

Resultados 6m 2020

Opinión ⁽¹⁾: Por encima de lo esperado.

Impacto ⁽²⁾: Hemos revisado nuestras estimaciones.

David López Sánchez – david.lopez@lighthouse-ieaf.com

+34 915 904 226

Nicolás Correa (NEA) es un grupo industrial español (Burgos), dedicado al diseño y fabricación de máquina-herramienta de arranque, y especializado en fresadoras para la industria de mecánica general (sectores: aeronáutico, renovables, autos, etc). Actualmente (2019) las ventas en España suponen el 15% del total, con una contribución del resto de Europa del 53%. China representó el 10,5% en 2019.

Mejor, "imposible". Resiliencia en márgenes y posición financiera robusta

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	52,6	62,8
EV (Mn EUR y USD) ⁽²⁾	49,2	58,8
Número de Acciones (Mn)	12,3	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	5,60 / 4,17 / 3,14	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,09	
Rotación ⁽³⁾	45,3	
Thomson Reuters / Bloomberg	NEA.MC / NEA SM	
Cierre año fiscal	31-Dic	

LAS PRINCIPALES CIFRAS DEL 1S20... Ingresos EUR 33,5Mn (-11,7%), EBITDA EUR 4,2Mn (-14,0%) y Beneficio Neto EUR 2,5Mn (-27,1% vs 1S19). Por el lado del balance, mantiene una caja neta de c. EUR 4,5Mn (vs caja neta de EUR 4,9Mn en 2019). Destacamos el dato de cartera (EUR 37Mn a agosto 2020), que mantiene los niveles del 1T20 gracias al buen dato de captación de pedidos: captación acumulada de EUR 47Mn hasta agosto 2020 (+9% vs el mismo periodo del ejercicio anterior).

Estructura Accionaria (%)

Familia Nicolás-Correa	31,9
Onchena	5,4
Consejo (Excl. Nicolás-Correa)	2,0
Free Float	60,8

...OFRECEN UNA LECTURA POSITIVA: Pese a la caída de ingresos ("lógica" del complicado entorno marcado por el Covid-19), NEA ha presentado unos resultados sólidos, que muestran dos tendencias fundamentales muy positivas: (i) la resiliencia en márgenes (Mg. EBITDA 1S20: 12,5%; en línea con el visto en 1S19) y (ii) la evolución de la cartera de pedidos, que muestra un fuerte crecimiento incluso en el entorno actual (EUR 37Mn a cierre de agosto 2020; +23% vs agosto 2019). Resultados que fortalecen el argumento de la sólida posición competitiva de NEA.

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2019	2020e	2021e	2022e
Nº Acc. ajustado (Mn)	12,3	12,3	12,3	12,3
Total Ingresos	74,3	70,4	75,3	79,0
EBITDA Rec. ⁽⁴⁾	9,3	8,5	9,8	10,5
% Var.	11,0	-8,7	14,4	7,9
% EBITDA Rec./Ing.	12,6	12,1	13,0	13,3
% Var EBITDA sector ⁽⁵⁾	3,1	-18,6	26,3	13,2
Beneficio neto	8,1	6,0	7,0	7,6
BPA (EUR)	0,66	0,49	0,57	0,61
% Var.	2,6	-25,2	15,5	8,2
BPA ord. (EUR)	0,64	0,49	0,57	0,61
% Var.	18,8	-23,0	15,5	8,2
Free Cash Flow Rec. ⁽⁶⁾	4,4	5,3	6,6	7,3
Pay-out (%)	25,7	34,3	29,7	27,4
DPA (EUR)	0,17	0,17	0,17	0,17
Deuda financiera neta	-4,9	-8,1	-12,6	-17,8
DN / EBITDA Rec. (x)	-0,5	-0,9	-1,3	-1,7
ROE (%)	16,1	11,0	11,8	11,7
ROCE (%) ⁽⁶⁾	16,8	12,4	14,0	15,1

Y PRESENTAN RAZONES OBJETIVAS PARA CRECER (Y SUPERAR LOS NIVELES ALCANZADOS EN 2019 EN 2021). A nuestro juicio, los principales drivers que empujarán el negocio durante los próximos ejercicios (y permitirán a NEA mantener un diferencial de crecimiento positivo vs su sector) serán: (i) su posición competitiva (incrementando su captación en un ejercicio en el que su sector presenta contracciones de c. 30%), (ii) un negocio diversificado (tanto geográfica como sectorialmente) y (iii) afrontar el contexto actual marcado por una elevada incertidumbre en posición de Caja Neta (c. 8,5% s/Mkt. Cap).

QUE LLEVA A UNA REVISIÓN AL ALZA DE NUESTRAS ESTIMACIONES. Hoy, la hipótesis más sensata es la de pensar en un 2020e con unos ingresos de c. EUR 70Mn (-5,3% vs 2019; vs -30% de nuestra estimación inicial), sin ver peligrar un EBITDA 2020e de c. EUR 8,5Mn. Poniendo la vista en 2022e, la recuperación teórica del ciclo, resultado de la reapertura de las economías, debiera permitir a NEA obtener unos ingresos de c. EUR 80Mn (+2,1% TACC 2019-2022e) y niveles de EBITDA 2022e de c. EUR 10,5Mn (Mg. EBITDA 2022e c. 13,3%). Lo que implicaría, a precios de hoy, EV/EBITDA 2022e de c. 4,7x (FCF yield c. 14%). En este contexto: mejor, "imposible".

Ratios y Múltiplos (x) ⁽⁷⁾

PER	6,5	8,7	7,5	7,0
PER Ordinario	6,7	8,7	7,5	7,0
P/BV	1,0	0,9	0,9	0,8
Dividend Yield (%)	4,0	3,9	3,9	3,9
EV/Ventas	0,66	0,70	0,65	0,62
EV/EBITDA Rec.	5,3	5,8	5,0	4,7
EV/EBIT	6,0	6,9	5,9	5,4
FCF Yield (%) ⁽⁶⁾	8,3	10,1	12,5	13,9

Comportamiento relativo -5y (base 100)



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	19,9	4,7	14,8	-9,0	59,3	214,0
vs Ibex 35	18,4	6,6	45,1	24,7	135,5	362,2
vs Ibex Small Cap Index	10,4	-5,6	11,0	-5,2	44,5	128,6
vs Eurostoxx 50	16,3	-2,5	20,2	4,2	66,6	213,7
vs Índice del sector ⁽⁵⁾	15,2	-4,7	-5,8	-6,4	41,7	113,3

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

(2) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

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

(4) Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 0,2Mn mayor por la aplicación de NIIF 16.

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

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

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

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

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

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

Resultados 1S20
Revisión de estimaciones: al alza

Aunque caer en 2020e es inevitable (EBITDA 2020e: -9%), NEA presenta argumentos para salir reforzada de esta crisis

Las principales cifras del 1S20 son: Ingresos EUR 33,5Mn (-11,7%), EBITDA EUR 4,2Mn (-14,0%) y Beneficio Neto EUR 2,5Mn (-27,1% vs 1S19). Por el lado del balance, la deuda neta se sitúa en EUR 0,1Mn (vs caja neta de EUR 4,9Mn en 2019), resultado de una variación de working capital puntual a final del semestre (a 31 de agosto 2020 NEA vuelve a presentar una caja neta de c. EUR 4,5Mn). Destacamos el dato de cartera (EUR 37Mn a agosto 2020; +23%) que mantiene los niveles del 1T20 gracias al buen dato de captación de pedidos, que cierra un acumulado hasta agosto de EUR 47Mn (+9% vs ejercicio anterior; pese al contexto).

Tabla 1: Resultados 1S20

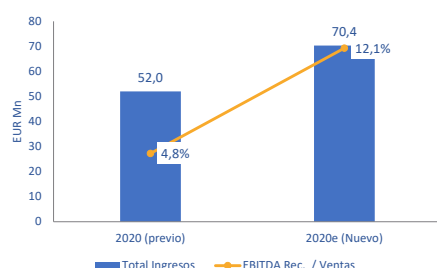
EUR Mn	6m20	6m19	6m20 vs 6m19	2020e	2020e vs 2019	2T20	2T19 vs 2T19
Total Ingresos	33,5	38,0	-11,7%	70,4	-5,3%	19,9	0,4%
EBITDA (Recurrente)	4,2	4,9	-14,0%	8,5	-8,7%	3,0	21,0%
EBITDA Rec. / Ingresos	12,5%	12,8%	-0,3 p.p.	12,1%	-0,4 p.p.	15,0%	2,6 p.p.
EBITDA	4,2	4,9	-14,0%	8,5	-8,7%	3,0	21,0%
EBITDA / Ingresos	12,5%	12,8%	-0,3 p.p.	12,1%	-0,4 p.p.	15,0%	2,6 p.p.
EBIT	3,4	4,2	-19,1%	7,1	-13,2%		
BN	2,5	3,5	-27,1%	6,0	-24,9%		
FCF Recurrente ¹	-3,8	5,7	-167,9%	5,3	21,6%		
Deuda Neta ³	0,1	-4,8	-102,5%	-8,1	66,3%		
Captación de pedidos ²	47,0	43,0	9,3%				
Cartera de pedidos ²	37,0	30,0	23,3%				

Nota 1: FCF recurrente 1S20 impactado por una variación de working capital puntual a final del semestre.

Nota 2: Captación de pedidos y cartera de pedidos a agosto de 2020 y 2019.

Nota 3: El dato de Deuda Neta 1S20 refleja una variación de working capital puntual a final del semestre (a 31 de agosto 2020, NEA vuelve a presentar una caja neta positiva > EUR 4,5Mn; c. 8,5% s/Mkt. Cap).

Gráfico 1. Impacto de la revisión en Ingresos y Mg. EBITDA (2020e)



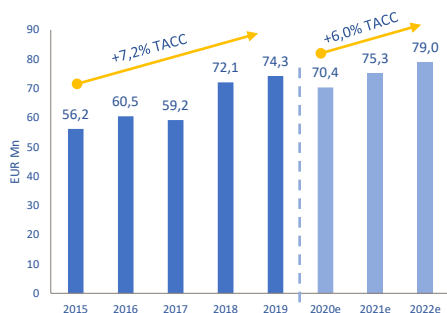
La cartera de pedidos y la resiliencia en márgenes permiten revisar al alza nuestras estimaciones 2020e

La resiliencia en márgenes (Mg. EBITDA 1S20: 12,7%; en línea con 1S19) y el dato de cartera (+23% vs agosto 2019), que fortalece el argumento de su buena posición competitiva (vs contracciones de c. 30% de la industria de máquina-herramienta en Europa), llevan a una revisión al alza de nuestras estimaciones 2020e:

- **Ingresos (EUR 70Mn; +35% vs estimaciones iniciales)**, empujados por: (i) la diversificación sectorial de su negocio (destacando como proveedor de referencia para los grandes fabricantes de aerogeneradores; industria en pleno crecimiento con impacto por Covid-19 reducido), y (ii) por una cartera de pedidos, con una duración de 6-7 meses, de c. EUR 37Mn (+23% vs agosto 2019; tras recuperar en el 2T el ritmo habitual de trabajo): de la que NEA podrá beneficiarse durante la segunda mitad de 2020e. La importante exposición a China (en la actualidad ya se posiciona como primer mercado de NEA), será un factor de apoyo adicional (fue el primer país en reabrir gradualmente su economía y los últimos datos apuntan a que la actividad continúa recuperando inercia (los PMIs se mantienen por encima de 50). Todo ello permitirá a NEA reducir la caída de ingresos 2020e al 5,3% (vs -25,8% estimado por Oxford Economics para el consumo de máquina-herramienta europeo).
- **EBITDA (EUR 8,5Mn; vs EUR 2,5Mn anterior)**, explicado esencialmente por el mayor volumen de ingresos estimados. Adicionalmente, los resultados 1S20 vuelven a mostrar “resiliencia” en márgenes, fruto de las decisiones tomadas durante los últimos ejercicios que reforzaron tanto la productividad como la posición competitiva de la compañía: “hoy” un factor diferencial que le permite mantener unos márgenes superiores a los de sus comparables, incluso en un contexto como el actual.

- **Beneficio neto (EUR 6Mn).** Los puntos anteriores, junto a una tasa fiscal de c. 11%, permitirán “recuperar” el BN 2020e hasta niveles de, al menos, EUR 6,0Mn.

Gráfico 2. Evolución de ingresos (2015-2022e)



¿Qué se podría esperar para el medio plazo? NEA ofrece argumentos objetivos (y creíbles) para crecer (y recuperar los niveles vistos en 2019)

Según las estimaciones de CECIMO, el consumo de máquina-herramienta se recuperará durante 2021e como resultado de la progresiva recuperación del ciclo (c. 20%; aunque aún se encontraría un 17% vs 2019), lo que debiera permitir a NEA recuperar niveles de 2019 en 2021e y alcanzar unos ingresos de c. EUR 80Mn en 2022e (+2,1% TACC 2019- 2022e), manteniendo sus niveles de rentabilidad (EBITDA 2022e de c. EUR 10,5Mn; +4,1% TACC 2019-2022e). Los principales drivers que continuarán empujando el negocio durante 2021e y 2022e serán:

- **Su buena posición competitiva.** Durante los últimos años, NEA ha mantenido un diferencial de crecimiento positivo vs su sector; tendencia que se mantiene durante el 1S20 al registrar una reducción de sus ingresos de c. 12% (vs caídas de c. 20%-30% de sus principales comparables en Europa). Y sin perder el foco en los clientes más rentables; lo que se traduce en márgenes “resilientes” y un ROCE 2020e de c. 12,5%.
- **Un negocio diversificado (geográfica y sectorialmente).** Por sectores, destaca su posición como proveedor de referencia para grandes fabricantes de aerogeneradores para el sector eólico; industria en pleno crecimiento con impacto reducido por Covid-19. Adicionalmente, la importante exposición a China (donde NEA ha vuelto a niveles de actividad previos al Covid-19) será, a nuestro juicio, un factor “clave” para mantener el diferencial de crecimiento positivo vs su sector.
- **La inercia de la recuperación del ciclo a partir de 2021e (que debiera empujar a la industria de máquina-herramienta).** Pese a la fortísima caída del consumo de máquina-herramienta esperada para 2020e (-25,8%; Oxford Economics), la paulatina recuperación de la actividad debería permitir su recuperación en 2021e. Según datos de CECIMO, el consumo de máquina-herramienta se recuperará a partir de 2021e (c. +20%; aunque aún un 17% por debajo de los niveles alcanzados en 2019), estabilizándose en 2022e (+4%).
- **Afrontar la crisis actual en posición de Caja Neta** (c. EUR 4,5Mn a fecha de este informe; 8,5% s/Mkt Cap). Consideramos que la estructura de balance de NEA es sólida y que no sólo le ayudará a sortear un ciclo “en su contra”, sino que refuerza su potencial para generar valor y crecer en el largo plazo.

Gráfico 3. EBITDA y EBITDA Mg. 2015-2022e

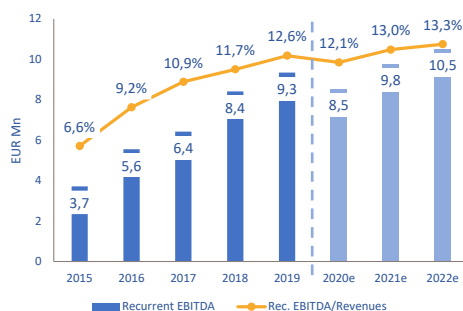


Tabla 2: Revisión de estimaciones

EUR Mn	2020e (Nuevo)	Revisión (%)	2021e (Nuevo)	Revisión (%)	2022e (Nuevo)	Revisión (%)
Total Ingresos	70,4	35,3%	75,3	25,5%	79,0	9,9%
EBITDA (Recurrente)	8,5	243,7%	9,8	80,2%	10,5	22,5%
<i>Cto. EBITDA Rec.</i>	<i>-8,7%</i>	<i>65 p.p.</i>	<i>14,4%</i>	<i>-104 p.p.</i>	<i>7,9%</i>	<i>-51 p.p.</i>
<i>EBITDA Rec. / Ventas</i>	<i>12,1%</i>	<i>7,4 p.p.</i>	<i>13,0%</i>	<i>3,9 p.p.</i>	<i>13,3%</i>	<i>1,4 p.p.</i>
Beneficio Neto	6,0	507,5%	7,0	84,1%	7,6	23,9%
Free Cash Flow (Rec.)	5,3	741,7%	6,6	150,0%	7,3	61,7%
<i>DN / EBITDA</i>	<i>-0,9 x</i>	<i>0,4 x</i>	<i>-1,3 x</i>	<i>-0,2 x</i>	<i>-1,7 x</i>	<i>-0,6 x</i>

En conclusión: NEA está bien posicionada para salir reforzada de la crisis actual.

Hoy, la hipótesis más sensata es la de pensar en un 2020e con unos ingresos de c. EUR 70Mn (-5,3% vs 2019 vs -30% de nuestra estimación de abril), sin ver peligrar un EBITDA 2020e > EUR 8,5Mn (Mg. EBITDA 12%). Datos que comparan de forma muy positiva con su industria en Europa (caída del consumo de máquina-herramienta >30% en 2020e, según datos de CECIMO).

¿Qué nos dice hoy el precio de la acción? Poniendo la vista en 2022e, la recuperación teórica del ciclo, resultado de la reapertura de las economías, debiera permitir a NEA obtener unos ingresos de c. EUR 80Mn (+2,1% TACC 2019-2022e) y niveles de EBITDA 2022e de c. EUR 10,5Mn (Mg. EBITDA 2022e c. 13,3%). Lo que implicaría, a precios de hoy, EV/EBITDA 2022e de c. 4,7x (FCF yield c. 14%). Cotizando con un descuento de c. 30% frente al múltiplo EV/EBITDA previo al inicio de la crisis del Covid-19 (EV/EBITDA enero 2020: 6,9x).

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2020e	2021e	2022e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	5,5	6,7	7,5	76,7			
Market Cap	52,6	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	-4,5	Deuda bancaria neta de Caja (Lighthouse 2020)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	2,4%	Coste de la deuda neta			2,0%	2,8%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	1,9%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			1,6%	2,2%	
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)	1,2	B (Thomson Reuters y Lighthouse)			1,2	1,4	
Coste del Equity	11,2%	Ke = Rf + (R * B)			10,6%	13,7%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	100,0%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	0,0%	D			=	=	
WACC	11,2%	WACC = Kd * D + Ke * E			10,6%	13,7%	
G "Razonable"	2,0%				2,0%	1,5%	

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

Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker Reuters	Mkt. Cap	PER 20e	BPA 20e-22e	EV/EBITDA 20e	EBITDA 20e-22e	EV/Vtas. 20e	Ingresos 20e-22e	EBITDA/Vtas. 20e	FCF Yield 20e	FCF 20e-22e
Georg Fischer	FIN.S	3.414,8	49,8	74,4%	16,7	33,0%	1,3	9,0%	8,0%	4,1%	10,5%
Hermle	MBHG_p.F	209,0	56,5	n.a.	n.a.	n.a.	0,4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Starrag	STGN.S	112,8	n.a.	n.a.	29,0	126,5%	0,4	6,7%	1,5%	n.a.	n.a.
Tornos Holding	TOHN.S	71,3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,8	12,8%	n.a.	2,5%	-23,8%
Fidia	FDA.MI	14,0	n.a.	n.a.	17,7	n.a.	0,8	n.a.	4,5%	7,1%	n.a.
Máquina-herramienta			53,1	74,4%	21,1	79,7%	0,7	9,5%	4,7%	4,6%	-6,7%
NEA	NEA.MC	52,6	8,7	11,8%	5,8	11,1%	0,7	6,0%	12,1%	10,1%	17,5%

Análisis de sensibilidad (2021e)

A) Análisis de sensibilidad del EBITDA Rec. y múltiplos a variaciones en los márgenes

Escenario	EBITDA/Ingresos 21e	EBITDA 21e	EV/EBITDA 21e
Max	14,0%	10,5	4,7x
Central	13,0%	9,8	5,0x
Min	12,0%	9,0	5,5x

B) Análisis de sensibilidad del FCF Rec. y FCF Rec. - Yield frente a variaciones en el EBITDA y CAPEX/Vtas

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 21e			→	Escenario			FCF Rec./Yield 21e		
EBITDA 21e	0,5%	1,5%	2,5%		Max	15,4%	13,9%	12,5%		
10,5	8,1	7,3	6,6		Central	13,9%	12,5%	11,1%		
9,8	7,3	6,6	5,8		Min	12,5%	11,1%	9,6%		
9,0	6,6	5,8	5,1							

Anexo 1. Proyecciones financieras⁽¹⁾

Balance (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	TACC	
Inmovilizado inmaterial	0,7	0,4	0,4	0,3	1,0	1,0	1,0	1,0		
Inmovilizado material	22,4	17,0	16,7	12,7	13,8	14,5	14,3	14,2		
Otros activos no corrientes	10,4	9,8	9,6	10,8	11,6	11,6	11,6	11,6		
Inmovilizado financiero	0,9	2,9	2,5	6,0	2,0	2,1	2,2	2,2		
Fondo de comercio y otros intangibles	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5		
Activo circulante	28,8	28,2	30,6	36,2	37,1	36,3	38,2	39,7		
Total activo	72,6	67,8	69,4	75,5	75,2	75,1	76,9	78,2		
Patrimonio neto	34,3	37,2	39,4	47,1	53,0	57,0	61,9	67,4		
Minoritarios	3,4	0,7	0,7	0,8	0,8	0,9	1,0	1,2		
Provisiones y otros pasivos a LP	2,7	2,1	2,1	3,3	3,6	3,6	3,6	3,6		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	0,8	0,8	0,8	0,8		
Deuda financiera neta	14,5	12,1	8,1	1,5	(4,9)	(8,1)	(12,6)	(17,8)		
Pasivo circulante	17,7	15,8	19,0	22,8	21,8	20,8	22,1	23,1		
Total pasivo	72,6	67,8	69,4	75,5	75,2	75,1	76,9	78,2		
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	15-19	19-22e
Total Ingresos	56,2	60,5	59,2	72,1	74,3	70,4	75,3	79,0	7,2%	2,1%
<i>Cto. Total Ingresos</i>	-0,5%	7,7%	-2,1%	21,7%	3,0%	-5,3%	7,0%	5,0%		
Coste de ventas	(25,8)	(27,2)	(26,6)	(32,1)	(34,0)	(31,2)	(33,9)	(35,6)		
Margen Bruto	30,4	33,3	32,6	40,0	40,2	39,1	41,4	43,4	7,3%	2,5%
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	54,1%	55,0%	55,1%	55,5%	54,2%	55,6%	55,0%	54,9%		
Gastos de personal	(16,4)	(16,6)	(14,8)	(16,9)	(17,7)	(17,7)	(18,3)	(18,8)		
Otros costes de explotación	(10,3)	(11,1)	(11,4)	(14,7)	(13,2)	(12,9)	(13,4)	(14,1)		
EBITDA recurrente	3,7	5,6	6,4	8,4	9,3	8,5	9,8	10,5	25,9%	4,1%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	-2,6%	49,3%	15,8%	31,0%	11,0%	-8,7%	14,4%	7,9%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	6,6%	9,2%	10,9%	11,7%	12,6%	12,1%	13,0%	13,3%		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	-	-	(2,1)	-	-	-	-	-		
EBITDA	3,7	5,6	4,3	8,4	9,3	8,5	9,8	10,5	25,9%	4,1%
Depreciación y provisiones	(1,7)	(2,2)	(1,4)	(1,3)	(1,3)	(1,3)	(1,3)	(1,3)		
Gastos capitalizados	0,3	0,0	-	0,1	0,3	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
EBIT	2,3	3,4	3,0	7,2	8,2	7,1	8,3	9,1	37,6%	3,6%
<i>Cto. EBIT</i>	-4,6%	48,4%	-11,9%	142,1%	13,4%	-13,2%	17,0%	9,4%		
<i>EBIT / Ingresos</i>	4,1%	5,6%	5,0%	10,0%	11,0%	10,1%	11,0%	11,5%		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,9)	(0,6)	(0,3)	(0,5)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
Resultados por puesta en equivalencia	(0,1)	0,0	(0,3)	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1		
Beneficio ordinario	1,3	2,7	2,4	6,7	8,0	6,9	8,2	8,9	56,0%	3,9%
<i>Cto. Beneficio ordinario</i>	1,6%	103,9%	-13,6%	184,0%	18,3%	-12,9%	17,4%	9,6%		
Extraordinarios	-	1,9	-	0,4	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	1,3	4,7	2,4	7,1	8,0	6,9	8,2	8,9	56,0%	3,9%
Impuestos	(0,2)	0,1	(0,0)	0,9	0,2	(0,8)	(1,0)	(1,2)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	12,3%	n.a.	0,2%	n.a.	n.a.	11,3%	12,7%	13,8%		
Minoritarios	0,2	(0,6)	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	1,4	4,1	2,2	7,8	8,1	6,0	7,0	7,6	56,1%	-2,1%
<i>Cto. Beneficio neto</i>	0,2%	203,0%	-45,6%	250,0%	2,8%	-24,9%	15,5%	8,2%		
Beneficio ordinario neto	1,4	2,1	4,3	6,6	7,8	6,0	7,0	7,6	55,0%	-1,1%
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	0,7%	56,3%	104,4%	51,5%	19,1%	-22,7%	15,5%	8,2%		
Cash Flow (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	15-19	19-22e
EBITDA recurrente						8,5	9,8	10,5	25,9%	4,1%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(0,2)	(0,2)	(0,2)		
Var. capital circulante						(0,1)	(0,7)	(0,5)		
Cash Flow operativo recurrente						8,2	8,9	9,9	16,5%	11,0%
CAPEX						(2,0)	(1,1)	(1,2)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,2)	(0,2)	(0,2)		
Impuestos						(0,8)	(1,0)	(1,2)		
Free Cash Flow Recurrente						5,3	6,6	7,3	32,4%	18,9%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						5,3	6,6	7,3	37,1%	-4,3%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(2,1)	(2,1)	(2,1)		
Variación de Deuda financiera neta						(3,2)	(4,5)	(5,2)		

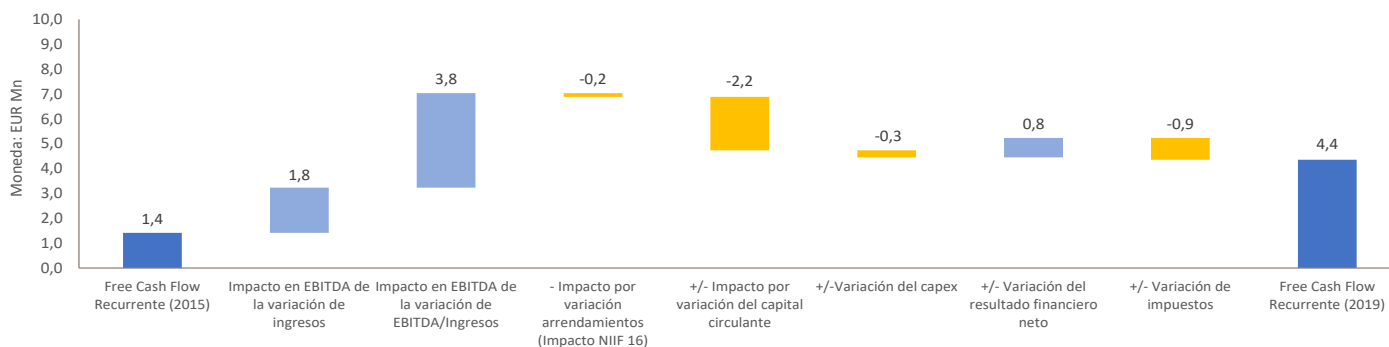
Nota 1: Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 0,2Mn mayor por la aplicación de NIIF 16.

Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow⁽¹⁾

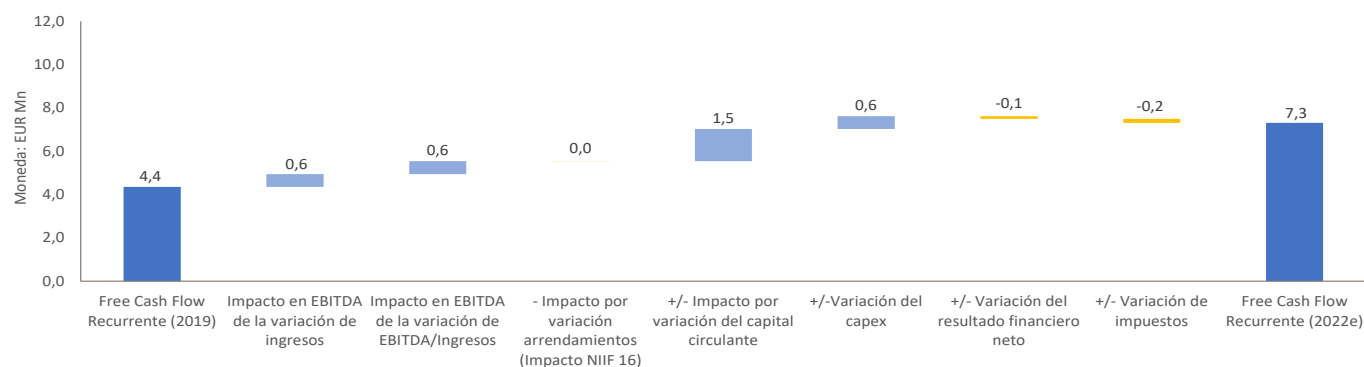
A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	TACC	
								16-19	19-22e
EBITDA recurrente	5,6	6,4	8,4	9,3	8,5	9,8	10,5	18,9%	4,1%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	49,3%	15,8%	31,0%	11,0%	-8,7%	14,4%	7,9%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	9,2%	10,9%	11,7%	12,6%	12,1%	13,0%	13,3%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
+/- Var. Capital circulante	(1,3)	0,8	(1,8)	(1,9)	(0,1)	(0,7)	(0,5)		
= Cash Flow operativo recurrente	4,3	7,2	6,6	7,2	8,2	8,9	9,9	19,2%	11,0%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	9,0%	67,8%	-7,5%	9,0%	13,7%	8,3%	11,1%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	7,1%	12,1%	9,2%	9,8%	11,7%	11,9%	12,6%		
- CAPEX	(0,9)	(1,0)	(1,9)	(1,8)	(2,0)	(1,1)	(1,2)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,6)	(0,3)	(0,2)	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
- Impuestos	0,1	(0,0)	(1,0)	(1,0)	(0,8)	(1,0)	(1,2)		
= Free Cash Flow recurrente	2,8	5,8	3,6	4,4	5,3	6,6	7,3	15,9%	18,9%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	97,3%	108,4%	-38,8%	22,1%	21,6%	24,1%	11,3%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	4,6%	9,8%	4,9%	5,9%	7,5%	8,7%	9,3%		
- Gastos de reestructuración y otros	(0,1)	0,0	0,0	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,2	1,2	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	(2,1)	1,4	4,0	-	-	-		
= Free Cash Flow	2,9	5,0	5,0	8,4	5,3	6,6	7,3	41,9%	-4,3%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	23,8%	71,4%	-0,9%	68,1%	-36,7%	24,1%	11,3%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	5,3%	11,1%	6,8%	8,3%	10,1%	12,5%	13,9%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	5,6%	9,5%	9,4%	15,9%	10,1%	12,5%	13,9%		
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	1,4	2,8	5,8	3,6	4,4	5,3	6,6		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	0,3	(0,1)	1,4	0,3	(0,5)	0,6	0,5		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	1,5	1,0	0,6	0,7	(0,3)	0,6	0,3		
= Variación EBITDA recurrente	1,8	0,9	2,0	0,9	(0,8)	1,2	0,8		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	(0,2)	(0,0)	(0,0)	(0,0)		
+/- Impacto por variación del capital circulante	(1,5)	2,0	(2,5)	(0,2)	1,8	(0,5)	0,2		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	0,4	2,9	(0,5)	0,6	1,0	0,7	1,0		
+/- Variación del CAPEX	0,6	(0,1)	(0,9)	0,2	(0,2)	0,8	(0,1)		
+/- Variación del resultado financiero neto	0,2	0,3	0,2	0,1	(0,1)	-	-		
+/- Variación de impuestos	0,3	(0,1)	(1,0)	(0,1)	0,3	(0,3)	(0,2)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	1,4	3,0	(2,3)	0,8	0,9	1,3	0,7		
Free Cash Flow Recurrente	2,8	5,8	3,6	4,4	5,3	6,6	7,3		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
EBIT	3,4	3,0	7,2	8,2	7,1	8,3	9,1	34,2%	3,6%
* Tasa fiscal teórica	0,0%	0,2%	0,0%	0,0%	11,3%	12,7%	13,8%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	(0,0)	-	-	(0,8)	(1,1)	(1,3)		
EBITDA recurrente	5,6	6,4	8,4	9,3	8,5	9,8	10,5	18,9%	4,1%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
+/- Var. Capital circulante	(1,3)	0,8	(1,8)	(1,9)	(0,1)	(0,7)	(0,5)		
= Cash Flow operativo recurrente	4,3	7,2	6,6	7,2	8,2	8,9	9,9	19,2%	11,0%
- CAPEX	(0,9)	(1,0)	(1,9)	(1,8)	(2,0)	(1,1)	(1,2)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	(0,0)	-	-	(0,8)	(1,1)	(1,3)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	3,4	6,1	4,7	5,5	5,5	6,7	7,5	17,8%	11,0%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	54,9%	83,5%	-23,4%	16,3%	-0,1%	23,3%	11,0%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	5,5%	10,4%	6,5%	7,4%	7,8%	9,0%	9,5%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,2	1,2	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	(2,1)	1,4	4,0	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	3,6	5,3	6,1	9,5	5,5	6,7	7,5	38,2%	-7,6%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	17,4%	47,4%	14,9%	56,0%	-42,3%	23,3%	11,0%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	6,8%	12,5%	9,6%	11,1%	11,1%	13,7%	15,2%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	7,3%	10,7%	12,3%	19,3%	11,1%	13,7%	15,2%		

Nota 1: Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 0,2Mn mayor por la aplicación de NIIF 16.

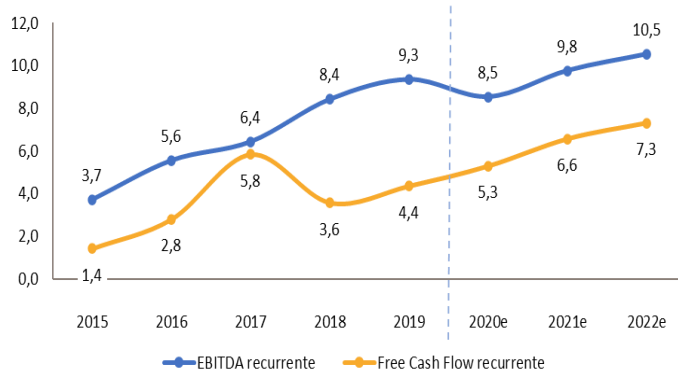
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2015 - 2019)



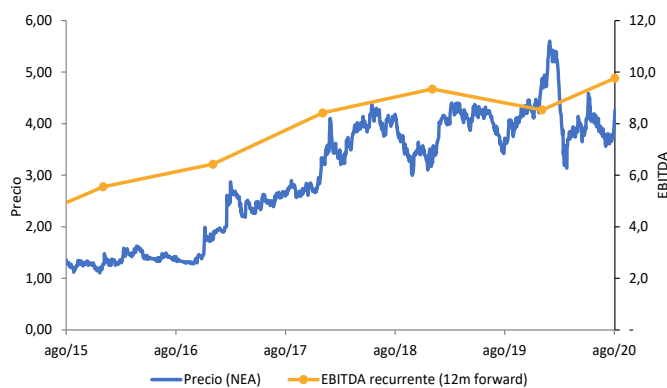
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2019 - 2022e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



Comportamiento del precio de la acción vs EBITDA (12m forward)



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

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	52,6	
+ Minoritarios	0,8	Rdos. 6m 2020
+ Provisiones y otros pasivos a LP	2,5	Rdos. 6m 2020
+ Deuda financiera neta ¹	(4,5)	Compañía
- Inmovilizado financiero	2,2	Rdos. 6m 2020
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	49,2	

Nota 1: El dato de Deuda Neta corresponde al último dato disponible (agosto 2020).

Anexo 4. Comportamiento histórico (1)(2)

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	TACC	
															09-19	19-22e
Total Ingresos	58,0	34,0	63,9	31,7	54,7	55,6	56,2	60,5	59,2	72,1	74,3	70,4	75,3	79,0	2,5%	2,1%
Cto. Total ingresos	-50,0%	-41,3%	87,9%	-50,4%	72,7%	1,6%	1,1%	7,7%	-2,1%	21,7%	3,0%	-5,3%	7,0%	5,0%		
EBITDA	(2,6)	(5,4)	4,1	(3,8)	2,4	3,9	3,7	5,6	4,3	8,4	9,3	8,5	9,8	10,5	n.a.	4,1%
Cto. EBITDA	-141,1%	-106,0%	176,4%	-192,5%	164,2%	61,7%	-5,7%	49,3%	-22,1%	94,5%	11,0%	-8,7%	14,4%	7,9%		
EBITDA/Ingresos	n.a.	n.a.	6,4%	n.a.	4,5%	7,1%	6,6%	9,2%	7,3%	11,7%	12,6%	12,1%	13,0%	13,3%		
Beneficio neto	(5,1)	(8,6)	0,7	(7,1)	(0,3)	1,3	1,4	4,1	2,2	7,8	8,1	6,0	7,0	7,6	n.a.	-2,1%
Cto. Beneficio neto	-217,3%	-68,1%	108,0%	n.a.	95,7%	537,0%	1,7%	203,0%	-45,6%	250,0%	2,8%	-24,9%	15,5%	8,2%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	12,5	12,4	12,3	12,2	12,2	12,2	12,2	12,2	12,2	12,2	12,3	12,3	12,3	12,3		
BPA (EUR)	n.a.	n.a.	0,06	n.a.	n.a.	0,11	0,11	0,34	0,18	0,64	0,66	0,49	0,57	0,61	n.a.	-2,2%
Cto. BPA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,7%	n.a.	-45,6%	n.a.	2,6%	-25,2%	15,5%	8,2%		
BPA ord. (EUR)	n.a.	n.a.	0,04	n.a.	n.a.	0,11	0,11	0,17	0,35	0,54	0,64	0,49	0,57	0,61	n.a.	-1,3%
Cto. BPA ord.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,2%	56,3%	n.a.	51,5%	18,8%	-23,0%	15,5%	8,2%		
CAPEX	(2,7)	(0,7)	(1,9)	(0,4)	(1,7)	(0,9)	(1,5)	(0,9)	(1,0)	(1,9)	(1,8)	(2,0)	(1,1)	(1,2)		
CAPEX/Vtas %	4,6%	1,9%	3,0%	1,2%	3,2%	1,6%	2,6%	1,5%	1,7%	2,7%	2,4%	2,8%	1,5%	1,5%		
Free Cash Flow	(8,5)	(0,3)	(4,5)	(1,6)	0,3	3,2	2,4	2,9	5,0	5,0	8,4	5,3	6,6	7,3	n.a.	-4,3%
DN/EBITDA (x) ⁽¹⁾	n.a.	n.a.	3,6x	n.a.	5,3x	2,4x	3,9x	2,2x	1,9x	0,2x	-0,5x	-0,9x	-1,3x	-1,7x		
PER (x)	n.a.	n.a.	18,5x	n.a.	n.a.	10,0x	11,5x	5,2x	17,5x	5,1x	7,1x	8,7x	7,5x	7,0x		
EV/Vtas (x)	0,7x	0,9x	0,5x	0,9x	0,6x	0,5x	0,5x	0,5x	0,8x	0,5x	0,7x	0,7x	0,7x	0,6x		
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾	n.a.	n.a.	7,6x	n.a.	13,1x	6,6x	7,1x	5,6x	10,4x	4,6x	5,8x	5,8x	5,0x	4,7x		
Comport. Absoluto	-22,0%	-35,7%	-30,1%	-32,4%	85,0%	-15,8%	17,0%	36,9%	83,1%	1,7%	44,3%	-9,0%				
Comport. Relativo vs Ibex 35	-40,0%	-22,1%	-19,5%	-29,1%	52,4%	-18,8%	26,0%	39,7%	70,5%	19,6%	29,1%	n.a.				

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

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

Nota 3: Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Anexo 5. Principales competidores 2020e

		Máquina-herramienta							
EUR Mn		Georg Fischer	Hermle	Starrag	Tornos Holding	Fidia	Average	NEA	
Datos Mercado	Ticker (Reuters)	FIN.S	MBHG_p.F	STGN.S	TOHN.S	FDA.MI		NEA.MC	
	País	Switzerland	Germany	Switzerland	Switzerland	Italy		Spain	
	Market cap	3.414,8	209,0	112,8	71,3	14,0		52,6	
	Enterprise value (EV)	3.832,1	92,4	123,5	80,1	26,6		49,2	
Información financiera básica	Total Ingresos	2.879,5	255,0	288,6	101,2	33,0		70,4	
	Cto.Total Ingresos	-16,0%	-44,9%	-25,1%	-46,5%	-27,9%	-32,1%		-5,3%
	2y TACC (2020e - 2022e)	9,0%	n.a.	6,7%	12,8%	n.a.	9,5%		6,0%
	EBITDA	230,0	n.a.	4,3	(22,1)	1,5			8,5
	Cto. EBITDA	-23,7%	n.a.	-81,8%	-324,0%	226,1%	-50,8%		-8,7%
	2y TACC (2020e - 2022e)	33,0%	n.a.	126,5%	n.a.	n.a.	79,7%		11,1%
	EBITDA/Ingresos	8,0%	n.a.	1,5%	n.a.	4,5%	4,7%		12,1%
	EBIT	108,9	24,8	(3,7)	(25,6)	(1,0)			7,1
	Cto. EBIT	-37,2%	-77,4%	-130,3%	-534,3%	72,4%	-141,4%		-13,2%
	2y TACC (2020e - 2022e)	60,3%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	60,3%		13,2%
	EBIT/Ingresos	3,8%	9,7%	n.a.	n.a.	n.a.	6,7%		10,1%
	Beneficio Neto	63,9	18,5	(5,6)	(23,2)	(1,1)			6,0
	Cto. Beneficio Neto	-59,7%	-78,0%	n.a.	n.a.	-75,4%	-71,0%		-24,9%
2y TACC (2020e - 2022e)	79,6%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	79,6%		11,8%	
CAPEX/Ventas	-5,0%	n.a.	n.a.	-1,2%	-2,7%	-3,0%		-2,8%	
Free Cash Flow	140,8	n.a.	(13,7)	1,8	1,0			5,3	
Deuda financiera Neta	206,5	n.a.	(4,8)	(1,1)	10,3			(8,1)	
DN/EBITDA (x)	0,9	n.a.	(1,1)	n.a.	6,8	2,2		(0,9)	
Pay-out	49,7%	55,4%	0,0%	0,0%	0,0%	21,0%		34,3%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	49,8	56,5	n.a.	n.a.	n.a.	53,1		8,7
	P/BV (x)	2,7	n.a.	0,7	0,9	2,3	1,7		0,9
	EV/Ingresos (x)	1,3	0,4	0,4	0,8	0,8	0,7		0,7
	EV/EBITDA (x)	16,7	n.a.	29,0	n.a.	17,7	21,1		5,8
	EV/EBIT (x)	35,2	3,7	n.a.	n.a.	n.a.	19,5		6,9
	ROE	6,4	n.a.	n.a.	0,3	n.a.	3,4		11,0
	FCF Yield (%)	4,1	n.a.	n.a.	2,5	7,1	4,6		10,1
	DPA	7,77	2,05	0,00	0,00	0,00	1,96		0,17
Dvd Yield	0,9%	1,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,4%		3,9%	

Nota 1: Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Thomson Reuters). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).

Nota 2: Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

INFORMACIÓN LEGAL IMPORTANTE SOBRE ESTE INFORME

LIGHTHOUSE

Lighthouse es un proyecto de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Lighthouse es un proyecto de análisis plenamente financiado por Bolsas y Mercados Españoles S.A. Lighthouse persigue mejorar la cobertura de análisis de los "valores huérfanos" del mercado español: aquellos que carecen de una cobertura real y continuada de análisis. Los informes de Lighthouse no incluirán ni valoración ni precio objetivo. Lighthouse no persigue asesorar en materia de inversión a ninguna persona física o jurídica. Por este motivo, Lighthouse no dará ninguna recomendación personalizada de inversión de ninguno de los valores que analice.

IEAF Servicios de Análisis S.L.U. es una sociedad de nacionalidad española, cuyo objeto social es

1º) La prestación de servicios de información y análisis financiero de los valores emitidos por todo tipo de personas jurídicas que cotizan en los mercados secundarios oficiales, y específicamente de aquellos valores que no son objeto recurrente de información y análisis por los analistas financieros que intervienen en los mercados.

2º) La prestación de los servicios de publicidad y actualización de los referidos informes y análisis financieros, así como la monitorización y seguimiento de los valores objeto de información y análisis.

3º) La realización de estudios y proyectos dirigidos a proponer e implantar medidas tendentes a mejorar la información y análisis financieros de los valores que cotizan en los mercados secundarios oficiales.

IEAF Servicios de Análisis S.L.U. es una sociedad cuyo socio único es el Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF), asociación profesional sin ánimo de lucro.

DISCLAIMER

El Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) certifica que todo Analista de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. cuyo nombre figure como Autor de este informe, expresa opiniones que reflejan su opinión personal e independiente sobre la compañía analizada. Sin que estas impliquen, ni directa ni indirectamente una recomendación personalizada de la compañía analizada a efectos de constituir un asesoramiento en materia de inversión. El informe se basa en la elaboración de proyecciones financieras detalladas a partir de información pública y siguiendo la metodología de análisis fundamental tradicional (no tratándose, por tanto de un informe de análisis técnico ni cuantitativo). Para la metodología de análisis empleada en la redacción de este informe, por favor, contacte directamente con el analista, cuyos datos de contacto figuran en la portada de este informe.

El informe incluye información básica de los principales parámetros a utilizar por un inversor a la hora de realizar por sí mismo una valoración (sea por descuento de flujos o por múltiplos). Dichos parámetros son la opinión o estimación personal del analista. La persona que reciba este informe deberá aplicar su propio juicio a la hora de utilizar dichos parámetros. Y deberá considerarlos un elemento más en su proceso de decisión en materia de inversión. Esos parámetros no constituyen una recomendación personalizada de inversión.

Normas de confidencialidad y conflictos de interés

Ninguna de las siguientes normas (12) de confidencialidad y conflictos de interés son de aplicación a este informe:

1. El presente informe es un análisis no independiente al estar realizado por encargo de la compañía analizada (emisor).
2. En los últimos 12 meses, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., han tenido mandatos de Finanzas Corporativas o bien han gestionado o cogestionado una oferta pública de los valores del emisor, o bien recibido de dicho emisor una remuneración por los servicios de Finanzas Corporativas, que excluyen los servicios de corredor por unos honorarios anticipados.
3. El Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., espera recibir o pretende obtener en los próximos 6 meses una remuneración por los servicios de Finanzas Corporativas prestados a esta empresa, que excluyen los servicios de corredor por unos honorarios anticipados.
4. El Analista de Inversiones o un miembro del Departamento de Análisis o que viva en su casa tiene una posición larga en las acciones o los derivados del emisor correspondiente.
5. El Analista de Inversiones o un miembro del Departamento de Análisis o que viva en su casa tiene una posición corta en las acciones o los derivados del emisor correspondiente.
6. A la fecha de producción, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U. tenían una posición larga superior al 0,5% del Capital del emisor.
7. A la fecha de producción, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U. tenían una posición corta superior al 0,5% del Capital del emisor.
8. Al fin del mes inmediatamente anterior a la publicación de este informe, o del mes previo si el informe se publica en los diez días siguientes al final del mes, la compañía analizada (el emisor) o cualquiera de sus filiales, poseían el 5% o más de cualquier clase de valores de renta variable del Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U.
9. Un alto directivo o ejecutivo del Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., o bien un miembro de sus departamentos es directivo, ejecutivo, asesor o miembro del Consejo de Administración del emisor y/o una de sus subsidiarias.
10. El Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., actúa en calidad de corredor del Emisor por los honorarios anticipados correspondientes.
11. El contenido de este informe ha sido revisado por el emisor con anterioridad a su publicación.
12. El emisor ha realizado cambios en el contenido del informe antes de su distribución.

Los Analistas de Inversiones que han elaborado el presente Análisis de Inversiones son empleados de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Dichos analistas han recibido (o recibirán) una remuneración en función de los beneficios generales de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Para obtener una copia del Código de Conducta de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. (para la Gestión de Conflictos de Interés en el departamento de Análisis), contacte por correo electrónico con secretaria@ieaf.es 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
01-Sep-2020	n.a.	4,27	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2020	David López Sánchez
18-May-2020	n.a.	3,85	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2020	David López Sánchez
23-Abr-2020	n.a.	3,76	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones	David López Sánchez
02-Mar-2020	n.a.	4,57	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2019	David López Sánchez
18-Nov-2019	n.a.	4,45	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2019	David López Sánchez
02-Sep-2019	n.a.	3,72	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2019	David López Sánchez
16-May-2019	n.a.	4,17	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2019	David López Sánchez
11-Abr-2019	n.a.	4,18	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones	David López Sánchez
01-Mar-2019	n.a.	3,99	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2018	David López Sánchez
17-Ene-2019	n.a.	3,59	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	David López Sánchez