía podría desdoblarse. En primer lugar, nuestras proyecciones financieras (2019-2022e) para los negocios tradicionales de IFFE (Formación y Consultoría), en un contexto marcado por el shock macro provocado por el Covid-19. Y, en segundo lugar, lo que cabe esperar de un proyecto de Omega-3 de la envergadura del desarrollado por IFFE, pero sin asignación temporal: sin asumir una fecha de inicio (ya que a fecha de este informe aún se encuentra cerrando la financiación que le permitirá completar su planta productiva).

A) Negocios tradicionales (Formación, Consultoría, Asesoramiento de Mercado): no aportan masa crítica, pero permiten sufragar el coste de la “espera” por la financiación y arranque del proyecto Omega-3.

Los negocios tradicionales permiten sufragar los costes de “gestación” del proyecto “clave” ...

Los negocios tradicionales de IFFE continuarán ejerciendo de “combustible” de la compañía: soportando tanto su cuenta de resultados, como su estructura operativa, en un momento en que las áreas más importantes desde un punto de vista estricto de generación de valor (Omega-3 y, en menor medida, Desarrollo inmobiliario) se encuentran aún en fase de desarrollo e inversión.

... Ya que son los únicos con capacidad de generar FCF hoy

El escenario que planteamos debería permitir a los Negocios Tradicionales seguir creciendo: (i) ingresos de, al menos, EUR 2,3Mn en 2022e (+17,3% TACC), (ii) consolidando un nivel de rentabilidad más que razonable (EBITDA c. EUR 0,5Mn; Mg. EBITDA 22%), que permitirá sufragar los costes operativos de “arrancar” los proyectos en fase de inversión (es decir: la búsqueda de la financiación) y (iii) con un endeudamiento

controlado (DN: EUR 3,1Mn; en julio 2020 se han reestructurado c. EUR 2Mn vinculados al negocio de Desarrollo Inmobiliario, retrasando su vencimiento hasta el momento en que los terrenos alcancen la calificación de solares). Una “foto” que podría mejorar con la venta de activos financieros no estratégicos, con una valoración (book value) de c. EUR 1,9Mn.

B) IFFE Biotech (Omega-3): Un proyecto “puro”, con sentido estratégico, y que permite aspirar a un “salto” en tamaño muy significativo (en realidad, un cambio de escala)

Consideramos a IFFE Biotech (la filial de Omega-3) como el negocio dominante de la compañía

¿Ante qué proyecto nos encontramos? En la actualidad, IFFE se encuentra finalizando la FASE 1 de su instalación productiva (grado de obra superior al 80%), con la que prevé contar con la capacidad de producir c. 10.000Tn/año de omega-3 en formato triglicérido (RBD 30%, 18% EPA/12% DHA). A nuestro juicio, la puesta en marcha del proyecto Omega-3 sería un punto de inflexión absoluto para IFFE, ya que debiera permitirle aspirar a:

Ya que le permitirá aspirar a un salto en tamaño (y escala) significativo (¿Ingresos > EUR 40Mn?)

- **Un “salto” de escala significativo...** empujado por un subsector que, “de saque”, es muy atractivo (la alimentación saludable) que presenta tasas de crecimiento de un dígito alto (Omega-3: c. +8% TACC 2019-2027). Tasas de utilización del c. 60% sobre su capacidad de procesado total (vs máximo “teórico” de c. 85%) permitirán a IFFE alcanzar una producción de c. 6.600Tn (c. 5% de la cuota de mercado global en Tn para 2024) y obtener unos ingresos de, al menos, c. EUR 40Mn (precio medio de venta: EUR 6,4kg; Tabla 1). Como referencia para contextualizar el cambio de escala, los negocios tradicionales de IFFE facturan c. EUR 2Mn.
- **... que debiera permitirle generar niveles de EBITDA > EUR 10Mn** en el medio plazo (Mg. EBITDA > 25%). Aunque presionado por unos costes al alza de su materia prima (por el crecimiento de la industria del omega-3).
- **Pero “hoy” la gran incógnita sigue siendo su financiación.** Para la finalización del proyecto, IFFE requiere obtener financiación de, al menos, EUR 5Mn para el fin de obra. A lo que habría que sumar un importe máximo de c. EUR 2Mn para la recompra de los terrenos industriales sobre los que se asienta la planta de omega-3 (IFFE mantiene la opción de compra sobre ellos hasta enero de 2023).

La captación de fondos se convierte en una condición *sine qua non* para poner en marcha el proyecto

Tabla 1. Proyecto Omega-3: Principales métricas del escenario central de Lighthouse

EUR Mn	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
Total ingresos	5,2	15,6	31,9	39,4	42,5
Margen Bruto	2,4	7,0	13,9	16,8	17,6
Costes de explotación	(1,3)	(3,0)	(5,0)	(6,1)	(6,5)
EBITDA recurrente	1,1	4,0	8,9	10,7	11,1
Free Cash Flow Recurrente	(1,1)	(0,7)	3,0	7,1	7,1
EBITDA rec. / Ingresos	20,4%	25,3%	28,0%	27,0%	26,2%
Ventas (Tn/año)	814,0	2.442,0	4.977,5	6.160,0	6.633,0
% s/Capacidad de procesado	7,4%	22,1%	45,0%	55,7%	60,0%
Precio de venta (EUR/Kg)	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4
Precio de materia prima (EUR/Kg)	2,8	2,9	2,9	3,0	3,0

Consiguiendo alcanzar el “break even” en FCF en el Año 3 (tras la captación de financiación)

Nota 1: El FCF Rec. del Año 1 no considera el CAPEX necesario para: (i) la puesta en marcha del proyecto (EUR 5Mn para el fin de obra) y (ii) la recompra de los terrenos (un máximo de EUR 2Mn), ya que estos importes son considerados como deuda en el cálculo del valor del equity teórico del proyecto.

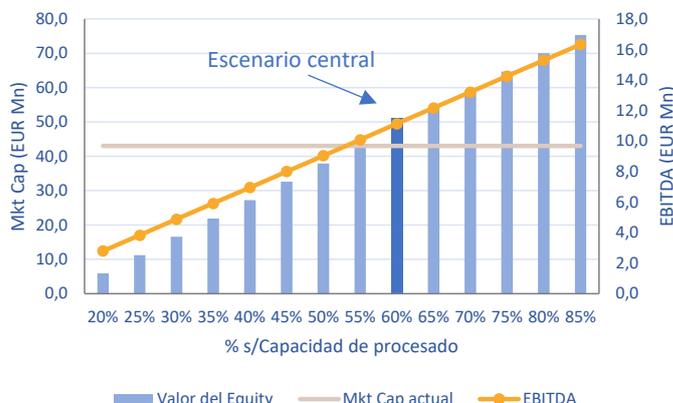
¿Cuál es el valor teórico de los flujos obtenidos por el proyecto en nuestro escenario central? Hoy, nuestro escenario central considera que el proyecto alcanzaría su madurez “teórica” en un plazo de 5 años desde el momento en que se cierre la financiación. A partir de ahí se estiman 8 meses para el arranque de la planta (lo que explica el bajo nivel de facturación del Año 1).

Nuestro modelo trabaja con una hipótesis central (y crítica) de tasas de utilización sobre su capacidad de procesado total de c. 60% en el año 5, permitiría a IFFE obtener un FCF Rec. de c. EUR 7Mn (Tabla 1). Y que, utilizando una tasa de descuento (WACC) del 10,3% apuntaría a un valor actual del equity del proyecto “estrictamente teórico” de c. EUR 51,2Mn (vs Mkt Cap: EUR 43Mn; Gráfico 1).

La valoración del proyecto pivota sobre tres grandes parámetros: la propia tasa de utilización de la planta, el precio de venta y el de compra de materia prima. Con niveles de sensibilidad muy altos a variaciones en cualquiera de estas hipótesis.

Gráfico 1. Sensibilidad del valor del Equity del proyecto ante cambios en la tasa (%) de utilización de la capacidad de procesamiento de la planta

Nuestro escenario central considera tasas de utilización de la planta del 60%



Nota 2: Sensibilidad ante cambios en la tasa (%) de utilización de la capacidad de procesamiento de la planta manteniendo el resto de hipótesis utilizadas en nuestro escenario central.

Nota 3: Valor del Equity = VAN "estrictamente teórico" del proyecto a fecha de este informe (Año 1 = 2022) menos su deuda teórica (EUR 7Mn).

Tasas de utilización del 50% (y precios estresados) aún permitirían a la compañía generar FCF positivo...

Aunque quizás lo más interesante sea lo esperable en un escenario menos optimista: con tasas de utilización del 50% en el Año 5 (vs 60% de nuestro escenario central) y niveles de precios estresados (-10% s/ precio de venta y +10% s/coste de la materia prima) estimamos un EBITDA aún positivo (EUR 3,9Mn; -65% s/escenario central). Y aún en este escenario, la compañía sería capaz de mantener una generación de caja positiva (FCF Rec de c. EUR 1,6Mn/año).

Lo que debiera permitirle afrontar sin dificultades el servicio de la deuda. Tasas de utilización del 65% (aún lejanas del máximo "teórico" del 85%; 11.050Tn) y niveles de precios favorables (+5% s/precio de venta y -5% s/coste de la materia prima) permitirían empujar el EBITDA > EUR 15Mn, situando la generación de caja en c. EUR 10Mn (Tabla 2).

Tabla 2. ¿Qué ocurriría si? Principales métricas (Año 5) ante distintos escenarios de producción y precios (de venta y compra de materia prima)

Escenarios (principales hipótesis)	Muy negativo	Negativo	Central	Positivo
% Utilización (s/Capacidad procesado)	50,0%	55,0%	60,0%	65,0%
Precio venta (EUR/Kg)	5,8	6,1	6,4	6,7
Precio compra (EUR/Kg)	3,3	3,2	3,0	2,9
Cash Flow Recurrente				
Ingresos	31,9	37,0	42,5	48,3
EBITDA recurrente	3,9	7,2	11,1	15,5
EBITDA rec. / Ingresos	12,2%	19,6%	26,2%	32,2%
Var. Capital circulante	(0,4)	(0,5)	(0,6)	(0,7)
Cash Flow operativo recurrente	3,5	6,7	10,6	14,9
Capex	(0,8)	(0,8)	(0,8)	(0,8)
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow	(0,4)	(0,1)	(0,1)	(0,1)
Impuestos	(0,7)	(1,6)	(2,6)	(3,7)
Free Cash Flow Recurrente	1,6	4,3	7,1	10,3
FCF Rec. Var. vs escenario central	-77,1%	-39,9%	0,0%	45,3%
Valor del Equity				
WACC	8,5%	9,8%	10,3%	10,6%
G "Razonable"	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Valor residual*	31,7	60,9	95,1	133,8
Valor del EV (a fecha de este informe)	20,8	40,7	64,0	90,5
Valor "teórico" del Equity del proyecto**	12,2	30,2	51,2	75,0

Nota: El WACC es más bajo en el escenario "muy negativo" y más elevado en el "positivo" como resultado de las oscilaciones del valor del equity en cada uno de los escenarios (y de su ponderación en el cálculo del WACC).

Nota*: Valor residual correspondiente al FCF "to the Firm" generado en el Año 5 más el valor perpetuo calculado sobre el Free Cash Flow "to the Firm" Recurrente del Año 5, empleando una tasa fiscal efectiva del 25%.

Nota**: Valor del Equity = VAN "estrictamente teórico" del proyecto a fecha de este informe (Año 1 = 2022) menos su deuda (EUR 7Mn).

... Y afrontar el servicio de la deuda (al menos EUR 5Mn), sin dificultades

C) En conclusión: potencial e incertidumbre (ambas cosas en grandes cantidades...).

El gran reto de IFFE es materializar la FASE 1 de su proyecto de Omega-3

Desde un punto de vista estricto de valor de mercado, el gran reto de IFFE es materializar la FASE 1 de su proyecto de Omega-3: un negocio de gran tamaño (tasas de utilización del 60% implicarían una cuota de c. 5% del mercado global). Y que apunta a un importante, pero “teórico”, salto de escala (¿llegar a facturar > EUR 40Mn?; ¿FCF Rec. > EUR 7Mn?) en un subsector que, “a priori”, es muy atractivo (la alimentación saludable). *Grosso modo* la “start-up” (el proyecto Omega-3 puede definirse así) explicaría “hoy” c. 100% del Market Cap de IFFE (valor “teórico” del Equity del proyecto en nuestro escenario central: EUR 51Mn vs Mkt Cap EUR 43Mn). El proyecto se presenta hoy como una combinación de altas dosis de “potencial” e “incertidumbre”.

Por un lado el proyecto “encierra” 3 grandes oportunidades:

1. **Alcanzar (dentro de la FASE 1 del proyecto) niveles utilización de la planta de c. 80%:** muy por encima de nuestro 60%. Algo sometido al condicionante de la calidad y valor comercial del producto. Pero que implicaría niveles de generación de FCF y Valor muy por encima de nuestro escenario central.
2. **Escalar (“aprovechar”) la planta industrial actual (a un coste adicional de c. EUR 12Mn) para la fabricación de omega-3 de altos concentrados,** que implicaría un segundo salto de escala (¿Mg. EBITDA > 30%?). Es lo que sería la FASE 2 de este proyecto (y no considerada en nuestros números: pero que desde un punto de vista teórico, “está ahí”).
3. **El gran tamaño del proyecto en desarrollo por IFFE en una industria en pleno crecimiento (c. +8% TACC 2019-2027)** podría situar a IFFE en el foco de movimientos corporativos de concentración como medida de protección. Hablamos de un proyecto que, incluso en su FASE 1 apuntaría cuotas de mercado significativas.

Pero también hay incógnitas muy relevantes:

Siendo la captación de financiación “clave” en este proceso

1. **La captación de la financiación necesaria para finalizar la construcción de la planta** (IFFE espera conseguirla en la segunda mitad de 2020).
2. **La propia puesta en marcha de la planta.** Tras la captación de la financiación, IFFE debería iniciar su actividad en un período de ocho meses (seis para el fin de obra más dos de ensayos y pruebas). Cualquier retraso en la finalización de la planta retrasará inevitablemente la generación de FCF (hoy se encontraría, al menos, a 12m de empezar a generar caja).
3. **El reto comercial de vender un 5% del tamaño actual del mercado:** en un sector en el que la compañía carece de experiencia previa. Y en el que la calidad demandada por el mercado y la regulación son muy exigentes.

En definitiva: estamos ante un “proyecto” en el sentido más estricto del término (lejos aún de empezar a generar FCF). IFFE, en relación a su Mkt Cap, es “puro proyecto”. Aunque enfrenta el reto de su desarrollo con 3 grandes “ayudas”:

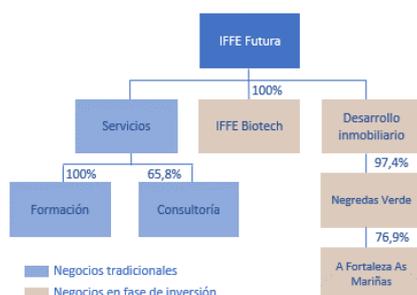
1. **El grado de avance de la planta (ya construida en un 80%),** en la que desde el inicio de su desarrollo (2009; IFFE la adquiere en 2016) ya se habrían invertido c. EUR 18Mn.
2. **El sentido estratégico del proyecto en sí,** y que se dirige a un sector al alza. Lo que convierte a la decisión de invertir en omega-3 en algo “intuitivamente” acertado.
3. **La capacidad del proyecto de alcanzar break even (en FCF)** con niveles de utilización muy modestos (c.20%) y precios de mercado por debajo de la media del mercado.

A nuestro juicio, el “equity story” actual de IFFE es estrictamente financiero: la captación de financiación se convierte en un auténtico Cabo de Hornos a doblar por la compañía. Es una obviedad, pero todo el horizonte que sobre el papel se abre con el proyecto en marcha depende hoy de un único factor: terminar de financiar el proyecto. Sin saber la combinación de deuda y equity que finalmente se asumirá. Y su coste en términos de servicio de la deuda y dilución “potencial” para los accionistas.

Descripción del negocio

Múltiples negocios. Aunque sólo uno dominante (desde un punto de vista estricto de valoración)

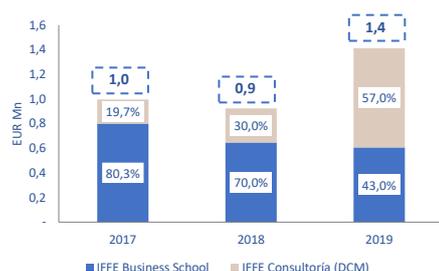
Gráfico 1. Estructura societaria (2020)



IFFE Futura (IFFE) es un pequeño holding (Market Cap: c. EUR 42,5Mn) con sede en la localidad de Oleiros (Galicia, España), que tras la fusión inversa con la cotizada Promorrent (marzo 2019) cotiza en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB; segmento de empresas en expansión). Fundada en 2009 como una escuela de negocios, inicia un negocio de consultoría en 2012 con la adquisición de DCM Asesores. Y gesta, durante los últimos años, dos nuevas áreas de negocio (Industrial y Desarrollo Inmobiliario), que se encuentran aún en fase de inversión. Hoy su actividad se encuentra diversificada en tres segmentos bien diferenciados:

- **Servicios (100% s/Ingresos 2019).** Engloba los negocios tradicionales de IFFE: i) Formación, con la escuela de negocios privada IFFE Business School (c. 40% s/ingresos 2019) y ii) Consultoría estratégica y financiera (c. 60% s/ingresos) a través de un asesor registrado del MAB y Euronext (DCM Asesores) que ha asesorado 10 compañías MAB/PreMAB y mantiene cerca de 12 compañías en cartera de forma recurrente.
- **Industrial (IFFE Biotech).** En la actualidad, IFFE se encuentra finalizando la construcción de una planta de fabricación de omega-3 (de origen animal) con una capacidad de producción > 10.000Tn (y un grado de ejecución de obra > 80%). Actividad que, a nuestro juicio, resulta “clave” desde un punto de vista de valoración del negocio y de expansión “teórica” del resto de actividades. En enero 2020 IFFE completó la propiedad del 100% de IFFE Biotech al ejecutar la opción de compra del 50% del capital que no ostentaba por EUR 1,3Mn.
- **Desarrollo inmobiliario (IFFE Desarrollos).** Desde 2015 IFFE mantiene una opción de compra de distintos suelos en desarrollo en el municipio de Oleiros (un total de 220.000 m2 de los cuales están opcionados más del 70%). Adicionalmente, en enero de 2020 adquiere una pequeña promotora en EEUU titular de una finca residencial de 21.529 m2 por EUR 1,1Mn (importe pagado con acciones de IFFE).

Gráfico 2. Evolución de ingresos de los negocios tradicionales (2017-2019)



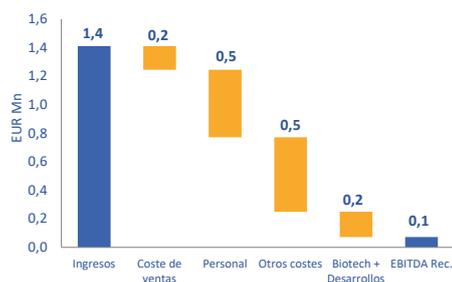
Nota: Datos proforma para 2017 y 2018.

Servicios (negocios tradicionales): el “combustible” de la compañía (a día de hoy)

Los negocios tradicionales del área de servicios (Formación y Consultoría) no tienen dimensión ni masa “crítica”. Tampoco explican el valor de la compañía “hoy” (ni, probablemente, lo harán en el futuro). No obstante, a nuestro juicio, juegan un papel fundamental como “combustible” del Grupo:

- **Soportan la cuenta de resultados y la estructura de la compañía,** en un momento en que las áreas más importantes desde un punto de vista estricto de valoración (Industrial con el negocio de Omega-3 y Desarrollo inmobiliario) aún se encuentran en fase de inversión, no generando ingresos, pero sí incurriendo en gastos (c. 15% s/costes fijos 2019; esencialmente asociados a gastos de personal).

Gráfico 3. Desde ingresos hasta EBITDA (2019)

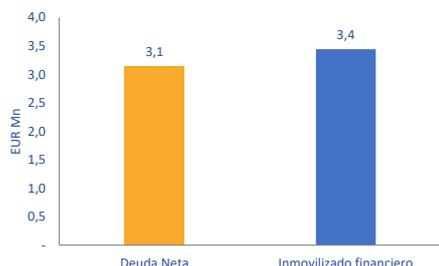


Nota: La partida “Biotech + Desarrollos” corresponde a los costes incurridos por los negocios en fase de inversión (EUR 0,2Mn).

En 2019, los negocios tradicionales generaron unos ingresos de EUR 1,4Mn (+40% vs proforma 2018), empujados por el crecimiento del negocio de consultoría (c. EUR 0,8Mn; x3 vs 2018), que, junto a una estructura de costes poco pesada, permitió alcanzar por primera vez el breakeven a nivel de EBITDA (Gráfico 3).

- **Generan un nivel de caja recurrente,** que permite hacer frente a los gastos de los proyectos que se encuentran aún en fase de inversión (muy intensivos en capital), permitiendo aspirar a un “salto” en tamaño significativo con su desarrollo.

Gráfico 4. Deuda Neta vs Inmv. Financiero (2019)



Nota: La principal partida que compone la deuda bruta (EUR 3,4Mn) corresponde al importe pendiente de pago por la adquisición del negocio inmobiliario en 2015 por c. 2,3Mn.

La estrategia de adquisición de proyectos aún en fase de inversión ha implicado: (i) un nivel de endeudamiento significativo, difícil de asumir con la generación de caja recurrente de los negocios tradicionales (DN: EUR 3,1Mn; explicada principalmente por el importe pendiente de pago por la adquisición del negocio inmobiliario en 2015 por importe de c. EUR 2,3Mn) y (ii) la generación de un abultado fondo de comercio (EUR 32Mn; >70% del activo total).

En paralelo al desarrollo de sus negocios tradicionales, IFFE mantiene participaciones minoritarias en varios negocios no vinculados a su actividad (book value: EUR 1,9Mn; Tabla 1) que surgen como resultado de su actividad como incubadora y aceleradora. No obstante, hoy la estrategia de IFFE se centra en iniciar el proceso de desinversión de estos activos (sin iniciar nuevas inversiones no vinculadas a sus actividades principales en el corto plazo). A nuestro juicio, tanto la gestión del balance como la estructura de capital serán una de las principales prioridades de la compañía en el corto plazo. En la medida en que se han convertido en la principal restricción al modelo de negocio de IFFE: la ausencia de un balance suficiente para acometer los proyectos en cartera. En julio 2020, IFFE anuncia la refinanciación del vencimiento del importe pendiente de pago por la adquisición del negocio inmobiliario por c. EUR 2Mn (c. 70% sobre la deuda bruta total), modificando: (i) su vencimiento, condicionándolo al momento en que los suelos en desarrollo obtengan la calificación de solar y (ii) sus condiciones de devolución, existiendo la opción de pagar en suelo.

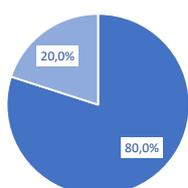
Tabla 1. Inmovilizado financiero (2019)

EUR Mn	Importe	% participación
Activos financieros mantenidos para la venta	1,9	
Milimex Developments	1,1	95,0%
Comptes Perks, PFP	0,2	99,0%
Préstamos y partidas a cobrar a L/P	0,3	
Inmovilizado financiero	3,4	

Nota 1: Comptes Perks PFP no se integra en el perímetro de consolidación ya que se vende el 90% de la participación en contrato privado de fecha 26 de diciembre y se eleva a público el 16 de enero de 2020 (sin impacto significativo en caja).

Nota 2: Préstamos y partidas a cobrar a L/P corresponden esencialmente a créditos con partes vinculadas (EUR 0,1Mn).

Gráfico 5. Grado de avance de la planta de omega-3



■ Inversión completada ■ Inversión pendiente

Nota: El proyecto de Omega-3 ha invertido c. EUR 18Mn desde su inicio en 2009, quedando pendiente una inversión adicional de c. EUR 5Mn para el fin de obra.

IFFE Biotech: “El proyecto clave” desde un punto de vista estricto de valoración (es decir: la principal “explicación” del valor de mercado actual de la compañía)

En 2016, IFFE adquiere los activos, el equipo y la tecnología de una planta de fabricación de omega-3 que se encontraba en concurso de acreedores (y aún en construcción) por un importe total de EUR 2,3Mn (EUR 1,0Mn pagados en 2016 y EUR 1,3Mn en enero 2020). También incorpora parte del equipo promotor del proyecto original (Ricardo Blanco, miembro del Consejo de Administración de IFFE, ocupó el cargo de Consejero Delegado en el proyecto original desde 2009 hasta 2014, año en que entra en concurso de acreedores por falta de la liquidez necesaria para completar su construcción).

En la actualidad, IFFE Biotech se encuentra finalizando la instalación productiva localizada en As Somozas (Ferrol, España), contando a fecha de este informe con un grado de ejecución de obra avanzado (> 80%). Para finalizar la construcción de la planta, IFFE requiere financiar cerca de EUR 5Mn (Tabla 2), siendo la vía lógica, y la prioridad del equipo directivo, la financiación bancaria (aunque no se descarta la captación del capital necesario vía ampliación de capital; Market Cap actual > EUR 40Mn). Una vez obtenida la financiación y finalizada la construcción de la planta, IFFE Biotech prevé contar en su FASE 1 con una refinería de aceite de pescado (grado humano) con la capacidad de procesar > 10.000Tn/año de materia prima (máx. hidráulico de 13.000 Tn/año en 330 días) que permitirá producir (tras el proceso de refinado, blanqueado y desodorizado; “RBD”) c. 10.000Tn de omega-3 en formato triglicérido (RBD 30%, 180 EPA + 120 DHA): el más utilizado para atender la demanda de consumo humano.

Tabla 2. Necesidades de financiación

Uso de fondos	EUR Mn
Ingeniería e instalaciones	1,5
Obra civil	1,3
Sistemas eléctricos	1,1
Sistemas informáticos	0,3
Otras conexiones y licencias	0,5
Necesidades de financiación (fin de obra)	4,7
Recompra de los terrenos*	2,0
Inversión total requerida	6,7

Nota*: IFFE conserva la opción de compra de los terrenos industriales sobre los que se asienta su planta de omega-3 hasta enero de 2023 (importe máximo de c. EUR 2Mn).

Gráfico 6. Proceso de fabricación (Fase 1)



Los principales consumidores y clientes potenciales del omega-3 fabricado por IFFE podrían ser: (i) empresas de alimentación, (ii) de suplementos nutricionales y (iii) la industria farmacéutica.

Una vez completada la FASE 1 del proyecto, la estrategia de IFFE es escalar la planta actual para altos concentrados de omega-3 (la fórmula de IFFE permite alcanzar una concentración muy elevada, de hasta el 92%), lo que debiera permitir elevar los márgenes > 30% (vs 20-30% de la FASE 1 (así como el mercado objetivo). No obstante, la FASE 2 requerirá de una inversión adicional de, al menos, c. EUR 12Mn por lo que no ha sido contemplada en este informe.

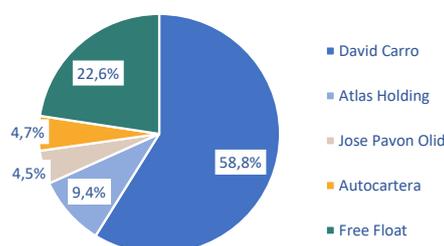
En conclusión: Un proyecto en el que ya se han invertido más de EUR 18Mn (desde su inicio en 2009), pero que continúa en “stand by” por la falta de capital. Con una capacidad productiva > 10.000Tn, la planta de omega-3 permite a IFFE aspirar a un “salto” en tamaño muy significativo en un plazo de cinco años desde su puesta en funcionamiento, con el potencial “teórico” de generar: (i) un volumen de ingresos > EUR 40Mn, (ii) niveles de EBITDA de c. EUR 11Mn y (iii) una generación de caja recurrente > EUR 7Mn/año. Cifras sobre las que IFFE podrá apalancarse para desarrollar el otro negocio del Grupo aún en fase de inversión: Desarrollo Inmobiliario (no considerado en este informe debido al elevado capital que requerirá su desarrollo). Pero, el “salto” en tamaño de IFFE depende de la captación de fondos necesaria para completar la puesta en funcionamiento de su planta de omega-3.

Tabla 3. Principales aspectos cualitativos y cuantitativos del proyecto Omega-3 IFFE Biotech

¿Qué?	<ul style="list-style-type: none"> Fase 1: Omega-3 (RBD 30%, 18% EPA + 12% DHA) Fase 2: Omega-3, altos concentrados (AACC), etilester (EE) y triglicérido (TG) 	¿Capacidad productiva?	<ul style="list-style-type: none"> Planta de refino (Fase 1): 11.700Tn RBD 30% Planta de concentración (Fase 2): 800Tn AACC
¿Cómo?	<ul style="list-style-type: none"> Fase 1: Proceso de refino, blanqueado, desodorizado de aceite de pescado grado humano (RBD) Fase 2: Etanolisis, destilación y transesterificación 	¿Rango de precios?	<ul style="list-style-type: none"> Fase 1: 6-10 €/Kg (según calidad) Fase 2: A partir de 10€/kg
¿Para quien? FASE 1	<ul style="list-style-type: none"> Empresas de alimentación Suplementos nutricionales Industria farmacéutica Fórmulas infantiles 	¿Márgenes?	<ul style="list-style-type: none"> Posicionamiento de alta calidad global y organoléptica Fase 1: Mg. EBITDA c. 20-30% Fase 2: Mg. EBITDA > 30%
¿Situación? FASE 1	<ul style="list-style-type: none"> Grado de avance: > 80% Inversión realizada: EUR 18Mn. Necesidades adicionales de financiación: EUR 5Mn 	¿Posición en el mercado?	<ul style="list-style-type: none"> Foco Alimentación funcional Gama completa: RBD, Altos concentrados... Actuación B2B
¿Tiempos? FASE 1	<ul style="list-style-type: none"> Desde la captación de la financiación necesaria: 6 meses para el fin de obra + 2 de ensayos 	¿Drivers de la industria?	<ul style="list-style-type: none"> Industria en crecimiento: +7,7% TACC (2019-2027) Macrotendencias (salud a través de la dieta) Creciente exigencia regulatoria

Ahora, tras la descripción en general del proyecto de IFFE, la pregunta es sólo una: ¿Cómo compara éste con uno en pleno funcionamiento? Aunque se trata de un ejercicio enormemente simplificador, podemos tomar como referencia a Biosearch (BIOS.MC), biotecnológica española cotizada (Mkt. cap de c. EUR 60Mn) con presencia en la industria del omega-3 (c. 43% s/ingresos totales) y una capacidad productiva de c. 2.500Tn, con la que su división de lípidos generó una facturación total de c. EUR 10Mn en 2019 (c. +10% vs 2018).

Gráfico 7. Estructura accionarial



Estructura accionarial: un free float con potencial de alcanzar c.30%.

Desde sus orígenes el Grupo ha estado controlado por su fundador (David Carro; 58,8% del capital), quien mantiene el puesto de CEO y Presidente del Consejo de Administración, lo que asegura una plena alineación de intereses de los órganos de gobierno con los accionistas minoritarios. Adicionalmente, la compañía mantiene en autocartera cerca del 5% del capital (que podría destinarse a generar liquidez en caso de que fuese necesario) lo que permitirá incrementar el free float hasta c. 30%.

Accionariado de control que no ha variado en la práctica a lo largo de los últimos años. Y con aparente vocación de permanencia. Aunque no descartamos que el proceso de captación de fondos para el proyecto de Omega-3 (c. EUR 5Mn) se realice vía ampliación de capital (resultando en una dilución de la participación de los accionistas actuales) con entrada de nuevos socios.

En definitiva: ¿Qué es IFFE hoy?

La intensa política de diversificación seguida por IFFE desde su origen (hace tan solo 10 años) ha conducido a un grupo heterogéneo y con una complejidad inusual en una compañía de pequeño tamaño. El resultado es un holding con una gran disparidad de actividades, poco sinérgicas entre sí. Aunque impulsadas por un mismo equipo profesional que está en la base de la propuesta de valor de IFFE. Un holding en el que conviven la formación, la consultoría, el asesoramiento de mercado, la producción de omega-3, la promoción inmobiliaria,...

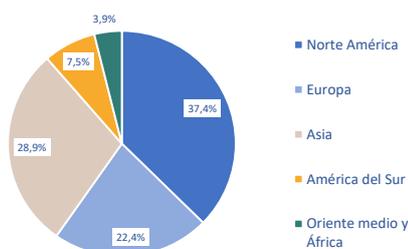
Interesa por tanto simplificar: con la vista puesta en el valor de mercado. ¿Qué negocios “son” hoy la compañía? Desde ese punto de vista, enormemente simplificador, IFFE podría explicarse como:

- **Una start-up del sector alimentación (complementos de la dieta)**, con un proyecto de gran tamaño (c.4x la capacidad productiva de Biosearch) y que apunta a un importante, pero “teórico”, salto de escala (¿llegar a facturar > EUR 40Mn?) en un subsector “sobre el papel” muy atractivo (la alimentación saludable). Grosso modo la start-up explicaría c. 100% del Market Cap de IFFE.
- **Promoción inmobiliaria:** con la opción de compra de distintos suelos en desarrollo en el municipio de Oleiros (un total de 220.000 m2 de los cuales están opcionados más del 70%). Y la propiedad de una pequeña promotora en EEUU (McAllen, frontera de EEUU con México) titular de una finca residencial de 21.529 m2 en la que está permitida la construcción de viviendas unifamiliares (adquirida en enero 2020 por EUR 1,1Mn).
- **Un conjunto de negocios (formación, consultoría) de escaso tamaño**, rentables y con una facturación de c. EUR 1,4Mn. Negocios que permiten sufragar el coste de “buscar” la financiación para la “start up”. Negocios sin impacto significativo en valor pero capaces de pagar la “gestación” del proyecto de Omega-3.
- **Y otros negocios sin impacto ni en valor ni en cash-flow recurrente.**

Desde el punto de vista del mercado IFFE se reduciría, casi exclusivamente, a un proyecto “puro” (lejos aún de generar FCF) de producción de omega-3. Un proyecto sensato en cuanto a sus drivers (sector, momentum) y con tamaño para aspirar a un enorme salto de escala (lo que explica su gran atractivo para el mercado). Pero 100% pendiente de su financiación (y de su posterior puesta en marcha).

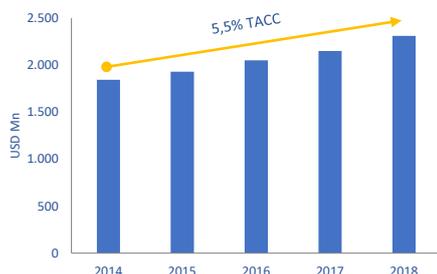
Omega-3: Una industria en pleno crecimiento. Y que continuará atrayendo la inversión

Gráfico 8. Distribución geográfica de la industria de omega-3 (2019)



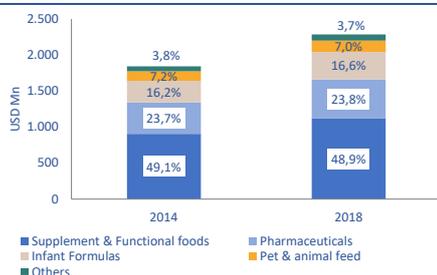
Fuente: Compañía

Gráfico 9: Crecimiento del mercado global de omega-3 (2014-2018)



Fuente: Compañía

Gráfico 10: Evolución del mix de aplicaciones del omega-3 (2014-2018)



Fuente: Compañía

En la actualidad, IFFE desarrolla su actividad a través de dos negocios ya consolidados (Formación, a través de su escuela de negocios IFFE Business School y Consultoría), y dos aún en fase de desarrollo (Omega-3 y Desarrollo inmobiliario). No obstante, consideramos que el proyecto de Omega-3 (IFFE Biotech), con el que IFFE pretende producir omega-3 de origen animal (pescado), es la actividad dominante desde un punto de vista del valor actual de mercado de la compañía (Mkt Cap), por lo que centraremos el contenido de este epígrafe exclusivamente en el análisis de la industria del omega-3 como ingrediente funcional dirigido a la alimentación.

Los ácidos grasos omega-3 (ALA, EPA y DHA) son ácidos poliinsaturados esenciales para el organismo que no pueden ser producidos por el cuerpo humano. Y por tanto deben ser incorporados en la dieta, bien a través de alimentos que los contengan, o bien a través de alimentos enriquecidos o suplementos. Las principales fuentes de estos lípidos son el aceite purificado de pescado (93% del total), de algas (5%) y de krill (2%).

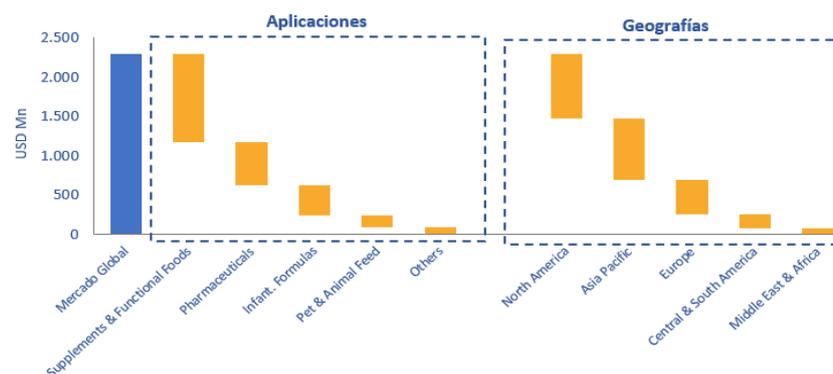
Omega-3, una demanda sólida: +5,5 TACC 2014-2018

Pese a que la industria se ha visto penalizada por estudios y publicaciones negativas en los medios (entre las que destaca el informe Brasky, 2013), tanto la FDA (U.S. Food and Drug Administration) como la EFSA (European Food Safety Authority) han aprobado la eficacia del omega-3 en el área cardiovascular, en el mantenimiento de la visión y en el desarrollo de la función cognitiva, factor que ha impulsado su consumo durante los últimos años.

El respaldo de una regulación favorable, junto con el progresivo envejecimiento poblacional y la cronificación de enfermedades, ha derivado en una mayor concienciación de la sociedad sobre la necesidad de incorporar hábitos de alimentación con funciones preventivas, propiciando importantes cambios en los hábitos de consumo con un giro hacia lo "saludable": los datos históricos reflejan la solidez del crecimiento de la demanda de omega-3, registrando una TACC durante el período 2014-2018 del 5,5% (Gráfico 9). El crecimiento de la industria se aceleró en 2018, superando un valor de c. USD 2.286Mn a nivel mundial (+7,4% vs 2017; Gráfico 9) como resultado de: (i) el continuo incremento de la demanda de omega-3 para suplementos dietéticos (+7,4% vs 2017) y (ii) una mayor penetración en el mercado de ingredientes farmacéuticos (+7,7% vs 2017).

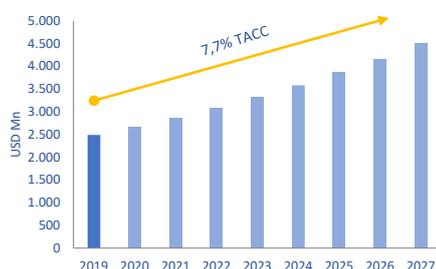
Aunque durante los últimos años se ha observado un incremento en el número de aplicaciones del omega-3, los complementos dietéticos y alimentación funcional siguen siendo el principal mercado (49% en 2018), seguidos de la industria farmacéutica (24%) y la nutrición infantil (17%). Por geografías, América del Norte es el principal mercado (37,4%), seguido de Asia (28,9%; donde se observan las tasas de crecimiento más elevadas) y Europa (22,4%).

Gráfico 11. Tamaño del mercado, principales aplicaciones y distribución geográfica (2018)



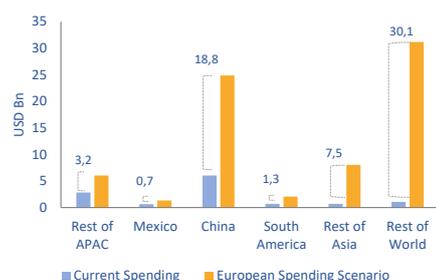
Fuente: Compañía

Gráfico 12: Crecimiento del mercado global de omega-3 (2019-2027)



Fuente: Compañía

Gráfico 13: Aumento "teórico" del consumo de omega-3 en países en desarrollo



Fuente: GOED (datos a nivel de producto terminado). El escenario de consumo europeo refleja el consumo de omega-3 en los países en desarrollo si éstos alcanzasen los niveles de gasto per cápita vistos en Europa.

Siendo previsible un crecimiento de un dígito alto en el medio plazo: +7,7% TACC 2019-2027

Según fuentes de la industria, el mercado mundial de omega-3 se situaría en 2019 en c. USD 2.500Mn, estimando crecimientos anuales de un dígito alto para el medio/largo plazo hasta alcanzar c. USD 4.500Mn en 2027 (+7,7% TACC 2019-2027).

Durante los próximos años, el mercado seguirá respaldado por macro tendencias (salud a través de la dieta) y una regulación favorable, siendo los principales drivers: (i) el mayor interés de los consumidores por productos saludables, (ii) el progresivo envejecimiento de la población y (iii) el incremento de enfermedades cardiovasculares resultado de un estilo de vida sedentario.

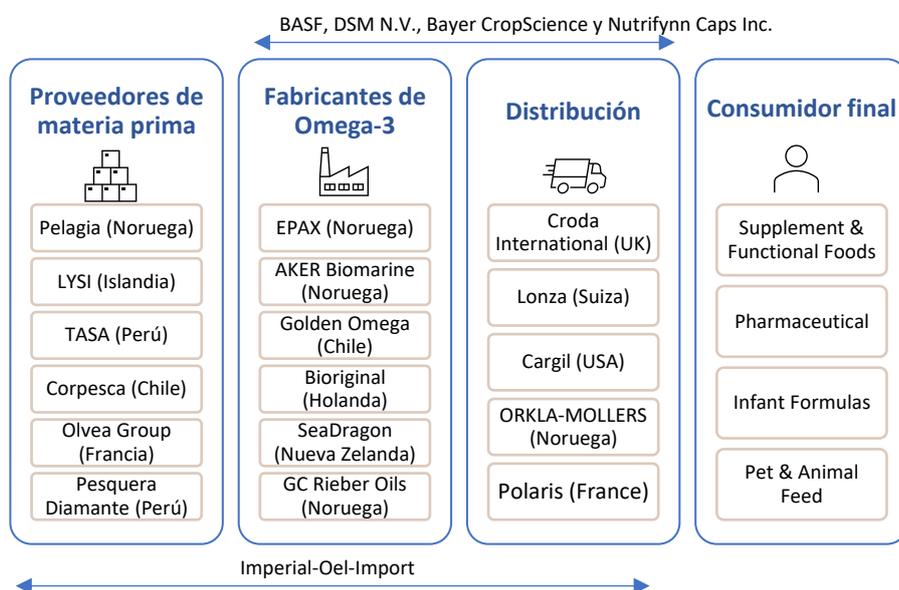
Analizando las principales aplicaciones, aunque todas muestran un crecimiento de un dígito alto, destaca el crecimiento esperado para la nutrición infantil (c. +8,4% TACC 2019-2027), seguida de la industria farmacéutica (c. +7,9%) y la demanda para complementos dietéticos y alimentación funcional (c. +7,6% TACC). Por geografías, se espera que el mercado asiático presente la mayor tasa de crecimiento (c. +8,4% TACC 2020-2027), empujado por sus elevadas tasas de natalidad y el incremento de la esperanza de vida de su población, seguido de América del Norte (c. +7,7%) y Europa (c. +7,1%). Una palanca de crecimiento adicional será el ritmo de crecimiento de las principales economías en desarrollo, que podrían triplicar el consumo de omega-3 en el mundo si el gasto per cápita de éstas alcanzase los niveles vistos en Europa (Gráfico 13; GOED).

En una industria con tendencia a la concentración en la que el M&A está en auge

Las perspectivas de crecimiento junto a los altos retornos ofrecidos por la industria (a modo de ejemplo, Omega Protein reportó un margen EBITDA del 24,5% en 2017; año en que fue excluida de cotización) han impulsado la concentración entre los principales actores del mercado. En 2017, Aker BioMarine adquirió la división de aceite de krill a Neptune Technologies & Bioresources Inc. por USD 34Mn con el objetivo de incrementar su cuota como proveedor de este producto. En 2018 destacó el anuncio de DSM y Evonik para la creación de una joint venture (Veramaris) para producir omega-3 (EPA/DHA) a base de algas (destinada a la nutrición animal). En abril 2019, Unilever anuncia la adquisición de OLLY Nutrition.

Entre las compañías que operan en la cadena de valor del omega-3, y que consideramos referentes en la industria, encontramos grandes operadores globales diversificados que controlan la mayor cuota de mercado como BASF (Pronova), DSM, Axellus y Croda Omega Protein. Por lo general serían "grandes compañías", integradas aguas abajo, hasta el negocio de distribución, y en las que omega-3 es un negocio más dentro de un portafolio muy amplio de productos y servicios. Junto a los grandes jugadores encontramos una gran variedad de compañías, presentes en cada uno de los eslabones de la cadena de valor (materia prima, fabricación, distribución; Tabla 4).

Tabla 4. Operadores a lo largo de la cadena de valor del omega-3



Dentro de la cadena de valor, IFFE se situaría como un fabricante de omega-3, siendo sus principales comparables directos: (i) EPAX (100% propiedad del Grupo Pelagia) con la fabricación de omega-3 a partir del aceite de pescado (obtenido de la pesca del Grupo Pelagia), compañía que se encontraría invirtiendo c. EUR 27Mn para aumentar su capacidad productiva en Noruega, (ii) GC Rieber Oils, con la producción de concentrados medios (30%) y altos concentrados, (iii) Biosearch Life, biotecnológica española cotizada (Mkt Cap: c. EUR 60Mn) con una división de lípidos (c. 43% s/ingresos totales) que facturó en 2019 c. EUR 10Mn y (iv) Solutex, con la producción de omega-3 de altos concentrados (vía fluidos supercríticos) y medios concentrados (30%) en Zaragoza, España

En conclusión: soplan vientos a favor para el sector omega-3

Las principales tendencias que respaldarán el crecimiento de la industria del omega-3 como ingrediente funcional dirigido a la alimentación durante los próximos años serán:

1. El envejecimiento poblacional y la cronificación de enfermedades cardiovasculares.
2. El giro hacia tratamiento preventivos que reduzcan la factura sanitaria.
3. El aumento de la evidencia científica sobre los beneficios clínicos en el control y prevención de enfermedades.
4. La penetración de productos premium en economías de mayor crecimiento (Asia).
5. Un entorno regulatorio que incentiva el consumo de alimentos “saludables”: según GOED, la mayoría de los gobiernos recomiendan un consumo diario (independientemente de la edad), de 250mg de EPA y DHA.

Además, el Covid-19 habría producido un impacto en el comportamiento del consumidor, motivando el consumo de productos considerados “saludables” (como el omega-3), factor que podría impulsar aún más el mercado.

Si bien la industria presenta tasas de crecimiento sólidas y su perspectiva sigue siendo favorable, ésta no se encuentra exenta de riesgos, entre los que destacamos: (i) evolución del precio de sus principales aprovisionamientos, que se encuentra vinculado, esencialmente, a la disponibilidad del aceite omega-3 procedente de recursos pesqueros (finitos y no siempre disponibles) y (ii) exposición al impacto negativo que puede provocar sobre la industria la publicación de estudios negativos que cuestionan la eficacia de estos productos y/o su calidad.

Un proyecto lógico sobre el papel, y que “sólo” requiere financiación para echar a andar

Gráfico 14. Ingresos de los negocios tradicionales (2017-2022e)



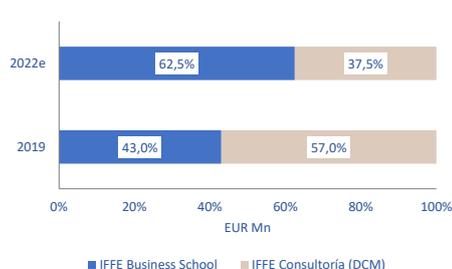
Nota: Datos proforma para 2017 y 2018.

Dada la importancia del proyecto de Omega-3 en términos de valoración del Grupo y la baja visibilidad sobre el momento de su puesta en marcha, hemos optado por desdoblado nuestro análisis financiero en dos partes. Estamos ante una compañía atípica, en la que los negocios históricos o tradicionales explican el FCF actual pero carecen prácticamente de impacto en términos de valor. A *sensu contrario*, la práctica totalidad de los EUR 42,5Mn del Mkt Cap estaría explicado por un proyecto de producción de omega-3, en el que la planta se encuentra pendiente de terminar su construcción (inversión pendiente c. EUR 7Mn; EUR 5Mn para el fin de obra y, hasta un máximo, de EUR 2Mn para la recompra de los terrenos sobre los que se asienta la planta); sin haber cerrado su financiación a fecha de este informe. Es decir, se encontraría al menos a 12m de empezar a generar FCF.

Daremos, en primer lugar nuestras proyecciones financieras (2020e – 2022e) para los negocios tradicionales (Formación y Consultoría). Que constituyen nuestras proyecciones financieras (Anexo 1 y Anexo 2). Y que, por tanto, excluyen el proyecto Omega-3. La razón es simple y se reduce a no saber hoy el momento de su puesta en marcha. Algo 100% condicionado por la captación de fondos para completar la planta (la compañía espera que se produzca durante los próximos seis meses; tras los cuales arrancarían el proceso de finalización de la planta y puesta en marcha: con una duración adicional estimada de ocho meses).

En segundo lugar, realizaremos un análisis detallado sobre lo que podría esperarse del proyecto de Omega-3 y sus principales métricas. Dando además una referencia de valor en el apartado de “Inputs de Valoración” de este informe (página 21). Un análisis a fondo del proyecto clave de IFFE, pero sin asignación temporal: sin asumir una fecha de inicio.

Gráfico 15. Mix de ingresos (2017-2022e)



Negocios tradicionales: no aportarán masa crítica, pero permitirán sufragar el coste de la “espera” por la financiación y arranque del proyecto Omega-3

Los resultados de 2019 (punto de partida que consolida por primera vez los negocios del Grupo) mostraron un fuerte crecimiento de ingresos (+52,7% vs 2018), alcanzando un importe total de EUR 1,4Mn (vs EUR 0,9Mn en 2018 proforma) como resultado de: (i) el fuerte incremento del negocio de consultoría (que multiplicó x3 sus ingresos vs 2018) y (ii) el negocio de formación, que mantuvo un nivel de ingresos similar al registrado en 2018 (c. EUR 0,6Mn). Todo ello, junto a una estructura de costes variables poco pesada, permitió a IFFE rebasar por primera vez el break-even a nivel EBITDA (EUR 0,1Mn; Gráfico 16) tras soportar los costes asociados a los negocios en desarrollo (c. EUR 0,2Mn).

Ahora, la pregunta es sólo una: ¿Qué podemos esperar de los negocios tradicionales de IFFE durante los próximos años? Nuestras proyecciones financieras contemplan:

- **Fuerte crecimiento de ingresos (+17,3% TACC 2019-2022e)**, apoyados esencialmente en el negocio de Formación, que esperamos que duplique su facturación en 2020e (EUR 1,2Mn vs EUR 0,6Mn en 2019), como resultado de la implantación a finales de 2019 de la escuela de negocios online: que estimamos que aportará unos ingresos de c. EUR 0,6Mn (ante el fuerte incremento de demanda de este tipo de formación como consecuencia del Covid-19).

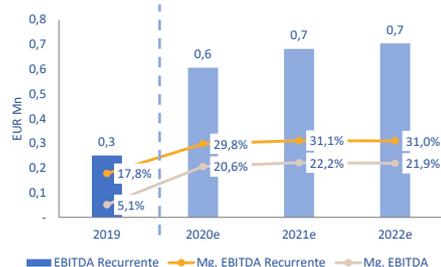
Gráfico 16. EBITDA Rec. y EBITDA (2017-2022e)



Nota: La diferencia entre el EBITDA Rec. y el EBITDA se explica por los gastos incurridos en los negocios en fase de desarrollo (Omega-3 e Inmobiliario).

Para el resto de servicios ofrecidos por IFFE estimamos unos ingresos en línea a los obtenidos en 2019 (Formación presencial y Consultoría; EUR 0,6Mn y EUR 0,8Mn, respectivamente), que, junto al nivel de ingresos estimado para el negocio de formación online (EUR 0,6Mn), permitirán situar la cifra total de ingresos en c. EUR 2,0Mn en 2020e (+45% vs 2019). Para 2021e y 2022e, nuestras proyecciones contemplan que este crecimiento se moderará hasta tasas de un dígito medio (+5,8% TACC 2020e-2022e) impulsando los ingresos hasta EUR 2,3Mn en 2022e.

Gráfico 17. EBITDA Rec. y Mg. EBITDA Rec.



- **Manteniendo niveles de EBITDA por encima del break even durante todo el período estimado...** Los costes de personal y los otros costes de explotación (con un alto componente de costes fijos) mantienen un peso muy elevado sobre los costes totales de la compañía (c. 70% en 2019).

Una fortaleza evidente de los negocios tradicionales de IFFE es su elevado apalancamiento operativo, que le permitirá crear importantes economías de escala apalancando la implantación de su negocio de formación online (c. EUR 0,6Mn en 2020e) sobre la estructura de costes actual: lo que debiera permitirle consolidar niveles de EBITDA de c. EUR 0,5Mn (EUR 0,7Mn en términos de EBITDA Recurrente) durante el período estimado (Mg. EBITDA: c. 20%; Gráfico 17).

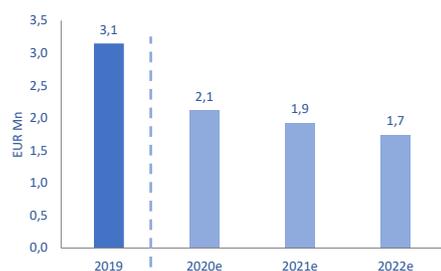
Gráfico 18. Cash flow operativo y FCF Rec.



- **... que permitirá sufragar los costes de “esperar” al proyecto Omega-3:** la consolidación de niveles de EBITDA Recurrente > EUR 0,5Mn desde 2020e y unas necesidades de inversión muy reducidas (CAPEX < EUR 0,1Mn) permitirá sufragar los costes de la “búsqueda” de financiación de los negocios en fase de inversión durante los próximos años (c. EUR 0,2Mn; correspondientes principalmente a gastos de personal) con la generación de un FCF Rec. de, al menos, EUR 0,3Mn/año (Gráfico 18).

- **Con un endeudamiento vinculado esencialmente al crecimiento inorgánico.** IFFE mantenía a cierre de 2019 una deuda neta de EUR 3,1Mn compuesta principalmente por el importe pendiente de pago por la adquisición del negocio inmobiliario en 2015 (c. EUR 2,3Mn) y otros pasivos financieros (EUR 0,9Mn). Del importe pendiente de pago por la adquisición del negocio inmobiliario EUR 1,7Mn vencían en 2020 y presionaban tanto la estructura de capital de la compañía como la captación de fondos para el proyecto de Omega-3.

Gráfico 19. Deuda Neta (2019-2022e)



A fecha de este informe la deuda vinculada al negocio inmobiliario ya ha sido refinanciada (julio 2020), por un importe total de c. EUR 2Mn, modificando: (i) su vencimiento, condicionándolo a la fecha en la que los suelos en desarrollo adquieran la calificación de solar y (ii) sus condiciones de devolución, existiendo la opción de pagar en suelo. A nuestro juicio, la reestructuración de la deuda da a IFFE el “oxígeno” necesario para mantener un balance “libre” de obligaciones de pago significativas en el corto plazo, lo que permitirá así centrar la atención al 100% en la financiación del proyecto Omega-3.

Nota: La Deuda Neta 2020e incluye el cobro en efectivo de EUR 0,9Mn por la transacción realizada en enero 2020 por la que IFFE entrega EUR 2,0Mn en acciones más los terrenos sobre los que se asienta la fábrica de omega-3 (book value EUR 0,2Mn) a cambio del 50% de IFFE Biotech (EUR 1,3Mn) y EUR 0,9Mn en efectivo.

Nota 2: La Deuda Neta de nuestras proyecciones no considera el importe necesario para financiar el proyecto de Omega-3 (dado que no se ha cerrado a fecha de este informe). Para más información, ver parte 2 del Análisis Financiero.

¿Y el negocio inmobiliario? Sin contribución al resultado (al menos en el corto plazo)

En la actualidad, IFFE cuenta con la opción de compra de distintos suelos en desarrollo en el municipio de Oleiros (un total de 220.000 m2 de los cuales están opcionados más del 70%). Y la propiedad de una pequeña promotora en EEUU (McAllen, frontera de EEUU con México) titular de una finca residencial de 21.529 m2 en la que está permitida la construcción de viviendas unifamiliares (adquirida en enero 2020 por EUR 1,1Mn).

Los planes parciales iniciales de los suelos en desarrollo en el municipio de Oleiros (SUD-6 y SUD-21) fueron aprobados en abril de 2018, por lo que la tramitación pendiente pasaría por la aprobación del Plan Parcial Definitivo (que la compañía espera para el 2S20 o 1S21). Es decir, se encontraría al menos a 18-24m de empezar su desarrollo (por lo que no ha sido incluido en nuestras proyecciones financieras).

Omega-3: Un proyecto “puro” que permite aspirar a un “salto” en tamaño significativo...

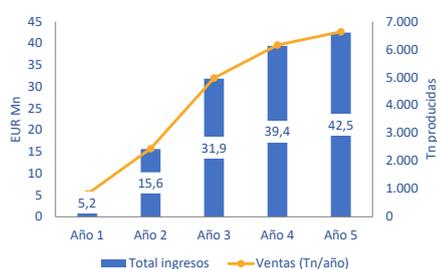
IFFE se encuentra finalizando el desarrollo de la FASE 1 de su proyecto IFFE Biotech, para el que cuenta con un grado de obra avanzado (> 80%). Una vez completada su construcción, IFFE contará con la capacidad de procesar más de 10.000Tn/año de materia prima (máx. hidráulico de 13.000 Tn/año en 330 días) y alcanzar una producción (tras el proceso de Refinado, Blanqueado y Desodorizado; “RBD”) de, al menos, c. 10.000Tn/año de omega-3 en formato triglicérido (RBD 30%, 18% EPA + 12% DHA): el más utilizado para atender la demanda de consumo humano.

Dado que no contamos con la visibilidad suficiente para encajar la captación de fondos necesaria (c. EUR 5Mn) en un momento determinado del tiempo, condición *sine qua non* para completar el desarrollo de la planta de omega-3, hemos optado por analizar los “números” del proyecto de manera general, tomando como punto de partida (Año 1) el momento inmediatamente posterior a la entrada de la financiación, hito que debiera permitir a IFFE poner la planta en producción en un periodo estimado de ocho meses a partir de ese momento (seis para el fin de obra y dos de ensayos y pruebas).

El proyecto de Omega-3 plantea tres cuestiones esenciales: ¿Qué podemos esperar hoy del proyecto? ¿Cuál sería su equity value “teórico” en nuestro escenario central? ¿Qué ocurriría ante variaciones de precios y “velocidad” de puesta en funcionamiento?

A nuestro juicio, la finalización de la planta de omega-3 sería un punto de inflexión absoluto para IFFE, ya que debiera permitirle aspirar a:

Gráfico 20. Ingresos estimados para el proyecto de Omega-3

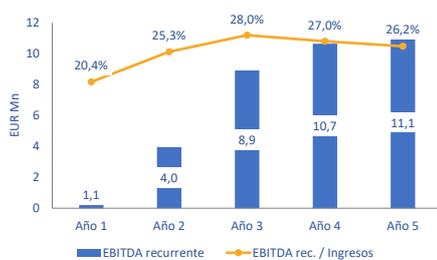


Nota: Dado que desde el momento en que se produzca la captación de fondos (punto de partida del Año 1) la planta necesita de, al menos, ocho meses para su puesta en funcionamiento, el “Año 1” considera una producción de omega-3 RBD 30% de tan sólo cuatro meses.

- **Un “salto” de escala significativo (¿llegar a facturar > EUR 40Mn?)...** Nuestro escenario central considera que la planta de omega-3 de IFFE alcanzará un nivel de actividad de procesamiento de materia prima cercano al 60% (sobre una capacidad máxima “teórica” del 85%) en un periodo de cinco años. Lo que le permitirá generar una producción de c. 6.000Tn/año de omega-3 (RBD 30%, 18% EPA + 12% DHA; c. 5% de la cuota de mercado global en Tn). Y que, con un precio medio de venta de c. EUR 6,4/Kg, que se situaría en el rango bajo de precios para la industria de alimentación funcional, de los suplementos nutricionales y farmacéutica, que, en función de la calidad del producto, podría oscilar entre EUR 6-12/kg para un omega-3 con un mínimo garantizado de DHA/EPA del 30%, permitiría situar la facturación total de IFFE alrededor de los EUR 40Mn (Gráfico 20).

Un enorme salto de escala en un subsector “sobre el papel” muy pujante (en pleno crecimiento: alimentación saludable) que explica el atractivo del proyecto para el mercado.

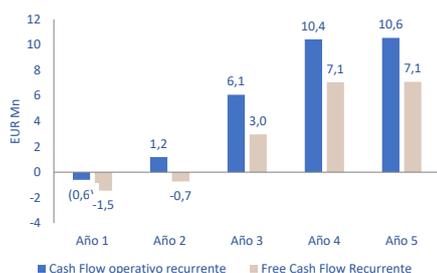
Gráfico 21. EBITDA vs Mg. EBITDA del proyecto Omega-3



- **... que debiera permitirle generar niveles de EBITDA > EUR 10Mn (en el m/p).** La principal materia prima de la FASE 1 del proyecto es el aceite de pescado pre-refinado winterizado inertizado (grado humano), con un coste previsto para 2021 de c. EUR 2,8/Kg (para aceites con un rendimiento similar al requerido por IFFE). Y depende, en gran medida, de la disponibilidad de recursos pesqueros (principalmente de Sudamérica).

Según Grandview Research, durante los próximos años los precios de la materia prima continuarán presionados por la demanda creciente de la industria del omega-3. Según GOED los precios han evolucionado en los últimos años aproximadamente desde EUR 2,4/kg en 2018 a EUR 2,5/kg en 2019. Y para 2020 se espera c. EUR 2.6/kg, por lo que hemos incluido una subida de precios de c. 2%/año en nuestras estimaciones, que implicará una pérdida de c. 4p.p. a nivel de margen bruto.

Gráfico 22. Cash Flow operativo y FCF Rec. del proyecto Omega-3



Esperamos que la planta pueda operar con un coste total (coste de ventas + personal + otros costes de explotación) de EUR 5,1/kg procesado en su primer año, reduciéndose hasta EUR 4,7/Kg cuando la planta se encuentre al 60% de su capacidad productiva (Año 5). Lo que permitirá impulsar el EBITDA a niveles > EUR 10Mn (Mg. EBITDA 26,2% vs 20% inicial).

- **Y aspirar a una importante generación de caja (c. EUR 7Mn; c. 60% s/EBITDA),** pese a que durante los dos primeros años de actividad el FCF del proyecto estará presionado por la gestión del capital circulante (con un gap medio entre los periodos de cobro y pago de c. 80 días).

Nota: El FCF Rec. del Año 1 no considera el CAPEX necesario para: (i) la puesta en marcha del proyecto (EUR 5Mn para el fin de obra) y (ii) la recompra de los terrenos (un máximo de EUR 2Mn), ya que estos importes los hemos considerados como deuda en el cálculo del valor del equity teórico del proyecto.

No obstante, alcanzar tasas de utilización de la planta superiores al 55%, junto a un CAPEX/Vtas controlado en niveles de c.3%, deberian permitir impulsar el FCF Rec. hasta c. EUR 7Mn a partir del cuarto año desde su puesta en funcionamiento.

Gráfico 23. Deuda Neta vs FCF del proyecto Omega-3



Nota: Incluimos una deuda inicial del proyecto de EUR 7Mn para reflejar: (i) la financiación necesaria para el fin de obra (c. EUR 5Mn) y (ii) un máximo de c. EUR 2Mn para la recompra de los terrenos industriales sobre los que se asienta la planta industrial

...aunque la captación de fondos sigue siendo la “gran incógnita”

El proyecto IFFE Biotech ha invertido más de EUR 18Mn desde el comienzo de su desarrollo (2009; fue adquirido por IFFE en 2016), pero continúa en “stand by” por la falta de capital. La reducida masa crítica de los negocios tradicionales de IFFE impide autofinanciar el importe para finalizar la obra pendiente. La captación de fondos se convierte en una condición *sine qua non* para que IFFE pueda iniciar su actividad industrial como fabricante de omega-3. Estamos ante un proyecto “puro” (que “arrancará” en 12m en el mejor de los casos) y la captación de fondos condiciona totalmente el futuro de la compañía en términos de actividad, rentabilidad y tamaño.

El objetivo de IFFE es cerrar la financiación de la planta durante el 2S 2020, con preferencia sobre: (i) deuda ordinaria con entidades financieras (o fondos de inversión), (ii) vencimiento a siete años, (iii) al menos un año de carencia (aunque idealmente dos) y (iii) un coste de c. 2,5%.

El elevado grado de avance con el que cuenta la planta (> 80%) se convierte en una de sus principales ventajas, reduciendo la inversión total requerida a EUR 7Mn (EUR 5Mn para completar la obra de la planta y un máximo de EUR 2Mn para adquirir los terrenos industriales sobre los que se asienta; vs c. EUR 25Mn para una planta de las mismas características).

Una vez en funcionamiento, alcanzar un grado de utilización de c.45% sobre su capacidad de procesado debería permitirle generar un FCF de c. EUR 3Mn (c. 35% s/EBITDA; Año 3, Gráfico 23). Y pone de manifiesto: (i) la importancia de obtener al menos un año de carencia y (ii) que una deuda de c. EUR 7Mn no sería un problema para el proyecto si éste alcanza tasas de utilización de su capacidad de, al menos, el 45% (a partir del Año 3 en nuestro escenario central).

Tabla 5. Proyecto Omega-3. Principales métricas (escenario central Lighthouse)

Balance (EUR Mn)	Año 0	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
Inmovilizado inmaterial	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Inmovilizado material	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8
Otros activos no corrientes	-	-	-	-	-	-
Inmovilizado financiero	-	-	-	-	-	-
Fondo de comercio y otros intangibles	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Activo circulante	-	1,7	5,0	9,6	10,4	11,2
Total activo	10,0	11,7	15,0	19,6	20,4	21,2
Patrimonio neto	3,0	3,2	5,3	11,1	18,3	26,0
Minoritarios	-	-	-	-	-	-
Provisiones y otros pasivos a LP	-	-	-	-	-	-
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-
Deuda financiera neta	7,0	8,5	9,2	6,2	(0,9)	(7,9)
Pasivo circulante	-	-	0,6	2,3	2,9	3,1
Total pasivo	10,0	11,7	15,0	19,6	20,4	21,2
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	Año 0	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
Total Ingresos		5,2	15,6	31,9	39,4	42,5
<i>Cto.Total Ingresos</i>		<i>n.a.</i>	<i>200,0%</i>	<i>103,8%</i>	<i>23,8%</i>	<i>7,7%</i>
Coste de ventas		(2,8)	(8,6)	(17,9)	(22,6)	(24,8)
Margen Bruto		2,4	7,0	13,9	16,8	17,6
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>		<i>45,8%</i>	<i>44,7%</i>	<i>43,7%</i>	<i>42,6%</i>	<i>41,5%</i>
Gastos de personal		(0,5)	(1,0)	(1,1)	(1,3)	(1,4)
Otros costes de explotación		(0,8)	(2,0)	(3,9)	(4,8)	(5,1)
EBITDA recurrente		1,1	4,0	8,9	10,7	11,1
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>		<i>n.a.</i>	<i>271,5%</i>	<i>125,5%</i>	<i>19,4%</i>	<i>4,5%</i>
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>		<i>20,4%</i>	<i>25,3%</i>	<i>28,0%</i>	<i>27,0%</i>	<i>26,2%</i>
Depreciación y provisiones		(0,4)	(0,8)	(0,8)	(0,8)	(0,8)
Gastos capitalizados		-	-	-	-	-
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)		-	-	-	-	-
EBIT		0,7	3,2	8,1	9,9	10,3
<i>Cto.EBIT</i>		<i>n.a.</i>	<i>366,3%</i>	<i>157,3%</i>	<i>21,3%</i>	<i>4,9%</i>
<i>EBIT / Ingresos</i>		<i>13,0%</i>	<i>20,2%</i>	<i>25,5%</i>	<i>25,0%</i>	<i>24,3%</i>
Impacto fondo de comercio y otros		-	-	-	-	-
Resultado financiero neto		(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,1)	(0,1)
Resultados por puesta en equivalencia		-	-	-	-	-
Beneficio ordinario		0,3	2,7	7,7	9,7	10,2
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>		<i>n.a.</i>	<i>834,1%</i>	<i>184,9%</i>	<i>25,6%</i>	<i>5,3%</i>
Extraordinarios		-	-	-	-	-
Beneficio antes de impuestos		0,3	2,7	7,7	9,7	10,2
Impuestos		(0,1)	(0,7)	(1,9)	(2,4)	(2,6)
<i>Tasa fiscal efectiva</i>		<i>25,0%</i>	<i>25,0%</i>	<i>25,0%</i>	<i>25,0%</i>	<i>25,0%</i>
Minoritarios		-	-	-	-	-
Actividades discontinuadas		-	-	-	-	-
Beneficio neto		0,2	2,0	5,8	7,3	7,7
<i>Cto.Beneficio neto</i>		<i>n.a.</i>	<i>834,1%</i>	<i>184,9%</i>	<i>25,6%</i>	<i>5,3%</i>
Cash Flow (EUR Mn)	Año 0	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
EBITDA recurrente		1,1	4,0	8,9	10,7	11,1
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)		(1,7)	(2,8)	(2,8)	(0,2)	(0,6)
Var.capital circulante		-	-	-	-	-
Cash Flow operativo recurrente		(0,6)	1,2	6,1	10,4	10,6
CAPEX		(0,4)	(0,8)	(0,8)	(0,8)	(0,8)
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow		(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,1)	(0,1)
Impuestos		(0,1)	(0,7)	(1,9)	(2,4)	(2,6)
Free Cash Flow Recurrente		(1,5)	(0,7)	3,0	7,1	7,1
Gastos de reestructuración y otros no rec.		-	-	-	-	-
- Adquisiciones / + Desinversiones		-	-	-	-	-
Extraordinarios con impacto en Cash Flow		-	-	-	-	-
Free Cash Flow		(1,5)	(0,7)	3,0	7,1	7,1
Ampliaciones de capital		-	-	-	-	-
Dividendos		-	-	-	-	-
Variación de Deuda financiera neta		(1,5)	(0,7)	3,0	7,1	7,1

Tabla 6. Proyecto Omega-3. FCF to the Firm (escenario central Lighthouse)

Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
EBIT	0,7	3,2	8,1	9,9	10,3
* Tasa fiscal teórica	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,2)	(0,8)	(2,0)	(2,5)	(2,6)
EBITDA recurrente	1,1	4,0	8,9	10,7	11,1
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-
+/- Var. Capital circulante	(1,7)	(2,8)	(2,8)	(0,2)	(0,6)
= Cash Flow operativo recurrente	(0,6)	1,2	6,1	10,4	10,6
- CAPEX	(0,4)	(0,8)	(0,8)	(0,8)	(0,8)
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,2)	(0,8)	(2,0)	(2,5)	(2,6)
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	(1,2)	(0,4)	3,3	7,2	7,2

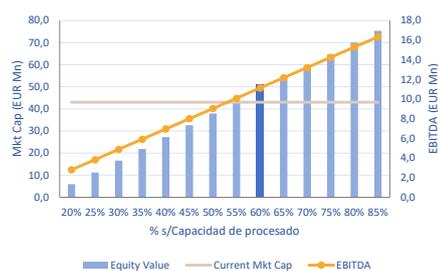
Tabla 7. Proyecto Omega-3. Principales hipótesis (escenario central Lighthouse)

	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
Hipótesis de Ingresos					
Meses de actividad	4,0	12,0	12,0	12,0	12,0
Ventas (Tn/año)	814,0	2.442,0	4.977,5	6.160,0	6.633,0
Precio de venta (EUR/Kg)	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4
Ingresos del proyecto Omega-3 (EUR Mn)	5,2	15,6	31,9	39,4	42,5
Hipótesis Coste de Ventas					
Refino	85%	85%	85%	85%	85%
Materia Prima (Tn/año)	957,6	2.872,9	5.855,9	7.247,1	7.803,5
% s/Capacidad total	7,4%	22,1%	45,0%	55,7%	60,0%
Coste (EUR/Kg)	2,8	2,9	2,9	3,0	3,0
Compra de materia prima (EUR Mn)	2,7	8,2	17,1	21,6	23,7
Otros aprovisionamientos (EUR Mn)	0,1	0,4	0,8	1,1	1,1
% incremento coste unitario	n.a.	2%	2%	2%	2%
% otros s/materia prima	5,2%	5,1%	5,0%	4,9%	4,8%
Aprovisionamientos s/Vtas	54,2%	55,3%	56,3%	57,4%	58,5%
Hipótesis Gastos de Personal					
Plantilla media	24,0	27,0	29,0	36,0	36,0
Coste empresa medio	37,7	37,7	37,7	37,2	38,2
Gastos de personal	0,5	1,0	1,1	1,3	1,4
Hipótesis Otros Costes de Explotación					
% s/Vtas	-15,2%	-12,9%	-12,3%	-12,2%	-12,1%
Otros costes de explotación	(0,8)	(2,0)	(3,9)	(4,8)	(5,1)
Hipótesis de Cash Flow					
CAPEX (EUR Mn)	(0,4)	(0,8)	(0,8)	(0,8)	(0,8)
CAPEX/Vtas	7,4%	5,1%	2,5%	2,0%	1,9%
Días de cobro	90,0	90,0	76,5	65,0	65,0
Días de pago	0,0	15,0	30,0	30,0	30,0
Días de existencias	15,0	15,0	30,0	30,0	30,0

¿Qué ocurriría si...? Escenarios razonables/teóricos de crecimiento y valor del proyecto Omega-3 de IFFE

Dado que la incertidumbre sobre el momento de la captación de fondos (auténtico punto de inflexión para la compañía), y la “velocidad” de la puesta en funcionamiento del proyecto Omega-3, es hoy máxima, la pregunta a resolver ahora es cuál sería la situación “esperable” de las cifras del Año 5 (momento en que consideramos que el proyecto debería alcanzar una “madurez” razonable) ante distintos escenarios sobre las principales hipótesis utilizadas en nuestro modelo: (i) % de utilización (s/Capacidad de procesamiento), (ii) Precio de venta y (iii) Precio de compra de materia prima.

Gráfico 24. Valor “teórico” del Equity del proyecto vs tasas de utilización (Año 5)



Nota: Valor del Equity = VAN “estrictamente teórico” del proyecto a fecha de este informe (Año 1 = 2022; a sabiendas de que la fecha de puesta en marcha es incierta) menos su deuda teórica (EUR 7Mn). Para más detalle, ver pag. 21.

Tabla 8. ¿Qué ocurriría si? Principales métricas ante distintos escenarios de producción y precios (de venta y compra de materia prima)

Escenarios (principales hipótesis)	Muy negativo	Negativo	Central	Positivo
% Utilización (s/Capacidad procesado)	50,0%	55,0%	60,0%	65,0%
Precio venta (EUR/Kg)	5,8	6,1	6,4	6,7
Precio compra (EUR/Kg)	3,3	3,2	3,0	2,9
Cash Flow Recurrente				
Ingresos	31,9	37,0	42,5	48,3
EBITDA recurrente	3,9	7,2	11,1	15,5
EBITDA rec. / Ingresos	12,2%	19,6%	26,2%	32,2%
Var. Capital circulante	(0,4)	(0,5)	(0,6)	(0,7)
Cash Flow operativo recurrente				
Capex	(0,8)	(0,8)	(0,8)	(0,8)
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow	(0,4)	(0,1)	(0,1)	(0,1)
Impuestos	(0,7)	(1,6)	(2,6)	(3,7)
Free Cash Flow Recurrente	1,6	4,3	7,1	10,3
FCF Rec. Var. vs escenario central	-77,1%	-39,9%	0,0%	45,3%
Valor del Equity				
WACC	8,5%	9,8%	10,3%	10,6%
G "Razonable"	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Valor residual*	31,7	60,9	95,1	133,8
Valor del EV (a fecha de este informe)	20,8	40,7	64,0	90,5
Valor "teórico" del Equity del proyecto**	12,2	30,2	51,2	75,0

Nota: El WACC es más bajo en el escenario “muy negativo” y más elevado en el “positivo” como resultado de las oscilaciones del valor del equity en cada uno de los escenarios (y de su ponderación en el cálculo del WACC).

Nota*: Valor residual correspondiente al FCF “to the Firm” generado en el Año 5 más el valor perpetuo calculado sobre el Free Cash Flow “to the Firm” Recurrente del Año 5, empleando una tasa fiscal efectiva del 25%.

Nota**: Valor teórico del Equity = VAN “estrictamente teórico” del proyecto a fecha de este informe (tomando como hipótesis que el Año 1 = 2022) menos su deuda (EUR 7Mn).

Con tasas de utilización del 50% (vs 60% de nuestro escenario central) y niveles de precios estresados (-10% s/ precio de venta y +10% s/coste de la materia prima; Escenario “Muy negativo”) estimamos un EBITDA aún positivo (EUR 3,9Mn; -65% s/escenario central). Y quizás lo más interesante sea que incluso en este escenario la compañía sería capaz de mantener una generación de caja positiva (c. EUR 1,6Mn/año). Lo que debiera permitirle afrontar sin dificultades el coste de la financiación necesaria para poner en funcionamiento la planta (EUR 5Mn; EUR 7Mn si consideramos en el importe a financiar el valor de los terrenos). Tasas de utilización del 65% (aun lejanas del máximo “teórico” del 85%; 11.050Tn) y niveles de precios favorables (+5% s/precio de venta y -5% s/coste de la materia prima) permitirían empujar el EBITDA > EUR 15Mn, y la generación de caja a c. EUR 10Mn.

En conclusión: Potencial e incertidumbre (ambas cosas en grandes cantidades...). La idea básica es la de un proyecto de gran tamaño (tasas de utilización del 60% implicarían una cuota de c. 5% del mercado). Y que apunta a un importante, pero “teórico”, salto de escala (¿llegar a facturar >EUR 40Mn?; ¿FCF Rec. > EUR 7Mn?) en un subsector que, “de saque”, es muy atractivo (la alimentación saludable). *Grosso modo* la “start-up” (el proyecto Omega-3 puede definirse así) explicaría “hoy” c. 100% del Market Cap de IFFE (valor “teórico” del Equity del proyecto en nuestro escenario central: EUR 51Mn vs Mkt Cap EUR 42,5Mn).

Pero también hay que poner sobre la mesa que estamos ante un “proyecto” en el sentido más estricto del término (lejos aún de empezar a generar FCF), y que se enfrenta a tres grandes incógnitas de cara a capturar todo el potencial de crecimiento que hay “sobre el papel”: (i) la captación de la financiación necesaria para finalizar la construcción de la planta (IFFE espera conseguirla en 2020), (ii) la puesta en marcha de la planta; y (iii) el reto comercial de vender un 5% del tamaño actual del mercado: en un sector en el que la compañía carece de experiencia previa.

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF (negocios tradicionales)⁽¹⁾

	2020e	2021e	2022e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	1,3	0,4	0,4	5,6			
Market Cap	42,5	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	3,1	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2019)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	3,0%	Coste de la deuda neta			2,5%	3,0%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	2,4%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			2,0%	2,4%	
Risk free rate (rf)	0,4%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	9,0%	R (estimación propia)			8,5%	9,5%	
Beta (B)	1,1	B (Thomson Reuters y Lighthouse)			1,0	1,2	
Coste del Equity	10,3%	Ke = Rf + (R * B)			8,9%	11,8%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	93,1%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	6,9%	D			=	=	
WACC	9,8%	WACC = Kd * D + Ke * E			8,4%	11,2%	
G "Razonable"	1,5%				2,0%	1,0%	

- (1) Perpetuo calculado sobre Free Cash Flow "to the Firm" recurrente del último año estimado, empleando la tasa fiscal efectiva normalizada (T) indicada en el cuadro superior. Se incluye el detalle de FCF "Tot he Firm" estimado y coste de capital exclusivamente para los negocios tradicionales (únicos negocios con capacidad de generación de FCF a día de hoy). El perpetuo no incluye el desarrollo del proyecto Omega-3 (ver análisis financiero).
- (2) IFFE cuenta con activos no estratégicos (participaciones minoritarias; book value EUR 1,9Mn).

Inputs de valoración por múltiplos (negocio Omega-3)⁽³⁾

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
Austevoll Seafood	AUSS.OL	1.513,3	13,9	26,0%	8,3	21,4%	1,4	5,2%	16,6%	4,8%	66,0%	
Amarín	AMRN.O	2.304,2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3,2	3,1%	n.a.	1,4%	272,4%	
Croda International	CRDA.L	7.641,2	30,4	8,7%	18,7	7,0%	5,5	4,6%	29,5%	3,2%	5,8%	
Koninklijke DSM	DSMN.AS	22.650,3	27,7	13,5%	14,6	8,6%	2,7	6,2%	18,6%	3,2%	8,7%	
BASF	BASF.DE	45.694,0	21,4	32,5%	9,5	15,1%	1,2	5,3%	12,3%	7,3%	-21,0%	
Grandes holdings con presencia en Omega-3			23,3	20,2%	12,8	13,0%	2,8	4,9%	19,2%	4,0%	66,4%	
Biosearch	BIOS.MC	58,0	50,5	73,2%	17,4	34,2%	2,2	10,9%	12,4%	3,8%	4,4%	

- (3) Los comparables directos de IFFE Biotech son compañías no cotizadas como: (i) EPAX (100% propiedad del Grupo Pelagia; joint venture entre Austevoll Seafood y Kvfi) y (ii) GC Rieber Oils. Como principal comparable cotizado encontramos a Biosearch Life (lípidos; c. 43% s/ingresos totales). Además, a efectos comparativos incluimos grandes holdings con presencia en omega-3 (aunque sin ser esta actividad su negocio principal).

Ejercicio de valoración, estrictamente teórico, del proyecto de Omega-3 (en base a hipótesis de nuestro escenario central: ver pág 18-19)

EUR Mn	Año 1 ⁽⁴⁾	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Residual
Free Cash Flow "To the Firm"	-1,2	-0,4	3,3	7,2	7,2	87,9
Fecha primer flujo ⁽⁵⁾	30-jun.-22					
Fecha valoración	8-jul.-20					
Deuda financiera neta	7,0					
Coste de la deuda	5,0%					
Tasa fiscal (T)	25,0%					
Risk free rate (rf)	0,4%					
Equity risk premium	9,0%					
Beta (B)	1,2					
Equity / (Equity + Deuda Neta)	88,0%					
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	12,0%					
WACC	10,3%					
G "Razonable"	2,0%					
VAN del EV	64,0					
VAN a fecha de este informe (EV)	58,2					
Ajustes						
= Valor a fecha de este informe (EV)	58,2					
- Deuda del proyecto	7,0					
= Valor teórico Equity del proyecto	51,2					

- (4) Nota: El FCF "to the Firm" del Año 1 no considera el CAPEX necesario para: (i) la puesta en marcha del proyecto (EUR 5Mn para el fin de obra) y (ii) la recompra de los terrenos (un máximo de EUR 2Mn), ya que estos importes son considerados como deuda en el cálculo del valor actual del proyecto.
- (5) A fecha de este informe, el proyecto de Omega-3 carece de fecha de inicio (al no estar cerrada su financiación). A los efectos de presentar una valoración teórica del proyecto se ha tomado como Año 1 = 2022 (a sabiendas de que la fecha de puesta en marcha es incierta).

¿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. Finalización del proyecto de Omega-3,** sobre el que reside la mayor parte del valor de la compañía. En la actualidad, aunque la instalación productiva cuenta con un grado de ejecución de obra avanzado (c. 80%; EUR 18Mn ya invertidos), aún se encuentra en fase de inversión. Por ello, el éxito del proyecto pivota, esencialmente, sobre la captación del capital necesario para completar la planta (EUR 5Mn). En un entorno macro que, obviamente, dificulta el acceso a financiación y que podría implicar una “vuelta a la casilla de salida”: en su origen, el proyecto de Omega-3 nace en el peor momento para ser financiado (2009), siendo arrastrado por la crisis hasta entrar en liquidación en 2014. Hoy, más de diez años después, el principal cuello de botella del proyecto sigue siendo su financiación (que dependiendo de su componente de equity tendría también impacto en el precio de la acción vía dilución).
- 2. Ejecución del proyecto e inicio de actividad de la planta de Omega-3:** Tras la captación de la financiación, nuestro escenario central contempla que IFFE debiera iniciar su actividad en un período de ocho meses (seis para el fin de obra más dos de ensayos y pruebas). Identificamos los siguientes riesgos que podrían dilatar el inicio de su actividad: (i) velocidad de ejecución de la obra pendiente, (ii) incremento de las necesidades de inversión ante posibles desviaciones en el presupuesto, (iii) retraso en la obtención de las licencias y autorizaciones administrativas necesarias para el ejercicio de su actividad industrial, y (iv) capacidad de desarrollar un producto que cumpla con los estándares de calidad que permitan iniciar la comercialización en el rango de precios esperado (dependiendo de su calidad, los precios del omega-3 pueden oscilar desde los 6 hasta los 12 Euros/Kg).
- 3. Propiedad de los terrenos industriales.** En enero 2020 IFFE traspasó la titularidad de los terrenos donde se asienta su planta de omega-3 a Euroussa Capital, S.L. (que mantiene una participación en el capital de IFFE, no sólo por esta operación, < 10%). IFFE conserva la opción de compra de los terrenos durante un período de tres años (hasta el 15 de enero de 2023).
- 4. Evolución del precio de sus principales aprovisionamientos:** que dependerán, esencialmente, de la disponibilidad del aceite omega-3 procedente de recursos pesqueros. La escasez de su suministro (que, además, es irregular a lo largo del año) y/o el menor rendimiento en su procesado, podría producir incrementos en su coste (ante un incremento de la demanda). Aunque la industria es capaz de traspasar las variaciones de los precios del aceite omega-3, este proceso puede provocar caídas temporales en el margen estimado.
- 5. Cambios en las preferencias de los consumidores:** La mayor concienciación hacia una producción y consumo más sostenibles puede acelerar el giro de la industria hacia aceites omega-3 procedentes de algas o fuentes vegetales. Esta tendencia puede provocar perturbaciones en la demanda (y precios) del omega-3 procedente del aceite de pescado.
- 6. Entorno competitivo:** Los negocios de elevados márgenes y demanda creciente, como es el caso del omega-3 EPA/DHA (Margen EBITDA Recurrente c. 30%) atraen necesariamente a nuevos participantes al mercado, incrementando la oferta, y el riesgo comercial de pérdida de clientes y cuota. También con impactos posibles en márgenes por guerras de precios para retener clientes, y presión al alza en el precio de la materia prima.
- 7. Ampliaciones de capital y dilución a largo plazo:** Dado el tamaño/sector/momento de negocio de IFFE, el acceso a nuevo capital para crecer pasaría, muy probablemente, por incrementos adicionales del equity (y dilución). Escalar la planta actual (refinería de aceite) para producir un producto con altos concentrados de omega-3 (que permitirán elevar significativamente los márgenes de IFFE y su mercado objetivo), supondrá una inversión adicional de c. EUR 12Mn, por lo que no es descartable que la compañía pueda recurrir a los mercados de capitales para captar el capital necesario. Lo que supone un riesgo de dilución relevante a largo plazo.

8. **Evolución de sus negocios tradicionales.** Aunque el equity story de IFFE es (en sí mismo y casi únicamente) el proyecto de Omega-3, su cuenta de resultados aún se sostiene exclusivamente sobre la generación de caja de sus negocios tradicionales (formación y consultoría).

El amplio portfolio de actividades desarrolladas por IFFE es, en sí mismo, un riesgo: la ausencia de recursos de gestión suficientes para atender todas las actividades desarrolladas por la compañía podría dificultar su correcta asignación entre los negocios consolidados (generadores de caja) y en desarrollo (Omega-3 y Desarrollo Inmobiliario). Lo que podría derivar en cuellos de botella que obstaculicen el desarrollo de su proyecto “clave”: Omega-3 (sobre el que reside la mayor parte del valor de la compañía). La dispersión de actividades puede derivar en un riesgo de “no concentración” de recursos/esfuerzos en el proyecto “clave”, dificultando su puesta en marcha.

9. **Riesgo de valoración de sus activos “históricos”:** La ampliación de capital no dineraria realizada en 2019, por la que se aportaron los activos de IFFE Futura a la cotizada Promorrent (hoy IFFE), generó un abultado fondo de comercio de primera consolidación por importe de EUR 32Mn (c. 70% del activo total). El resto de activos de la compañía incluyen: (i) otros intangibles (EUR 5,2Mn) y (ii) inversiones financieras en instrumentos de patrimonio (EUR 3,2Mn). Cualquier variación en la valoración de estos activos produciría un impacto significativo sobre los fondos propios de IFFE. Y comprometería su capacidad de obtener la financiación necesaria para el desarrollo del resto de sus proyectos.
10. **Desarrollo inmobiliario:** Los planes parciales iniciales fueron aprobados en abril de 2018, por lo que la tramitación pendiente pasaría por la aprobación del Plan Parcial Definitivo (que la compañía espera para el 2S20 o 1S21). De las tramitaciones pendientes de aprobación para la urbanización y construcción, podrían derivarse retrasos en su aprobación por parte de las Administraciones Públicas que podrían derivar en costes no previstos en nuestras estimaciones.

Un Consejo orientado al proyecto Omega-3. Y que debiera evolucionar con el mismo

Tabla 9. Consejo de Administración

Nombre	Categoría	Fecha	% Capital
David Carro Meana	CEO	mar-20	58,8%
Manuel Carneiro Caneda	Ejecutivo	mar-20	0,0%
Ricardo Blanco Domínguez	Ejecutivo	mar-20	0,0%
José Manuel Gredilla Bastos	Independiente	mar-20	0,0%
Total			58,8%

- Un proyecto de naturaleza “personalista”...** David Carro (fundador de IFFE en 2009) se mantiene como accionista de control (58,8% del capital) y lidera el equipo directivo con el cargo de Presidente del Consejo de Administración y Consejero Delegado. Lo que otorga a los órganos de gobierno una alta exposición al precio de la acción. Plena alineación de intereses con los minoritarios.
- ... con un portfolio de actividades muy abierto.** Pese a su pequeño tamaño, IFFE ha crecido con un componente claro de diversificación por “oportunidad”, asumiendo el “coste” de la gestión de negocios muy dispares. Lo que tiene impacto en el “governance” de la compañía al penalizar una correcta asignación de recursos (gestión), pudiendo generar cuellos de botella entre las distintas líneas de negocio en las que desarrolla su actividad: (i) Escuela de negocios y consultoría, (ii) Omega-3 y (iii) Desarrollo Inmobiliario.
- Consejo de Administración con elevado perfil financiero.** Un Consejo muy eficiente en tamaño y coste, compuesto por tan solo cuatro miembros, tres de ellos ejecutivos y uno independiente (auditor de cuentas). El Consejo se renovó completamente en marzo de 2020, aunque conservando un fuerte perfil financiero. El cargo de consejero está limitado por los estatutos a un plazo de seis años, sin limitación al número de mandatos.

Desde el punto de vista industrial, destaca la presencia de Ricardo Blanco (origen intelectual y ex gestor del proyecto Omega-3 adquirido por IFFE en 2016). Y gran conocedor del mismo, al ejercer los cargos de Presidente y Consejero Delegado de Nutra Omega desde 2009 hasta su liquidación en 2014.
- Estímulos al desempeño del Consejo:** La retribución máxima anual para el conjunto de los consejeros no podrá ser superior a EUR 38,3k para la asignación fija, y de EUR 2k por dietas de asistencia. El importe total de la retribución de los Administradores durante 2019 fue de EUR 27,8k brutos.
- El incentivo vía bonus es asignatura pendiente.** La estructura retributiva actual carece de sistemas de ahorro a largo plazo, ni plan de bonus o de stock options a el equipo directivo (como posible incentivo a la puesta en marcha del proyecto Omega-3).
- Transacciones con partes vinculadas:** David Carro otorgó en 2019 un préstamo de acciones de IFFE valorado en EUR 3,8Mn a fin de dotar la autocartera con la que posteriormente se ha realizado la adquisición de: (i) 50% pendiente de IFFE Biotech y (ii) la promotora Milimex en EEUU (ambas operaciones en enero 2020). A fecha de este informe la compañía ha capitalizado los pasivos que mantenía con partes vinculadas por un total de EUR 4,2Mn (2,1Mn de acciones nuevas de 2 euros de valor nominal).
- Sin remuneración al accionista.** Nuestras proyecciones contemplan la continuidad de la política de dividendos (Pay Out 0%), sin existir ningún compromiso del Grupo con el inicio del pago de dividendos. No obstante, IFFE ha manifestado su intención de pagar dividendos por lo que no es descartable la potencial distribución de dividendos una vez que alcance una rentabilidad razonable (factor vinculado al momento en que la planta de producción de omega-3 se encuentre en producción).

Anexo 1. Proyecciones financieras (negocios tradicionales); no incluye proyecto Omega-3⁽¹⁾

Balance (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e		
Inmovilizado inmaterial			1,0	1,2	5,4	5,4	5,4	5,4		
Inmovilizado material			1,1	1,8	1,8	3,0	3,1	3,1		
Otros activos no corrientes			0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3		
Inmovilizado financiero			4,4	3,5	3,4	3,4	3,4	3,4		
Fondo de comercio y otros intangibles			-	-	32,5	32,5	32,5	32,5		
Activo circulante			1,1	1,0	2,0	2,5	2,7	2,8		
Total activo			7,8	7,8	45,4	47,2	47,4	47,5		
Patrimonio neto			5,8	6,2	36,0	43,2	43,4	43,7		
Minoritarios			-	-	1,4	0,5	0,5	0,5		
Provisiones y otros pasivos a LP			0,0	0,0	3,8	0,0	0,0	0,0		
Otros pasivos no corrientes			-	-	-	-	-	-		
Deuda financiera neta			1,4	0,6	3,1	2,1	1,9	1,7		
Pasivo circulante			0,6	0,9	1,1	1,5	1,6	1,6		
Total pasivo			7,8	7,8	45,4	47,2	47,4	47,5		
									TACC	
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	17-19	19-22e
Total Ingresos			1,0	0,9	1,4	2,0	2,2	2,3	18,5%	17,3%
<i>Cto. Total Ingresos</i>			<i>n.a.</i>	<i>-8,1%</i>	<i>52,7%</i>	<i>44,0%</i>	<i>7,9%</i>	<i>3,8%</i>		
Coste de ventas			(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,3)	(0,3)		
Margen Bruto			0,9	0,8	1,2	1,8	1,9	2,0	17,1%	17,2%
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>			<i>90,4%</i>	<i>82,8%</i>	<i>88,3%</i>	<i>88,1%</i>	<i>88,1%</i>	<i>88,1%</i>		
Gastos de personal			(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,5)		
Otros costes de explotación			(0,3)	(0,2)	(0,5)	(0,7)	(0,7)	(0,7)		
EBITDA recurrente			0,1	0,0	0,3	0,6	0,7	0,7	35,3%	41,2%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>			<i>n.a.</i>	<i>-64,1%</i>	<i>410,3%</i>	<i>141,8%</i>	<i>12,6%</i>	<i>3,3%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>			<i>13,6%</i>	<i>5,3%</i>	<i>17,8%</i>	<i>29,8%</i>	<i>31,1%</i>	<i>31,0%</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.			(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
EBITDA			(0,0)	(0,1)	0,1	0,4	0,5	0,5	94,1%	90,1%
Depreciación y provisiones			(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
Gastos capitalizados			-	-	-	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)			-	-	-	-	-	-		
EBIT			(0,1)	(0,2)	0,0	0,4	0,4	0,4	55,9%	n.a.
<i>Cto. EBIT</i>			<i>n.a.</i>	<i>-130,9%</i>	<i>118,7%</i>	<i>n.a.</i>	<i>17,3%</i>	<i>3,1%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>			<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>2,0%</i>	<i>17,3%</i>	<i>18,8%</i>	<i>18,7%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros			-	-	0,3	-	-	-		
Resultado financiero neto			(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
Resultados por puesta en equivalencia			-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario			(0,1)	(0,2)	0,2	0,3	0,3	0,4	n.a.	13,7%
<i>Cto. Beneficio ordinario</i>			<i>n.a.</i>	<i>-146,9%</i>	<i>210,7%</i>	<i>7,6%</i>	<i>29,8%</i>	<i>5,3%</i>		
Extraordinarios			(0,1)	0,0	0,1	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos			(0,2)	(0,2)	0,4	0,3	0,3	0,4	n.a.	0,1%
Impuestos			0,0	0,0	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>			<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>2,6%</i>	<i>25,0%</i>	<i>25,0%</i>	<i>25,0%</i>		
Minoritarios			-	-	(0,0)	-	-	-		
Actividades discontinuadas			-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto			(0,1)	(0,1)	0,3	0,2	0,3	0,3	n.a.	-6,1%
<i>Cto. Beneficio neto</i>			<i>n.a.</i>	<i>-30,8%</i>	<i>324,8%</i>	<i>-39,4%</i>	<i>29,8%</i>	<i>5,3%</i>		
Beneficio ordinario neto			0,1	(0,0)	0,4	0,3	0,4	0,4	n.a.	3,0%
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>			<i>n.a.</i>	<i>-151,5%</i>	<i>965,5%</i>	<i>-13,1%</i>	<i>19,6%</i>	<i>5,2%</i>		
									TACC	
Cash Flow (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	17-19	19-22e
EBITDA recurrente						0,6	0,7	0,7	35,3%	41,2%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var. capital circulante						(0,1)	(0,0)	(0,0)		
Cash Flow operativo recurrente						0,5	0,7	0,7	-22,6%	45,9%
CAPEX						(0,0)	(0,1)	(0,1)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,1)	(0,1)	(0,1)		
Impuestos						(0,1)	(0,1)	(0,1)		
Free Cash Flow Recurrente						0,3	0,4	0,4	-39,6%	36,9%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						(0,2)	(0,2)	(0,2)		
- Adquisiciones / + Desinversiones						0,9	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						1,0	0,2	0,2	-69,4%	28,5%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						(1,0)	(0,2)	(0,2)		

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 (negocios tradicionales); no incluye proyecto Omega-3⁽¹⁾ (2)

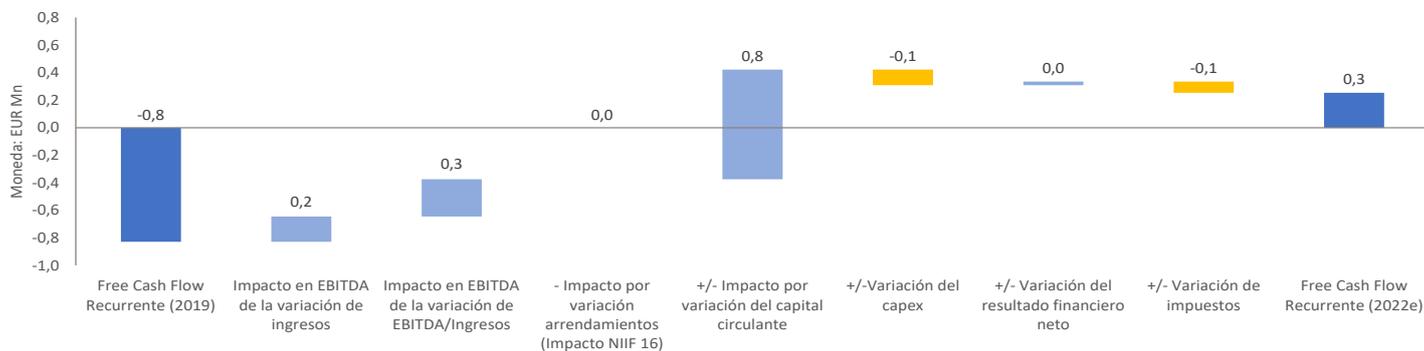
A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	TACC 19-22e
EBITDA recurrente			0,0	0,3	0,6	0,7	0,7	41,2%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>			-64,1%	410,3%	141,8%	12,6%	3,3%	
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>			5,3%	17,8%	29,8%	31,1%	31,0%	
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)			-	-	-	-	-	
+/- Var. Capital circulante			0,4	(0,8)	(0,1)	(0,0)	(0,0)	
= Cash Flow operativo recurrente			0,5	(0,6)	0,5	0,7	0,7	n.a.
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>			n.a.	n.a.	n.a.	34,7%	1,0%	
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>			51,9%	n.a.	23,8%	29,7%	28,9%	
- CAPEX			(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,1)	
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow			(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	
- Impuestos			0,0	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	
= Free Cash Flow recurrente			0,5	(0,7)	0,3	0,4	0,4	n.a.
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>			n.a.	n.a.	n.a.	20,7%	0,9%	
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>			49,4%	n.a.	15,8%	17,7%	17,2%	
- Gastos de reestructuración y otros			(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	
- Adquisiciones / + Desinversiones			-	0,7	0,9	-	-	
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow			-	(1,3)	-	-	-	
= Free Cash Flow			0,3	(1,5)	1,0	0,2	0,2	n.a.
<i>Cto. Free Cash Flow</i>			n.a.	n.a.	n.a.	-81,5%	-3,4%	
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>			1,1%	n.a.	0,8%	0,9%	0,9%	
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>			0,7%	n.a.	2,4%	0,4%	0,4%	
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)								
	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	
Free Cash Flow recurrente (Año -1)			(0,4)	0,5	(0,7)	0,3	0,4	
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos			(0,0)	0,0	0,1	0,0	0,0	
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos			(0,1)	0,2	0,2	0,0	(0,0)	
= Variación EBITDA recurrente			(0,1)	0,2	0,4	0,1	0,0	
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)			-	-	-	-	-	
+/- Impacto por variación del capital circulante			1,0	(1,3)	0,7	0,1	(0,0)	
= Variación del Cash Flow operativo recurrente			0,9	(1,1)	1,1	0,2	0,0	
+/- Variación del CAPEX			(0,0)	0,0	(0,0)	(0,1)	(0,0)	
+/- Variación del resultado financiero neto			(0,1)	(0,0)	0,0	0,0	0,0	
+/- Variación de impuestos			0,0	(0,1)	(0,1)	(0,0)	(0,0)	
= Variación del Free Cash Flow recurrente			0,8	(1,1)	1,0	0,1	0,0	
Free Cash Flow Recurrente			0,5	(0,7)	0,3	0,4	0,4	
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)								
	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	TACC 19-22e
EBIT			(0,2)	0,0	0,4	0,4	0,4	n.a.
* <i>Tasa fiscal teórica</i>			0,0%	2,6%	25,0%	25,0%	25,0%	
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)			-	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	
EBITDA recurrente			0,0	0,3	0,6	0,7	0,7	41,2%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)			-	-	-	-	-	
+/- Var. Capital circulante			0,4	(0,8)	(0,1)	(0,0)	(0,0)	
= Cash Flow operativo recurrente			0,5	(0,6)	0,5	0,7	0,7	n.a.
- CAPEX			(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,1)	
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)			-	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente			0,5	(0,6)	0,4	0,4	0,4	n.a.
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>			n.a.	n.a.	n.a.	13,7%	-0,2%	
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>			51,8%	n.a.	18,9%	20,0%	19,2%	
- Adquisiciones / + Desinversiones			-	0,7	0,9	-	-	
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow			-	(1,3)	-	-	-	
= Free Cash Flow "To the Firm"			0,5	(1,3)	1,3	0,4	0,4	n.a.
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>			n.a.	n.a.	n.a.	-65,9%	-0,2%	

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.

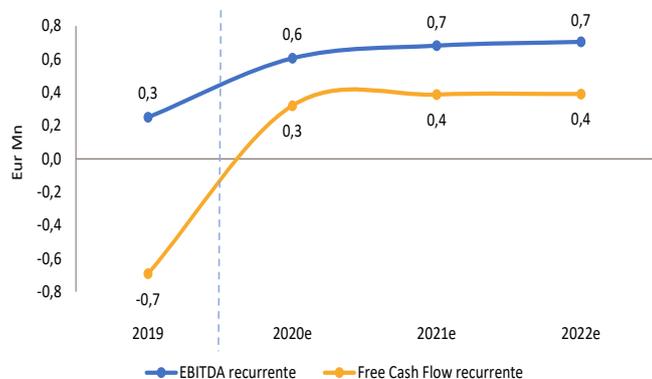
Nota 2: Tal y como se explica en el epígrafe de análisis financiero, nuestras proyecciones financieras se ciñen exclusivamente a los negocios que generan FCF (en la actualidad). El proyecto Omega-3 y sus métricas teóricas (sin asignación temporal por la falta de visibilidad en cuanto al momento de captación de financiación) quedan explicadas en el análisis financiero (ver páginas 18 y 19 de este documento).

Nota 3: Los ejercicios 2017 y 2018 corresponden a datos proforma.

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



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



Anexo 3. Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	42,5	
+ Minoritarios	0,5	Lighthouse
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,0	Lighthouse
+ Deuda financiera neta	3,1	Rdos. 12m 2019
- Inmovilizado financiero	3,4	Rdos. 12m 2019
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	42,8	

Anexo 4. Principales competidores 2020e

		España	Grandes operadores globales integrados					
EUR Mn		Biotech	Austevoll Seafood	Amarin	Croda International	Koninklijke DSM	BASF	Average
Datos Mercado	Ticker (Reuters)	BIOS.MC	AUSS.OL	AMRN.O	CRDA.L	DSMN.AS	BASFn.DE	
	País	Spain	Norway	Ireland	UK	Netherlands	Germany	
	Market cap	58,0	1.513,3	2.304,2	7.641,2	22.650,3	45.694,0	
	Enterprise value (EV)	61,0	3.137,6	1.877,5	8.259,8	24.082,3	65.336,0	
Información financiera básica	Total Ingresos	28,2	2.278,8	589,3	1.493,6	8.899,9	55.812,8	
	Cto.Total Ingresos	23,6%	-3,8%	53,7%	-8,3%	-1,2%	-5,9%	6,9%
	2y TACC (2020e - 2022e)	10,9%	5,2%	3,1%	4,6%	6,2%	5,3%	4,9%
	EBITDA	3,5	379,0	(10,0)	440,6	1.653,5	6.845,0	
	Cto. EBITDA	45,5%	-12,9%	52,1%	-6,2%	0,2%	-23,8%	1,9%
	2y TACC (2020e - 2022e)	34,2%	21,4%	n.a.	7,0%	8,6%	15,1%	13,0%
	EBITDA/Ingresos	12,4%	16,6%	n.a.	29,5%	18,6%	12,3%	19,2%
	EBIT	1,5	227,7	(44,8)	362,2	1.026,7	3.201,6	
	Cto. EBIT	63,6%	-22,5%	-107,0%	-7,5%	-4,8%	-33,9%	-35,1%
	2y TACC (2020e - 2022e)	71,3%	34,9%	n.a.	7,6%	12,3%	27,3%	20,5%
	EBIT/Ingresos	5,3%	10,0%	n.a.	24,3%	11,5%	5,7%	12,9%
	Beneficio Neto	1,1	109,7	(37,0)	256,2	776,0	2.025,2	
	Cto. Beneficio Neto	74,3%	-50,9%	83,1%	-3,2%	8,8%	-20,5%	3,5%
	2y TACC (2020e - 2022e)	80,9%	34,5%	n.a.	8,2%	13,6%	34,3%	22,7%
	CAPEX/Ventas	-7,1%	-8,0%	-0,1%	-6,5%	-8,0%	-5,3%	-5,6%
Free Cash Flow	2,2	69,9	34,4	247,6	733,3	3.338,1		
Deuda financiera Neta	2,5	475,6	(228,6)	523,8	2.025,8	14.855,8		
DN/EBITDA (x)	0,7	1,3	n.a.	1,2	1,2	2,2	1,5	
Pay-out	0,0%	52,7%	0,0%	54,6%	55,6%	139,7%	60,5%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	50,5	13,9	n.a.	30,4	27,7	21,4	23,3
	P/BV (x)	n.a.	1,0	3,8	6,8	2,8	1,1	3,1
	EV/Ingresos (x)	2,2	1,4	3,2	5,5	2,7	1,2	2,8
	EV/EBITDA (x)	17,4	8,3	n.a.	18,7	14,6	9,5	12,8
	EV/EBIT (x)	40,7	13,8	n.a.	22,8	23,5	20,4	20,1
	ROE	4,5	6,8	n.a.	25,0	10,0	4,8	11,6
	FCF Yield (%)	3,8	4,8	1,4	3,2	3,2	7,3	4,0
	DPA	0,00	0,29	0,00	1,08	2,45	3,08	1,38
	Dvd Yield	0,0%	3,8%	0,0%	1,8%	2,0%	6,2%	2,7%

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

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 o consulte el contenido de este Código en www.ieaf.es.

IEAF Servicios de Análisis está remunerado por Bolsas y Mercados Españoles, S.A. para la redacción de este informe. Este informe debe considerarse solo un elemento más en la toma de decisiones de inversión.

Un informe emitido por IEAF Servicios de Análisis S.L.U.

Todos los derechos reservados. Queda prohibido su uso o distribución no autorizados. Este documento ha sido elaborado y distribuido, según lo establecido en la MiFID II, por IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Su actividad empresarial está regulada por la CNMV. La información y las opiniones expresadas en este documento no constituyen ni pretenden constituir una oferta o la solicitud de una oferta para la compra o la venta de los valores referidos (es decir, los valores mencionados en el presente y los warrants, opciones, derechos o intereses relacionados con estos). La información y las opiniones contenidas en este documento están basadas en informaciones de carácter público y en fuentes consideradas fiables por IEAF Servicios de Análisis S.L.U., pero no se ofrece ninguna garantía en cuanto a su precisión o integridad. Todos los comentarios y las estimaciones facilitadas reflejan únicamente la opinión de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. y no ofrecen ninguna garantía implícita o explícita. Todas las opiniones expresadas están sujetas a cambio sin previo aviso. En el presente documento no se tienen en cuenta los objetivos de inversión concretos, el estado financiero, la actitud frente al riesgo ni otras cuestiones específicas de la persona que reciba este documento, de modo que ésta deberá aplicar su juicio al respecto. Ni el Instituto Español de Analistas Financieros ni su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., asumen responsabilidad alguna por las pérdidas directas o indirectas derivadas del uso de los análisis publicados, salvo en caso de conducta negligente por parte de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. La

información contenida en este informe se aprueba para su distribución a clientes profesionales, contrapartes elegibles y asesores profesionales, no a clientes particulares o minoristas. Se prohíbe su reproducción, distribución o publicación para cualquier fin sin la autorización por escrito de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. El Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) y/o su filial IEAF Servicios de Análisis S.L.U., sus empleados y directivos, pueden tener una posición (larga o corta) en una inversión sabiendo que ese emisor será objeto de análisis y que ese análisis se distribuirá a inversores institucionales. Cualquier información adicional sobre el contenido de este informe se remitirá previa solicitud. IEAF Servicios de Análisis tiene como objetivo la publicación de (al menos) un informe o nota trimestral de actualización de la compañía analizada.

Estados Unidos. IEAF Servicios de Análisis S.L.U. no está inscrito en Estados Unidos y, por lo tanto, no está sujeto a la normativa de dicho país sobre la elaboración de análisis y la independencia de los analistas. Este informe se distribuirá únicamente a los principales inversores institucionales de EE.UU., con arreglo a la exención de inscripción estipulada por la Normativa 15a-6 de la Ley del Mercados de Valores de Estados Unidos de 1934, en su versión enmendada (la "Exchange Act") y en las interpretaciones de ésta realizadas por la Comisión de Valores de EE.UU. ("SEC").

Principales inversores institucionales de EE.UU. Este informe se distribuirá a los "Principales inversores institucionales de EE.UU." según la definición de la Normativa 15a-6 de la Comisión del Mercado de Valores de Estados Unidos y de la Ley del Mercado de Valores de EE.UU. de 1934.

Histórico de notas e informes

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
09-Jul-2020	n.a.	1,85	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	David López Sánchez

