

RENTA VARIABLE - ESPAÑA

Sector: Tecnología - Tecn. de la información

Fecha del informe: 4 abr 2019
Hora distribución: 16:50

Inicio de cobertura
Precio de Cierre: EUR 0,262 (3 abr 2019)

Amper (AMP) es un proveedor de todo tipo de soluciones tecnológicas, focalizado en el suministro del hardware y software necesario para el despliegue de comunicaciones. En 2017 adquiere Nervión, Grupo dedicado al montaje y mantenimiento de instalaciones industriales (esencialmente en España). Actualmente, tras un proceso de reestructuración del negocio, las ventas fuera de España suponen un 18%.

David Lopez Sanchez – david.lopez@lighthouse-ieaf.com
+34 915 904 226

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	281,2	315,9
EV (Mn EUR y USD)	260,4	292,6
Número de Acciones (Mn)	1.075,3	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	0,34 / 0,27 / 0,19	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	2,0	
Rotación ⁽¹⁾	186,1	
Thomson Reuters / Bloomberg	APE.MC / AMP SM	
Cierre año fiscal	31-Dic	

Estructura Accionarial (%)

Amento Capital	5,0
Consejo de Administración	2,7
Auriga Global	2,7
Free Float	89,6

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2018	2019e	2020e	2021e
Nº Acc. ajustado (Mn)	1.043	1.075	1.075	1.075
Total Ingresos	134,0	153,9	166,1	172,8
EBITDA Rec.	6,5	9,9	11,7	13,0
% Var.	49,6	50,9	19,0	11,1
% EBITDA Rec./Ing.	4,9	6,4	7,1	7,5
% Var EBITDA sector ⁽²⁾	13,2	9,4	14,0	10,7
Beneficio neto	40,7	15,1	16,4	17,0
BPA (EUR)	0,039	0,014	0,015	0,016
% Var.	n.a.	-63,9	8,1	4,0
BPA ord. (EUR)	0,002	0,012	0,013	0,014
% Var.	n.a.	n.a.	9,6	4,6
Free Cash Flow Rec. ⁽³⁾	7,5	4,2	6,3	7,1
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda financiera neta	11,3	-39,8	-48,6	-58,2
DN / EBITDA Rec.(x)	1,7	-4,0	-4,1	-4,5
ROE (%)	192,7	30,5	25,1	20,8
ROCE (%) ⁽⁴⁾	62,9	60,9	49,5	41,8

Ratios y Múltiplos (x)

PER	6,7	18,6	17,2	16,5
PER Ordinario	n.a.	21,8	19,9	19,0
P/BV	6,7	4,9	3,8	3,1
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	1,94	1,69	1,57	1,51
EV/EBITDA Rec.	39,9	26,4	22,2	20,0
FCF Yield (%) ⁽⁵⁾	2,7	1,5	2,2	2,5

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

- (1) Volumen total intermediado en el valor (Mn EUR) -12m vs Mkt Cap. Representa el % de la capitalización que ha sido negociado -12m.
- (2) EBITDA (consenso) para el sector de referencia del valor (TRBC Europe Technology Index).
- (3) Calculado sobre FCF recurrente. Ver Anexo 2.
- (4) Calculado con Tasa fiscal teórica. Ver Anexo 2.
- (5) vs TRBC Europe Technology Index.

Cambio radical

EN UN PUNTO DE INFLEXIÓN: El duro proceso de reestructuración atravesado por AMP (2013-2017) está mostrando ya evidencias de una clara "inflexión" operativa: (i) la deuda ya no es un problema y (ii) los negocios tradicionales de AMP se encuentran recuperados y con crecimientos a nivel EBITDA de doble dígito. Visto en términos de rentabilidad operativa el margen ha experimentado una recuperación notable: EBITDA rec. negativo en 2014 (EUR -3,8Mn) vs EBITDA rec./Vtas 2018, 5%.

EL "AJUSTE" YA ESTÁ HECHO. Durante el proceso de reestructuración se produce una desinversión de los activos más endeudados (Latam) y no estratégicos (Pacífico Sur), provocando un desplome de los ingresos recurrentes del Grupo (>80%; EUR 149Mn en 2014 vs EUR 28,3Mn en 2016). Sin embargo, la compra del negocio industrial de Nervión (de mayor volumen, aunque inferior margen) permite "empatar" en 2018 con el tamaño previo a la reestructuración. Se ha consolidado un potencial de generar un BN > EUR 15Mn (con una tasa fiscal <10%).

EL CORE BUSINESS CONTINÚA SIENDO TECNOLÓGICO. La adquisición de Nervión en 2017 produce un importante crecimiento en tamaño (73% de ingresos en 2018), aunque a nivel EBITDA rec. la "foto" es distinta (78% del EBITDA recurrente 2018 corresponde a tecnología). Dentro de los negocios tecnológicos la diversificación del producto hacia nuevos verticales es el camino elegido para mantener el crecimiento y mejorar la rentabilidad, y el EBITDA rec. de esta división pasaría a crecer un +28% (TACC 18-21e; vs 18% industrial), resultando en un crecimiento consolidado del +25% TACC 18-21e.

TODAS LAS OPCIONES ESTÁN ABIERTAS. La posición de caja neta actual (> EUR 30Mn) junto con la capacidad de nueva financiación (con un límite de DN/EBITDA: 2,2x) deja abierta la puerta a un "gran salto en tamaño" por M&A, y crucial para el éxito del Plan Estratégico. El crecimiento no orgánico (no incluido en nuestras proyecciones) aparece también como la vía más rápida para incrementar el FCF Yield y acercarlo al nivel del sector (5%).

Comportamiento relativo -5y (base 100)



Comportamiento en bolsa (%)

	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	-3,7	0,8	28,8	9,4	121,4	75,2
vs Ibex 35	-6,0	-9,4	29,7	-1,5	100,7	95,4
vs Ibex Small Cap Index	-1,3	-8,4	39,6	-1,4	49,0	53,2
vs Eurostoxx 50	-7,2	-13,3	25,5	-4,4	90,3	63,5
vs Índice del sector ⁽⁵⁾	-9,3	-20,2	13,8	-10,0	55,5	6,0

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

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

Investment Summary

En un punto de inflexión

En la actualidad, AMP es una Compañía que desarrolla su actividad a través de dos líneas de negocio bien diferenciadas: (i) Amper Tecnología, focalizada en el suministro de los dispositivos e infraestructura necesarios para el despliegue de redes de telecomunicaciones y centros de control; y (ii) Amper Industrial (adquirida con la integración de Nervión; junio 2017) completamente ajena al negocio tecnológico, siendo su actividad el montaje y mantenimiento de grandes instalaciones industriales, con alta exposición al sector energético (renovables).

Durante los últimos años AMP ha sufrido una importante transformación que plantea a su vez dos preguntas esenciales ¿Qué es AMP hoy? ¿Qué debe esperarse de AMP para su futuro más próximo (2019-2021)?

A) 2014-2018: Reestructuración y vuelta al crecimiento orgánico

2013 marca el inicio del duro proceso de reestructuración atravesado por la Compañía (-5y), llegando a presentar un precurso de acreedores en 2014 (deuda total > EUR 170 Mn y EBITDA recurrente negativo de EUR 3,8Mn), iniciando un proceso de reestructuración que ocupa el período 2014-2017 y que pivota esencialmente sobre 2 pilares:

1. **Reorganización de su negocio tradicional**, con la “limpieza” de activos endeudados y no estratégicos, (la mayoría a un precio simbólico y el compromiso del comprador de asumir su deuda pendiente). Como consecuencia del proceso de reorganización se produce un desplome de los ingresos recurrentes (>80%; EUR 149Mn en 2014 vs EUR 28,3Mn en 2016). Sin embargo, la integración de Nervión permite “empatar” en 2018 con el tamaño previo a la reestructuración (Ingresos > EUR 130Mn, 2018). Visto en términos de rentabilidad operativa el margen ha experimentado una recuperación notable: EBITDA recurrente negativo en 2014 (EUR -3,8Mn) vs EBITDA/Vtas 2018, 5%.

La integración de Nervión en 2017 aporta un importante crecimiento en volumen, pero un negocio de menores márgenes y mayor exposición al ciclo. El cambio de mix de ingresos producido tras su integración (73% de los ingresos totales de 2018) produce un impacto directo sobre la rentabilidad operativa de AMP, que se diluye desde un margen EBITDA recurrente del 14% (ex-Nervión) hasta un 5% consolidado en 2018.

2. **Reestructuración de la deuda**, a través de la conversión en 2014 de EUR 111Mn en equity (>65% de la deuda total en 2014), que además permitió fortalecer el patrimonio neto. El cierre de la transacción de Pacífico Sur y el cobro del último tramo de esa venta en 2019 (EUR 44,4Mn), dejan actualmente a AMP con una posición financiera totalmente saneada (Caja neta > EUR 30Mn).

B) 2019e-2021e: Los negocios tradicionales están listos para acelerar su crecimiento

En la actualidad AMP se encuentra en un punto de inflexión en el que: (i) la deuda ya no es un problema y (ii) los negocios tradicionales del Grupo se encuentran recuperados y con crecimientos a nivel EBITDA recurrente de doble dígito, por lo que la pregunta es sólo una: ¿Y ahora qué?

Para el período 2019e-2021e estimamos que su core business (tecnológico) le permitirá mantener tasas elevadas de crecimiento (Ingresos: +8,8% TACC 2018-2021e), que junto al control de costes y al apalancamiento operativo de los negocios tecnológicos, se traducirá en un crecimiento superior al 20% a nivel de EBITDA recurrente (+25,9% TACC 2018-2021e). Además, la práctica ausencia de minoritarios tras la venta de Pacífico Sur, y una tasa fiscal por debajo del 10%, permitirán el despegue del Beneficio Neto Ord. (+93% TACC 2018-2021e).

AMP tiene como objetivo la diversificación en sus negocios tradicionales en nuevos verticales fuera de Telcos (logística, infraestructura industrial y energía), así como a través de adquisiciones “oportunistas” (previstas en su Plan Estratégico pero que no han sido incluidas en nuestras proyecciones, dado que aún no se han materializado) que aporten nuevos negocios al core business tecnológico.

El cambio de perímetro permite recuperar la rentabilidad del negocio (EBITDA rec/Vtas 2018 5% vs pérdidas en 2014)

Holgada posición financiera tras el cobro de la transacción de Pacífico Sur: Caja neta > EUR 30Mn

Ingresos y EBITDA rec. +8,8% y +25,9 % (TACC 2018 – 2021e) con una mejora del margen EBITDA rec. de 2,6 p.p.,

Por línea de negocio, estimamos que el “motor” del crecimiento orgánico serán los negocios tecnológicos del Grupo: España Telecom y la división de Integrador en Latam (ingresos: +13,9% y +35,9% TACC 2018-2021e, respectivamente), mientras que para el negocio industrial estimamos tasas de crecimiento reducidas (+2,7% TACC 2018-2021e).

Negocios tecnológicos como fuente de crecimiento (Ingresos: +23% TACC 2018-2021e vs +3% industrial)

Sin embargo, en términos de rentabilidad, consideramos que los elevados márgenes de la división de Integrador en Latam (c. 25% en 2018) se verán presionados a la baja durante el horizonte estimado c. 4p.p. (con tendencia a converger con la media del sector, c. 20%), mientras que en las divisiones de España Telecom e Industrial, donde consideramos que aún existe una capacidad de mejora, se producirá un incremento del EBITDA/Vtas: +3p.p. y +1p.p., respectivamente. Todo ello, podría llevar el margen EBITDA recurrente consolidado al 7,5% (vs 5% en 2018).

C) En conclusión: El reto es materializar el crecimiento no orgánico

La holgada posición financiera actual deja abierta la puerta de un “salto en tamaño” por la vía del M&A

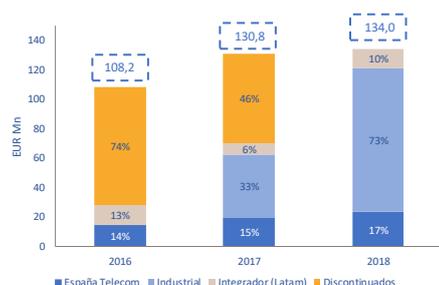
La “foto” actual es la de una Compañía plenamente reestructurada y en crecimiento. Y con un plan muy agresivo de adquisiciones, pendiente de ejecución, pero financieramente creíble. Ya que la caja neta (hoy: >EUR 30Mn), junto con la capacidad de endeudamiento actual de la Compañía (con un máximo de DN/EBITDA de 2,2x: objetivo marcado por la propia AMP) podría dar acceso a una fuente de crecimiento adicional significativa (pero no exenta de riesgo de ejecución).

El éxito de la reestructuración (operativa y financiera) debiera llevar el potencial actual de AMP a niveles de EUR 15Mn (BN) y EUR 9,5Mn (Free Cash Flow) en los próximos dos años (y asumiendo una macro que no “juegue en contra”). Un salto de tamaño por encima de este nivel pasa por el M&A. Lo que explica el título de este epígrafe para definir la situación actual de la Compañía: “En un punto de inflexión”. El crecimiento no orgánico sería la vía más rápida para incrementar el Free Cash Flow Yield de la compañía (<3%, 2021e) y acercarlo a los niveles del sector (5%).

Descripción del negocio

Nueva Amper: Plenamente reestructurada y con capacidad para crecer

Gráfico 1. Composición de la cifra de ingresos



Nota (1): En 2017, la cifra de ingresos sólo incluye 6 meses de la línea de negocio industrial (Nervión: adquirida en jun17).
Nota (2): Cifra consolidada de ingresos incluyendo negocios discontinuados hasta 2017. En 2018 no se consideran como ingresos de explotación EUR 9,2Mn relacionados con actividades de desarrollo (I+D). Para más detalle ver epígrafe "análisis financiero".

Gráfico 2. Deuda financiera (2014 – 2018)

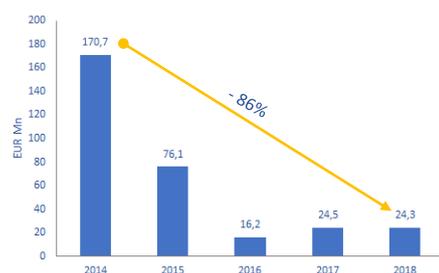
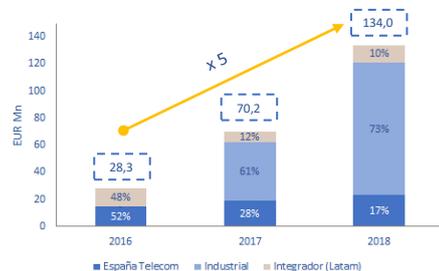


Gráfico 3. Ingresos los negocios continuados



Nota: En 2017, la cifra de Ingresos de los negocios continuados sólo incluye 6 meses de la línea de negocio industrial (Nervión: adquirida en jun17).

El Grupo Amper (AMP), es un proveedor multiservicio de todo tipo de soluciones de telecomunicaciones; focalizado principalmente en el diseño y suministro del hardware y software necesario para el despliegue de redes de comunicaciones y centros de control (España Telecom), así como en la instalación y mantenimiento de infraestructuras de redes en Latam (Integrador Latam). En 2017 se produce la adquisición de Nervión, Compañía dedicada al montaje y mantenimiento de instalaciones industriales. Actualmente, tras un proceso de desinversión de sus negocios en Latam y Pacífico Sur, los ingresos fuera de España suponen un 18% de su facturación (c. 90% durante 2015).

2013 – 2017: Reestructuración (Estructura de capital, negocio tradicional, consejo...)

Con una capitalización actual de EUR 275Mn, AMP ha atravesado una situación operativa y financiera muy delicada durante los últimos años, llegando a presentar un precurso de acreedores en 2014 (deuda financiera total > EUR 170Mn y EBITDA recurrente negativo de EUR 3,8Mn que resultaron en un patrimonio neto negativo de EUR 152Mn). Para solventar dicha situación, durante el período 2014 – 2017 AMP concentra sus esfuerzos en:

- 1. Reestructuración de la deuda y de la estructura de capital:** En septiembre de 2015 se acuerda convertir en capital una parte de la deuda financiera (c. EUR 111Mn convertible en un máximo de 185Mn de acciones de EUR 0,05; "tramo B"), manteniendo como préstamo garantizado EUR 15Mn ("tramo A").

Además, se regulariza la estructura de capital a través de una serie de ampliaciones por importe de EUR 27,3Mn en 2015, EUR 17,2Mn en 2016, EUR 4,8Mn en 2017 y EUR 4,9Mn en 2018, destinadas principalmente a la reducción de deuda (por la conversión de deuda en equity).

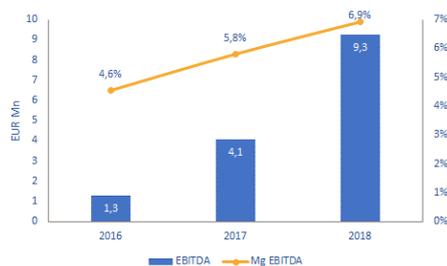
- 2. Reestructuración de su negocio tradicional** (claramente destructor de valor en el período 2012 - 2016) a través de la venta de activos apalancados y no estratégicos (la mayoría a un precio simbólico de un euro y el compromiso del comprador de asumir su deuda pendiente). Además, en 2016 se llega a un acuerdo para la venta de su negocio de Pacífico Sur, donde desarrollaba la actividad de operador de telecomunicaciones bajo la marca "BlueSky" (c. 52% de los ingresos y del 83% del EBITDA en 2016; con un margen EBITDA del 37,0%).

En cuanto a adquisiciones, en junio de 2017 se produce la adquisición del Grupo Nervión, que aporta una nueva línea de negocio: la industrial; de mayor volumen, aunque de menor margen (73% de la cifra de ingresos y 22% del EBITDA rec. en 2018; con un margen EBITDA < 3%).

Consecuencia de este proceso de racionalización de la Compañía se produce una pérdida de tamaño significativa (ver gráfico 3): Ventas 2014, EUR 149,5Mn vs EUR 28,3Mn 2016 (tras la puesta en venta de Pacífico Sur). La compra de Nervión permite "empatar" con el tamaño previo a la reestructuración (Ingresos > EUR 130 Mn, 2018). Visto en términos de rentabilidad operativa el margen ha experimentado una recuperación notable: pérdidas en 2014 (EUR -3,8Mn) vs EBITDA rec./Vtas 2018, 5%.

- 3. Modificación significativa del Consejo de Administración:** A finales de 2017 entran tres nuevos consejeros (sobre un total de 5), incluyendo al nuevo presidente, Clemente Fernández. En abril de 2018 el nuevo Consejo de Administración presenta su Plan Estratégico 2018-2020.

Gráfico 4. EBITDA de los negocios continuados (2016-2018)



Nota (1): En 2017, la cifra de EBITDA de los negocios continuados sólo incluye 6 meses de la línea de negocio industrial (Nervión: adquirida en jun17).

Nota (2): El EBITDA 2018, no incluye ingresos por EUR 6,4Mn relacionados con tres proyectos tecnológicos desarrollados por el Grupo (actividades de I+D), dado que por su naturaleza no los hemos considerados dentro del "core business" del negocio. Para más detalle, ver epígrafe "análisis financiero".

Gráfico 5. Cartera de proyectos negocios continuados (EUR Mn)

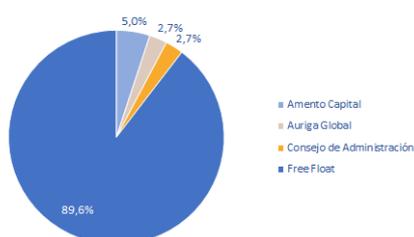


Gráfico 6. Plan Estratégico 2018 – 2020

EUR Mn	2017	2018P	2019P	2020P
Ingresos	70,2	157,9	288,5	349,6
EBITDA	4,1	13,9	29,8	40,7
R. Neto	0,6	10,7	26,9	37,6

Nota: Las cifras de 2018P, 2019P y 2020P hacen referencia a las cifras estimadas del Plan Estratégico 2018-2020.

Gráfico 7. Estructura de accionistas



2018: Desinversiones "completadas" ¿Qué negocio nos queda?

Una vez finalizado el proceso de "racionalización" del negocio tradicional con la desinversión de los activos apalancados en Latam y no estratégicos, así como la venta del negocio en Pacífico Sur, la pregunta es solo una: ¿qué negocio nos queda?

- 1. Negocio más industrial... (de mayor volumen, pero de menor margen):** La incorporación del Grupo Nervión (junio 2017), aporta el grueso de los ingresos de 2018 (c.73% del total), lo que permite al Grupo crecer en volumen, pero con un margen EBITDA recurrente sensiblemente inferior a los negocios tecnológicos tradicionales (1,4% vs 14,1% de los negocios tecnológicos). En 2018 se produce una caída del margen EBITDA rec. de 4p.p. en el negocio industrial, produciendo un efecto dilutivo relevante a nivel consolidado.
- 2. Negocios tradicionales en recuperación,** que aportan ingresos de aprox. EUR 23,3Mn (Telecom España) y EUR 13,0 Mn (Integrador Latam) en 2018 (17% y 10% del total), con un margen EBITDA del 8% y 25%, respectivamente.

En 2018 observamos una recuperación respecto al ejercicio 2017, tanto en volumen (ingresos +20,6% y +60,9% para Telecom España e Integrador Latam) como en márgenes (que incrementan +8 p.p. en su conjunto), debido principalmente al apalancamiento operativo y a la contención de costes.

Además, la cartera de pedidos (EUR 97,3Mn a cierre de 2018; con una duración media de 6-8 meses), permite esperar que la recuperación de los negocios tradicionales del grupo mantenga su continuidad. Destaca el comportamiento de la unidad de Latam, que cierra el ejercicio 2018 con una cartera de EUR 22,1Mn (2,3x vs 2017).

- 3. Negocio con caja neta.** En 2018 se cierra la venta de la línea de negocio del Pacífico Sur por un total de EUR 79,2Mn (c. USD 90,7Mn). A cierre de 2018 quedaban pendientes de cobro EUR 44,4 Mn; cobrados en enero de 2019.

Con la entrada de caja obtenida tras la reestructuración de los negocios, AMP ha amortizado durante el primer trimestre de 2019 el total del crédito sindicado pendiente ("Tramo A"; EUR 12,9 Mn), por lo que a fecha de este informe se encuentra con una posición financiera saneada (caja neta proforma > EUR 30Mn) que le permitirá iniciar el proceso de crecimiento inorgánico comprometido en el Plan Estratégico 2018-2020). Además, el Grupo posee bases imponibles negativas no activadas por importe de EUR 167Mn.

Nuevo Plan de Estratégico 2018-2020 ¿Cuáles son sus principales palancas?

En abril de 2018 se presenta el "Plan Estratégico 2018-2020", con el que se pretende multiplicar x5 la cifra de ingresos y x10 la cifra de EBITDA de los negocios continuados respecto a 2017; alcanzando unos ingresos de EUR 349,6Mn y un EBITDA de EUR 40,7Mn (margen EBITDA del 11,6%).

Los 3 pilares sobre los que se basa el plan estratégico son: (i) contención de costes, (ii) crecimiento orgánico de sus negocios tradicionales (56,4% del EBITDA de 2020e) y (iii) crecimiento inorgánico a través de la selección de negocios rentables principalmente ligados al sector tecnológico (43,6% del EBITDA de 2020e). Dado que el crecimiento inorgánico aún no se ha materializado, no ha sido incluido en nuestras proyecciones financieras.

Estructura accionarial: cambio radical en 2017 y giro estratégico

Como consecuencia de la situación vivida por la Compañía durante los últimos años y el efecto dilución de las ampliaciones de capital necesarias para reestructurar el negocio (pasando de un capital de EUR 2,2Mn a EUR 53,7Mn entre 2014 y 2018), no encontramos un núcleo sólido de accionistas "visible" con una participación superior al 10% del capital desde 2014. A cierre de 2018 quedan aún pendientes de convertir en acciones 46,2Mn de warrants (de un total de 185Mn emitidos en 2015 como consecuencia de la reestructuración de la deuda) con un precio de conversión de EUR 0,05/warrant. Las ventanas de conversión se abrirán de forma anual hasta septiembre de 2025.

En el marco de la adquisición de la participación de Nervión (junio 2017), se produce la entrada en el capital de dos nuevos socios financieros, Amento Capital y Auriga Global (5,0% y 2,7%). Además, a raíz del cambio de control accionarial en 2017, se produce el relevo de más de la mitad del Consejo de Administración (ligado a los anteriores accionistas), sustituyendo también a la anterior cúpula directiva, lo que consideramos ha supuesto un cambio de rumbo radical en el negocio de Amper a través de tres decisiones estratégicas de calado y que explican el presente y (previsible) futuro de la Compañía:

- La ganancia de tamaño a través de la compra de Nervión (multiplicando la facturación por 2x);
- La desinversión en Pacífico Sur, dejando a la Compañía en una posición de Caja Neta superior a EUR 30Mn.
- La decisión estratégica de utilizar la totalidad de la caja actual en crecimiento no orgánico dentro del “core business” de la Compañía (tecnología e integración de sistemas de telecomunicaciones y redes).

Tras los cambios de los últimos años, ¿qué es AMP hoy? (abril 2019)

En la actualidad, AMP desarrolla su actividad a través de cuatro negocios que pueden estructurarse en 2 grandes divisiones: Amper Tecnología y Amper Industrial.

Gráfico 8: Ingresos de los negocios continuados (2018)



Nota (1): Telecom España está compuesto por las unidades de negocio de (i) “Acceso Telecom” y (ii) “Seguridad”.

A) Amper Tecnología: El “core business” (27% ingresos; 78% EBITDA rec.)

La división de Amper Tecnología engloba los negocios de (i) Telecom España (compuesto por las actividades de Acceso Telecom y Seguridad) y (ii) Integrador Latam. Se trata de un área de fuerte crecimiento (ingresos: +32% vs 2017), donde AMP está centrando sus esfuerzos comerciales y de crecimiento inorgánico.

- 1. Acceso Telecom:** Focalizada principalmente en el diseño, homologación y distribución del hardware requerido por las principales operadoras de telecomunicaciones (Orange, Telefónica, Vodafone, Másmovil...) para el despliegue de las redes de fibra óptica de último tramo FTTH y de redes de móviles de cuarta generación. La unidad tiene presencia tanto en España (70% de los ingresos de la unidad), como en Latinoamérica (30% de los ingresos de la unidad). A partir de 2018 (en concreto tras la adquisición de Rubricall e Ingenio 3000 y los pactos de socios firmados con Iberwave y Sensing & Control), se integran nuevos productos relacionados con el IoT¹ (lo que diversifica su base de clientes fuera de las operadoras de telecomunicaciones).

AMP acumula una elevada experiencia en esta unidad de negocio (necesidades de inversión de los principales Operadores de telecomunicaciones, expansión territorial, criterios de inversión...), en la que el valor añadido se encuentra principalmente en el diseño y homologación de los productos suministrados.

Dado que el mercado español de fibra óptica es ya un mercado maduro (y de bajo crecimiento), el principal driver que encontramos dentro de Acceso Telecom es el crecimiento del mercado internacional, principalmente en Latam (en pleno ascenso).

- 2. Seguridad:** desarrolla, integra e implementa centros de control y gestión de emergencias (comunicaciones críticas), integrando las infraestructuras de comunicaciones disponibles, con independencia del fabricante y la tecnología. Para ello, AMP ha desarrollado productos propios (tanto el software como el hardware), con el objetivo de asegurar la máxima conectividad.

Los principales clientes de la unidad son instituciones públicas (cuerpos de seguridad, servicios sanitarios y empresas de transportes), por lo que tiene una elevada exposición a negocios defensivos que garantizan la visibilidad de sus ingresos. En la

¹ Internet of things

actualidad se trata de un negocio esencialmente doméstico (97% de los ingresos en España).

Consideramos la unidad de Seguridad como un negocio recurrente y con elevadas barreras de entrada (dada la naturaleza crítica de los centros de control implantados por AMP).

- 3. Integrador (Latam):** Suministra soluciones integrales de plataformas tecnológicas, desde el diseño e instalación de la red hasta su gestión y mantenimiento. Los productos utilizados por esta unidad son fabricados por Cisco y destinados principalmente a las industrias de salud y seguridad.

AMP ha encontrado un nicho en Latam (Perú, Costa Rica y México), donde ha conseguido varios contratos como proveedor integral de plataformas tecnológicas para hospitales y cárceles. A cierre de 2018 cuenta con una cartera de EUR 22,3Mn (con una duración de entre 6 y 8 meses; multiplicando x2 la cartera de 2017).

B) Amper Industrial: bajos márgenes y mayor exposición al ciclo

La división de Amper Industrial nace tras la adquisición del grupo industrial Nervión, produciendo un importante salto de en tamaño en la Compañía (aportando en 2018 un 73% de los ingresos en 2018 y un 22% del EBITDA recurrente). En la actualidad, las principales actividades del grupo Nervión corresponden a (i) montaje y mantenimiento de instalaciones industriales (offshore, naval, estructuras de almacenamiento de oil & gas...) y (ii) diseño, fabricación y montaje de sistemas de tratamiento de efluentes gaseosos y partículas en suspensión (Fivemasa).

Se trata de un negocio de bajo crecimiento y mayor exposición al ciclo que los negocios tecnológicos. Con una oportunidad de crecimiento en la construcción de infraestructuras para proyectos de energía renovable.

Exposición a dos industrias muy diferentes: Tecnología y Mantenimiento Industrial

A pesar de que el mercado tiende a clasificar a AMP como una Compañía puramente tecnológica, en la actualidad desarrolla su actividad a través 2 grandes divisiones bien diferenciadas: Amper Tecnología (27,1% sobre ingresos y 78,5% del EBITDA y Amper Industrial (72,9% sobre ingresos y 21,4% del EBITDA recurrente). A continuación, se describen las principales tendencias dentro de los segmentos en los que AMP desarrolla su actividad.

Tecnología: heterogeneidad y exposición a grandes cambios disruptivos

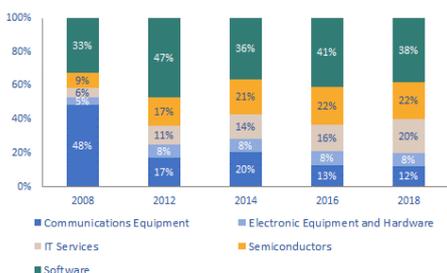
El sector tecnológico se constituye por un amplio número de compañías dedicadas a actividades muy diversas, pero con algo en común, la innovación, activo diferencial de claro valor añadido. Por ello, la industria tecnológica se caracteriza por sus grandes necesidades de inversión en I+D e infraestructuras, especialmente dentro del sector de los Operadores de telecomunicaciones, necesarias para el despliegue de redes con las que impulsar el uso de servicios de voz y datos (donde AMP actúa como uno de sus principales proveedores a través de su unidad "Acceso Telecom"). Centrándonos en Europa, el sector tecnológico representa un 5% del Stoxx Europe 600. El crecimiento esperado del EBITDA de las compañías que componen el índice TRBC Europe Technology para 2019e es del c. 8%.

Gráfico 9. TRBC Technology vs Euro Stoxx 50



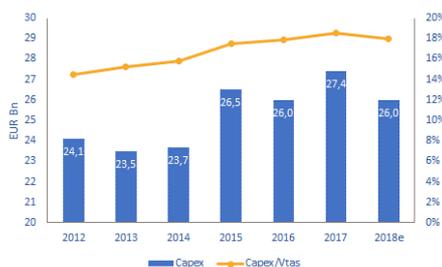
Sector Benchmark: TRBC Europe Technology Index.

Gráfico 10. Composición de compañías tecnológicas en Europa



Nota: Compañías del Euro Stoxx 600 correspondientes a la clasificación GICS "tecnologías de la información".

Gráfico 11. Inversión en CAPEX de Telcos Europa vs ingresos



Fuente: (ETNO, 2019)

Dentro del sector destaca el crecimiento del segmento de Tecnologías de la Información (TI), empujado por la demanda de servicios de Cloud Computing y de Big Data, así como por el desarrollo de herramientas orientadas al internet de las cosas (IoT), donde AMP ha comenzado a posicionarse tras la adquisición de Rubricall (noviembre 2018).

Redes y TI: Impulsadas por la inversión en Capex de las Telcos

La infraestructura de comunicaciones y redes se encuentra en el "núcleo" del ecosistema digital sobre el que actualmente se está construyendo el futuro. La evolución constante de la tecnología, y las nuevas tendencias desarrolladas durante los últimos años, implican que los grandes Operadores de telecomunicaciones deben mantener un nivel constante de inversión para mantener o mejorar la calidad y la capacidad de sus redes. Esto puede resultar difícil en un entorno de mercado muy competitivo, el que los ingresos de las Telcos crecen más lentamente (Ingresos y EBITDA 2019e: -0,6% y -0,2% vs 2018, respectivamente).

En Europa, según la Asociación de Operadores de Telecomunicaciones Europeos (ETNO), el despliegue de redes de banda ancha es ya elevado (c. 97%), ofreciendo velocidades superiores a la media global (70,5MB para redes fijas). Una de las principales características de los Operadores europeos es el incremento de su Capex tanto en términos absolutos como en proporción sobre sus ingresos.

El Capex total de los miembros de ETNO fue de EUR 27,4Bn en 2017 (+14% vs 2012); a pesar de que sus ingresos se vieron reducidos un 11% durante el mismo período (ETNO, 2019). Según las cifras del primer semestre de 2018, la inversión en Capex de 2018 se verá reducida c.4%, pero el % sobre ingresos continuará siendo superior a la media (c.18%).

Para ETNO, uno de los principales roles que asumirán en el futuro cercano los Operadores de Telecomunicaciones será la construcción de una infraestructura de redes adecuada para las nuevas tendencias del siglo XXI, tanto de fibra óptica de alta densidad como de redes inalámbricas de próxima generación (5G). La calidad de la "conectividad" es, y seguirá siendo uno de los principales motores de generación de valor en el sector, donde AMP participará como uno de los principales proveedores de los productos necesarios para su despliegue.

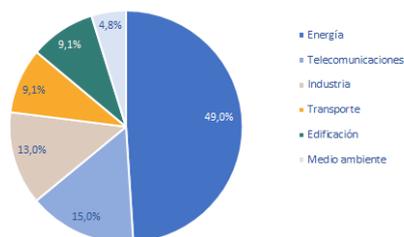
Este driver explica que las compañías más directamente comparables a la división de TI de AMP presenten unas perspectivas de crecimiento de ingresos del 7,0% TACC 2018-2021e vs 7,5% TACC 2015-2018 (Mg EBITDA 20% en 2021e vs 18% en 2018).

Gráfico 12. Montaje y mantenimiento vs Euro Stoxx 50



Sector Benchmark: TRBC Europe Construction & Engineering.

Gráfico 13. Distribución de la facturación del sector de "instalaciones y montajes" (2017)



Fuente: DBK informa.

Nota: Datos correspondientes a la facturación del sector en España.

Gráfico 15. Ingresos del sector en el mercado español (2009-2017)



Fuente: DBK informa.

Nota: Datos correspondientes a la facturación nacional de empresas españolas (sin incluir exportaciones).

Montajes y mantenimiento industrial: mayor exposición al ciclo y bajos márgenes

El negocio de Amper Industrial corresponde principalmente al sector de Montajes, Mantenimiento y Servicios Industriales, uno de los "motores" básicos del crecimiento del tejido industrial, lo que necesariamente implica una elevada ciclicidad.

Las compañías que se clasifican dentro de este sector participan en la ejecución y puesta en marcha de grandes proyectos y obras estratégicas en segmentos como: las comunicaciones, el transporte, la generación y distribución eléctrica, las instalaciones industriales, las energías renovables...; participando no sólo en su construcción, sino también en su mantenimiento, (ADEMI: Asociación de empresas de Ingeniería, Montajes y Servicios Industriales). Dentro del mercado español, la mayor parte del negocio está destinada al sector energético (49% de la facturación total en 2017), uno de los segmentos donde Nervión mantiene una alta exposición.

En el mercado español coexisten un amplio número de pequeñas compañías con un número reducido de compañías de gran dimensión. El negocio presenta una concentración en las empresas de mayor tamaño, con una cuota de mercado de los diez principales operadores en términos de ingresos del 32,4% (en el que se incluye el Grupo Nervión).

En España, (principal mercado donde opera Nervión; >95% de sus ingresos), encontramos un período de boom en la facturación de las empresas del sector entre los años 2001 y 2008 (13,4% TACC), para después corregir más de un 15% hasta 2014 (>40% si no tenemos en cuenta las exportaciones). Actualmente, los ingresos de las empresas del sector españolas se encuentran en recuperación, siendo el mercado exterior (c.50% de la facturación) el principal impulso de la actividad (+8,4% en 2017 vs +1,9% de la facturación en territorio nacional).

Gráfico 14. Facturación total de las empresas del sector españolas (2001 – 2017)



Fuente: DBK informa.

En Europa, tras superar los años difíciles del período 2009-2016, la industria de Montajes y Mantenimiento presenta un bajo crecimiento (+2,8% TACC 2014-2018) y márgenes moderados (Mg EBITDA 2018: c.8%) pero sostenibles. Y con cierta capacidad de recuperación desde los niveles actuales.

Racionalización “completada” ¿Cuál es el siguiente paso?

Gráfico 16. Mix de Ingresos de los negocios continuados (2016 – 2021e)



Nota (1): Las cifras de 2016 y 2017 hacen referencia únicamente a los negocios continuados.

Debido a la situación de crisis vivida por la Compañía (2013-2017; ver Anexo 3), se produce una racionalización del negocio con la desinversión de sus activos más endeudados y menos rentables (Ecuador, Panamá, Centroamérica Norte, Brasil, Argentina, Venezuela) y no estratégicos (Pacífico Sur). Entre 2014 y 2016 la concentración de la actividad en sus negocios más rentables produjo una reducción de los ingresos recurrentes > 80% (EUR 149Mn en 2014 vs EUR 28,3Mn en 2016).

Actualmente el proceso de desinversión y racionalización de los negocios tradicionales puede darse por terminado tras el cierre de la venta de los negocios de Pacífico Sur en 2018, por lo que ahora el “foco” se encuentra en la generación de valor de la Compañía a través del crecimiento orgánico del “core business” (España Telecom, Integrador Latam e Industrial). Y la utilización de la caja para activar el crecimiento inorgánico (no incorporado en nuestras proyecciones financieras). Como hemos visto en el epígrafe de “Descripción del Negocio”: i) España Telecom presta servicios de acceso y seguridad de las comunicaciones, y lo hace tanto a clientes domésticos como internacionales; ii) Integrador Latam, se centra en servicios de instalación y mantenimiento de redes de comunicación en Latam; y iii) la división Industrial es completamente ajena al negocio de IT, siendo su actividad el montaje y mantenimiento de grandes instalaciones industriales, con alta exposición al sector energía (renovables).

Vuelta al crecimiento orgánico (Ingresos: +9% TACC 2018-2021e)

Los resultados publicados en el ejercicio 2018 evidencian una aceleración del crecimiento en ingresos de AMP, alcanzando unos ingresos de explotación (en los que no consideramos EUR 9,2Mn relacionados con actividades de I+D) de EUR 134Mn (+90% vs. 2017), consolidando dos ejercicios de crecimiento de ingresos de doble dígito. Y multiplicando por 5 los ingresos de los negocios continuados de 2016). El crecimiento de ingresos vs 2017 se explica principalmente por el efecto perímetro de la adquisición de Nervión en junio 2017, dado que sólo consolidó los ingresos del segundo semestre. Si asumimos que Nervión hubiese consolidado el 100% de sus ingresos en 2017, el crecimiento proforma de los ingresos del Grupo vs 2017 habría sido del +32,1%.

Además, los negocios continuados del Grupo también han contribuido con crecimientos de doble dígito: (i) España Telecom (EUR 23,3Mn en 2018) que muestra un crecimiento de ingresos del 20,2% vs 2017 y (ii) Integrador Latam, (EUR 13,0Mn en 2018) con un crecimiento del 60,9% vs 2017; lo que pone de manifiesto que los negocios tradicionales de AMP están recuperados y en fase de crecimiento.

Gráfico 17. EBITDA (2016 – 2021e)



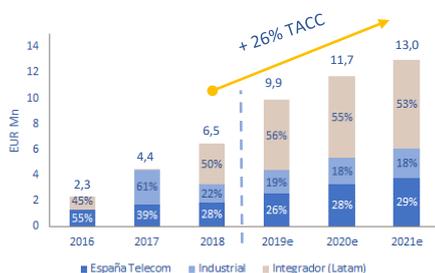
Nota (1): El EBITDA 2018 (y siguientes), no incluye ingresos por EUR 6,4Mn relacionados con los tres proyectos tecnológicos desarrollados en 2018 (actividades de I+D), dado que por su naturaleza no los hemos consideramos dentro del “core business” del negocio.

2019e-2021e: Mejora de márgenes vinculada al mix de ingresos y eficiencia operativa

Para 2018-2021e estimamos una tasa de crecimiento de ingresos orgánica del 8,8% TACC, principalmente empujada por los negocios tecnológicos: (i) España Telecom (+13,9% TACC 2018-2021e) y (ii) Integrador Latam (+35,9% TACC 2018-2021e). Para el negocio industrial estimamos bajas tasas de crecimiento (+2,7% TACC), lo que tendrá como resultado un incremento del mix de ingresos de los negocios tecnológicos frente al negocio industrial (40% del mix en 2021 vs 27% en 2018); una de las principales palancas de mejora del margen del Grupo.

Además, consideramos que AMP aún tiene margen de mejora a través de su rentabilidad operativa, incrementando su margen EBITDA en 2,7p.p. durante el período 2018-2021e hasta el 7,5% (15,8% si excluimos el negocio industrial; vs media del 19% del sector tecnológico en Europa).

Gráfico 18. Contribución al EBITDA recurrente por división 2016 – 2021e)



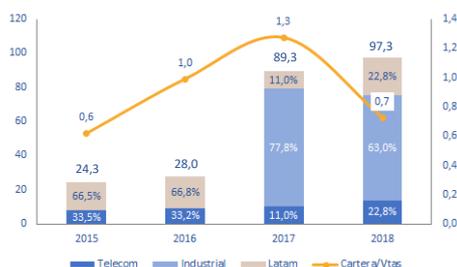
Sus principales palancas por división son las siguientes:

- España Telecom: Apalancamiento en su know how**, tanto en la línea de negocio de “Accesos”, donde AMP posee un importante conocimiento de los productos y soluciones demandados por los principales Operadores de telecomunicaciones, así como en “Seguridad”.

Estimamos un crecimiento del EBITDA recurrente de la división del 26,9% TACC durante 2018-2021e, alcanzando un importe de EUR 3,7Mn en 2021. El crecimiento del EBITDA se explica tanto por el crecimiento de ingresos, que estimamos que mantendrá crecimientos de doble dígito como los vistos durante los dos últimos años (+13,9% TACC 2018-2021e), como por la mejora del margen EBITDA (+3p.p. entre 2018 y 2021; 10,9% sobre ingresos).

Además, dentro de la división de España Telecom valoramos muy positivamente: (i) el desarrollo de productos de mayor valor añadido y la expansión hacia nuevos verticales fuera de Telcos (logística, infraestructura industrial y energía) y (ii) la expansión internacional (principalmente en Latam, donde el mercado de fibra óptica se encuentra en pleno crecimiento).

Gráfico 19. Cartera de proyectos por división (EUR Mn)



- Integrador Latam: la gran sorpresa en 2018**. A cierre de 2018 cuenta con una cartera de proyectos de EUR 22Mn (1,7x ventas 2018; 2,3x superior a la del ejercicio anterior), que ofrece una elevada visibilidad a los ingresos y márgenes de la división para 2019 (Mg EBITDA medio de la cartera actual c. 20%).

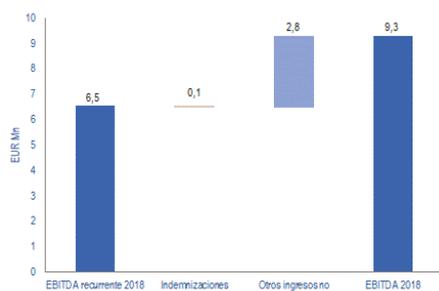
Para la división de Integrador Latam estimamos un crecimiento del EBITDA recurrente del 28,8% TACC durante 2018-2021e, alcanzando un importe de EUR 6,9Mn en 2021. El crecimiento del EBITDA se explica por el crecimiento de ingresos (+35,9% TACC; apoyados en la cartera de cierre de 2018 y en el posicionamiento de liderazgo como integrador de la filial de Perú), compensado por una reducción en el margen EBITDA de 4p.p. (desde el 25% en 2018 hasta el 21% en 2021).

Los márgenes de la división de Latam se sitúan claramente por encima de la división de España Telecom (25% vs 8% en 2018; y de su sector, 19%), por lo que su sostenibilidad en el largo plazo es probablemente uno de los mayores riesgos para AMP. Por lo que consideramos una sensible reducción de éste durante el período 2018-2021e, hasta situarlos en tasas cercanas al 20%.

- Industrial: la “batalla” por el margen**. Esperamos un crecimiento de ingresos mucho más moderado que en las líneas de negocio “tecnológicas” (+2,7% TACC 2018 - 2021e). Sin embargo, consideramos que la división tiene margen para mejorar su rentabilidad operativa, con potencial de alcanzar un margen EBITDA recurrente del 2,2% (+0,8p.p.). Dentro de la unidad Industrial el enfoque hacia la construcción de infraestructuras para proyectos de energía renovable es el camino elegido para mantener el crecimiento y mejorar la rentabilidad.

A nivel consolidado: el apalancamiento operativo (estimamos un crecimiento del 5,7% TACC de los gastos de personal; 3,1p.p. inferior al crecimiento de ingresos), junto al incremento de los negocios tecnológicos sobre el total del mix de ingresos (más rentables) serán los principales drivers que empujarán al EBITDA recurrente total hasta los EUR 13Mn en 2021e (+26% TACC; con un margen del 7,5%).

Gráfico 20. EBITDA recurrente vs EBITDA 2018

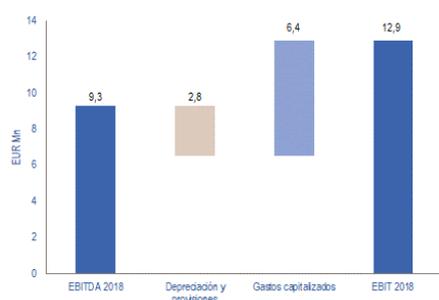


EBITDA 2018: Marcado por el desarrollo de I+D (cuyos ingresos los incluimos por debajo de la línea de EBITDA)

Durante 2018 AMP ha desarrollado tres proyectos tecnológicos (I+D) con un impacto significativo en la cuenta de resultados: (i) reportando unos ingresos totales de EUR 9,2Mn y (ii) con unos costes asociados de EUR 6,4Mn. Los proyectos desarrollados son los siguientes:

- **Proyecto Gateway E4R.** Desarrollo de comunicaciones de voz digitales para entornos complejos y críticos.
- **Proyecto Optrónica militar.** Con el objetivo de desarrollar un generador de frecuencias milimétricas de alta capacidad. Modulación de muy alto ancho de banda (hasta 40 Gbps) para su aplicación en comunicaciones inalámbricas de nueva generación.
- **Proyecto Robótica** para inspección, limpieza y mantenimiento de aerogeneradores marinos.

Gráfico 21. EBIT 2018: Impacto de gastos capitalizados

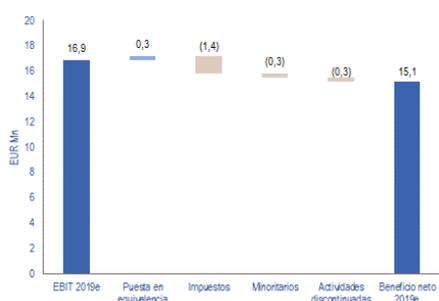


En nuestro análisis hemos considerado los ingresos relacionados con los tres proyectos de desarrollo descritos anteriormente (EUR 9,2Mn) de la siguiente forma: (i) EUR 2,8Mn como ingreso no recurrente (dentro del EBITDA 2018; con impacto en FCF no recurrente), por la diferencia entre los costes incurridos en las actividades de desarrollo y el importe total registrado como ingresos, y (ii) EUR 6,4Mn (c. 100% del EBITDA recurrente; sin impacto en cash flow) como gastos capitalizados (fuera del EBITDA), por la activación de los gastos incurridos en las actividades de desarrollo.

Consideramos que los costes asociados al desarrollo de los proyectos anteriormente descritos (EUR 6,4Mn) son necesarios para la actividad normal y recurrente del Grupo, y por tanto han sido incluidos dentro del EBITDA recurrente. En caso de que fuesen considerados como no recurrentes, se produciría un impacto positivo de EUR 6,4Mn sobre el EBITDA recurrente, empujándolo hasta los EUR 12,0Mn (+100%), alcanzando un margen consolidado total del 9,6% en 2018 (vs 5% incluido en nuestro análisis).

Además, dado que el Grupo cuenta con un programa de I+D para los ejercicios correspondientes al Plan Estratégico 2018-2020, consideramos que AMP mantendrá su política de desarrollo durante los próximos ejercicios (finalizando en 2021), por lo que mantenemos los importes registrados en 2018 durante el horizonte estimado (EUR 2,8Mn como ingresos no recurrentes y EUR 6,4Mn como gastos capitalizados).

Gráfico 22. EBIT vs Beneficio neto 2019e



Recuperación de la senda de beneficio ordinario neto positivo (+93% TACC 2018-2021e)

El programa de I+D iniciado en 2018 y comentado anteriormente ha empujado el beneficio neto ordinario² en EUR 6,4Mn (por la activación de los costes incurridos en las actividades de I+D) hasta los EUR 2,1Mn en 2018. Actualmente AMP se encuentra “de facto” con una posición de caja neta proforma superior a EUR 30Mn si consideramos cobrada la caja por la venta de Pacífico Sur al cierre de 2018), lo que permitirá que la buena evolución del EBITDA recurrente (+26% TACC 2018-2021e), se traslade a un crecimiento de doble dígito del beneficio neto ordinario (TACC 2018-2021e +93%), apuntando una rentabilidad atractiva, medida en términos de ROE (c. 20% 2021e; impulsada en parte por el desarrollo de proyectos de I+D).

Por debajo de la línea de beneficio ordinario encontramos las siguientes partidas en el horizonte estimado: (i) pérdidas de EUR 0,3Mn correspondientes principalmente al resultado financiero de las filiales en Latam que se encuentran en proceso de liquidación (Argentina, Colombia y Brasil) y (ii) minoritarios por importe de EUR 0,3Mn (2% s/ingresos; sin impacto en cash flow). Adicionalmente, la activación de bases imponibles negativas (la Compañía contaba con EUR 166,7Mn fuera de balance a cierre de 2018), permitirá mantener tasas fiscales inferiores al 10% (incorporamos una tasa promedio del 7,9% hasta 2021e).

² Que excluye en 2018: gastos/ingresos no recurrentes (EUR 2,8Mn), y actividades discontinuadas (EUR 36Mn; principalmente explicadas por el ingreso por la venta de Pacífico Sur en 2018).

Gráfico 23. Normalización del Working Capital/Vtas



El cambio de perfil de la Compañía implicará un mayor consumo de circulante

Durante los últimos 10 años el Grupo Amper ha presentado un working capital negativo, acentuado durante los años en los que el Grupo ha atravesado una dura situación financiera (2013-2017).

Sin embargo, durante 2015 y 2018 AMP ha reducido en 3,5p.p. la ratio negativa Working Capital/Vtas hasta el -7,3% (vs -10,9% en 2015), con un impacto negativo acumulado en el free cash flow de EUR 4,2Mn.

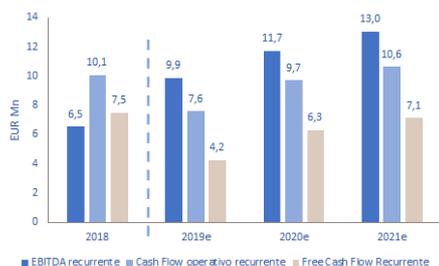
A largo plazo trabajamos con la hipótesis de normalización del circulante hasta niveles del -1,8% s/Vtas (media del período 2006-2012; previo a la situación de crisis del Grupo), lo que implica un impacto negativo en el Free Cash Flow acumulado para el período 2018-2021e de EUR 6,7Mn. Una normalización del capital circulante podría suponer un mayor drenaje de caja hasta alcanzar los niveles medios de sus respectivos sectores de referencia (7,3% y 12% s/ingresos para los sectores de tecnología, y construcción e ingeniería, respectivamente).

Los niveles de CAPEX continúan siendo inferiores a sus comparables

AMP ha mantenido unos niveles reducidos de CAPEX durante los últimos años (media del 3% s/ingresos durante los últimos 5 años vs media de c. 6% de Compañías de tecnología en Europa y 8% de construcción e ingeniería). Y dado que el Plan Estratégico del Grupo contempla un importante crecimiento del negocio a través del crecimiento inorgánico, consideramos que la posición de caja neta con la que cuenta el Grupo actualmente será utilizada para la adquisición de negocios tecnológicos que complementen las unidades actuales de AMP.

Para el período 2019e-2021e consideramos que no serán necesarias inversiones en CAPEX muy superiores a las actuales, por lo que estimamos un CAPEX de mantenimiento de EUR 2,0Mn (c.1,3% s/ingresos), manteniendo un nivel de inversiones cercano al visto en 2018 del 1,0% s/ingresos (EUR 1,4Mn).

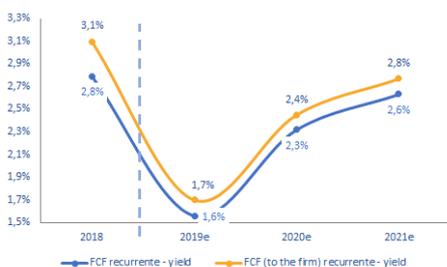
Gráfico 24. Generación de caja (2018 – 2021e)



¿Qué Free Cash Flow genera AMP?

En 2018 la generación del FCF recurrente se vio impulsada por un incremento en la financiación de circulante (EUR 3,6Mn), principalmente derivado de una reducción de inventarios (EUR 1,2Mn) y de un incremento de las cuentas a pagar (EUR 1,8Mn). Sin embargo, en 2019e estimamos que el FCF recurrente se verá impactado de forma negativa por una normalización del capital circulante s/Vtas de 2,4p.p. (impacto negativo de EUR 2,3Mn; 23% del EBITDA recurrente generado). Estimamos un FCF recurrente de EUR 4,2Mn para 2019e y EUR 6,3Mn en 2020e ofreciendo un FCF recurrente Yield promedio del 2,2% (FCF rec. To the firm Yield 2,3%), inferior al 6% ofrecido por el sector.

Gráfico 25. FCF rec. yield vs FCF rec. (to the firm) yield



Las principales partidas que encontramos por debajo del Free Cash Flow recurrente son (i) el impacto de las filiales en liquidación del Grupo en Latam (EUR -0,3Mn), (ii) el cobro por la desinversión de los negocios en Pacifico Sur (EUR 44,4Mn en 2019e; ya cobrados a fecha de este informe) y (iii) EUR 2,8Mn de ingresos por los proyectos de desarrollo de I+D (que continuaran hasta 2021e).

Actualmente, AMP tiene una posición neta de caja superior a EUR 30Mn, con capacidad de convertir c.50% de su EBITDA recurrente anual en caja. A pesar de ello, no esperamos ningún pago de dividendos en el medio plazo, dado que AMP destinará sus excedentes de caja a la adquisición de nuevos negocios a través de oportunidades de M&A.

Gráfico 26. FCF 2020e

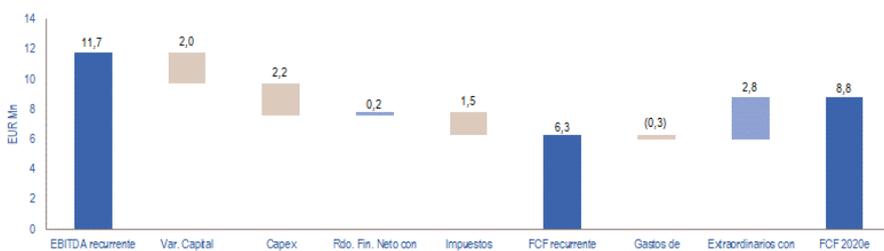


Gráfico 27. Caja neta proforma



Nota (1): La posición de caja de 2018 se ha calculado bajo la hipótesis de que a cierre de 2018 se hubiese (i) producido la entrada de caja por la venta de los negocios de Pacífico Sur (EUR 44,4Mn; cobrados en enero 2019) y (ii) amortizado la totalidad del Tramo A de la deuda concursal (EUR 12,9Mn).

Gráfico 28. Activos y pasivos de las filiales en liquidación (2018)

EUR Mn	Brasil	Argentina	Colombia	Total
Activo	1,1	-	0,7	1,8
Pasivo	8,5	0,4	4,3	13,2
Neto	(7,4)	(0,4)	(3,6)	(11,4)

Nota: Los activos y pasivos de las filiales en liquidación no incluyen los saldos intercompañía.

Gráfico 29. Pasivos contingentes (EUR Mn) 2018



La deuda ya no es un problema: Con holgura financiera para acelerar el crecimiento

Una de las principales debilidades que encontramos en AMP durante su reestructuración (2013-2017) es la falta de “músculo financiero” con el que acometer nuevos proyectos con los que crecer y generar beneficios, lo que a su vez impedía la recuperación del flujo de caja y la generación de valor. Actualmente la situación es muy diferente.

Tras los máximos alcanzados en 2014 (DN: EUR 152,4Mn), la Compañía se encuentra en 2018 con una posición de caja neta “proforma” superior a EUR 30Mn (bajo la hipótesis de que a cierre de 2018 se hubiese producido la entrada de caja procedente de la venta de Pacífico Sur y la amortización de la totalidad del Tramo A de la deuda concursal).

Teniendo en cuenta la posición financiera “saneada” en la que se encuentra AMP al cierre de 2018, y dado que el éxito del Plan Estratégico 2018-2020 pivota casi exclusivamente sobre el crecimiento inorgánico, la utilización de la caja neta actual, junto con la generación de caja de los negocios tradicionales y el acceso a nueva financiación (manteniendo siempre un nivel de endeudamiento inferior a DN/EBITDA: 2,2x) dan a AMP la opción de acelerar el crecimiento inorgánico marcado en el Plan Estratégico (y no incorporado en nuestras proyecciones financieras).

Pasivos contingentes que podrían impactar en el Free Cash Flow

Al cierre de 2018 continúan los trámites iniciados en 2016 para el cierre y liquidación de las filiales de Brasil y Argentina. Por otra parte, AMP se encuentra actualmente analizando diferentes alternativas para la filial de Colombia orientadas a su liquidación y cierre. Los activos y pasivos netos consolidados de las citadas filiales ascienden a un pasivo neto de EUR 11,5Mn (EUR 3,8Mn en 2017; variación explicada por el deterioro de activos no realizables en 2018). Con independencia de los pasivos anteriores, el balance consolidado del Grupo registra un importe de 14Mn de provisiones para cubrir cualquier contingencia que pudiera surgir hasta completar el cierre y liquidación de dichas filiales.

Adicionalmente, AMP registra una provisión de EUR 4,7Mn como provisiones a L/P para hacer frente al pasivo contingente que pudiera surgir como garante subsidiario de la venta de la filial de Venezuela cuyo riesgo se ha calificado como probable (si bien el importe debería ser soportado por la filial vendida, dicha filial no presenta liquidez suficiente para hacer frente al pago).

En conclusión: la reestructuración (finalizada), y los negocios tradicionales en fase de crecimiento, dan a AMP gran potencial para crecer vía adquisiciones

La situación actual de AMP es radicalmente distinta a la que encontrábamos años atrás: (i) la deuda ya no es un problema (posición de caja neta proforma superior a EUR 30Mn) y (ii) los negocios tradicionales del Grupo se encuentran recuperados y con crecimientos a nivel EBITDA recurrente de doble dígito.

La generación de EBITDA recurrente actual (EUR 6,5Mn en 2018 y 25,9% TACC 2018-2021e), ligada principalmente al “core business” del Grupo (negocios tecnológicos), es el pilar fundamental del crecimiento orgánico y la generación recurrente de caja (EUR 4,2Mn en 2019e) que, junto con la posición financiera saneada serán la “piedra angular” para financiar el plan de crecimiento no orgánico sobre el que pivota casi exclusivamente el éxito del Plan Estratégico 2018-2020. Sin embargo, no hay que olvidar que el negocio industrial, de bajos márgenes y mayor exposición al ciclo, podría eventualmente reducir la flexibilidad del Grupo ante un entorno de recesión.

La “foto” de las proyecciones financieras a día de hoy muestra una Compañía plenamente reestructurada y en crecimiento. Y con un plan muy agresivo de adquisiciones, pendiente de ejecución, pero financieramente creíble. Ya que la caja neta (hoy, superior a EUR 30Mn), podría dar acceso a un EBITDA adicional de hasta un 50% del estimado para el “core business” actual en 2019.

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2019e	2020e	2021e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	51,5	9,0	9,8	88			
Market Cap	281,2	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta⁽²⁾	-33,1	Deuda bancaria neta de Caja (último año cerrado)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	3,0%	Coste de la deuda neta			2,5%	3,5%	
Tasa fiscal efectiva (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%	2,8%	
Risk free rate (rf)	1,1%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)			5,5%	6,5%	
Beta (B)	1,5	B (Thomson Reuters)			1,4	1,6	
Coste del Equity	10,0%	Ke = Rf + (R * B)			8,8%	11,5%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	100,0%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	0,0%	D			=	=	
WACC	10,0%	WACC = Kd * D + Ke * E			8,8%	11,5%	
G "Razonable"	2,0%				2,5%	1,0%	

(1) Perpetuo calculado sobre el Free Cash Flow "to the Firm" recurrente del último año estimado. Para más detalle ver Anexo 2.

(2) Corresponde a la caja neta de AMP actual, teniendo en cuenta que los EUR 44,4Mn pendientes de cobro por la transacción de Pacífico Sur fueron cobrados en enero de 2019.

(3) El balance consolidado de AMP registra provisiones y otros pasivos contingentes por un total de EUR 18,7Mn que deberían ser considerados para el cálculo del EV de la Compañía.

Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker Reuters	Mkt. Cap	PER 19e	BPA 19e-21e	EV/EBITDA 19e	EBITDA 19e-21e	EV/Vtas. 19e	Ingresos 19e-21e	EBITDA/Vt as. 19e	FCF Yield 19e
Ezentis	EZEN.MC	171,3	18,8	n.a.	5,9	n.a.	0,5	n.a.	8,4%	4,4%
Global Dominion	DOMI.MC	801,1	19,1	5,8%	8,1	4,4%	0,7	5,1%	8,8%	5,6%
Indra	IDR.MC	1.712,4	12,3	-0,5%	6,3	1,0%	0,7	3,1%	10,8%	8,2%
Tecnología y servicios			16,7	2,7%	6,8	2,7%	0,6	4,1%	0,1	6,1%
Sacyr	SCYR.MC	1.265,9	5,7	13,9%	8,9	11,4%	1,4	-0,1%	15,2%	-35,2%
FCC	FCC.MC	4.359,4	16,4	n.a.	7,8	n.a.	1,2	n.a.	14,8%	7,0%
Bilfinger	GBFG.DE	1.342,8	14,8	22,8%	6,2	16,5%	0,3	4,4%	4,6%	3,1%
Mantenimiento y Montaje industrial			12,3	0,2	7,7	0,1	0,9	0,0	0,1	-8,4%
Amper		281,2	18,6	7,1%	26,43	11,8%	1,69	6,0%	6,4%	1,5%

Análisis de sensibilidad (2020e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 20e	EBITDA 20e	EV/EBITDA 20e
Max	8,1%	13,4	19,5x
Central	7,1%	11,7	22,2x
Min	6,1%	10,1	25,9x

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

EBITDA 20e	CAPEX/Ventas 20e			Escenario	FCF/Yield 20e		
	0,3%	1,3%	2,3%		Max	Central	Min
13,4	9,6	7,9	6,3	Max	3,4%	2,8%	2,2%
11,7	7,9	6,3	4,6	Central	2,8%	2,2%	1,6%
10,1	6,3	4,6	3,0	Min	2,2%	1,6%	1,1%

¿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. **Mala disciplina en M&A.** La Compañía se encuentra “de facto” en posición de caja neta de EUR 33Mn (tras el cobro en enero 2019 de EUR 44,4Mn por la venta de los negocios de Pacífico Sur).

Los ambiciosos objetivos del Plan Estratégico 2018-2020 (multiplicar x5 en ingresos y x10 el EBITDA de 2017; el 43% del EBITDA de 2020 depende directamente de adquisiciones) pueden acelerar la entrada en operaciones corporativas de crecimiento inorgánico (nunca exento de riesgos). La creciente actividad corporativa, junto al interés por pequeños actores con capacidad de crecimiento, pueden conllevar un aumento en la competencia en los procesos de compra, generando abultados fondos de comercio en los adquirientes, con riesgo de destrucción de valor.

2. **Concentración de clientes y proveedores.** Alta concentración de clientes en: (i) Acceso Telecom, donde un porcentaje elevado de sus ingresos se concentran en los principales operadores de telecomunicaciones, y (ii) Ingeniería (+30% de los ingresos de la división corresponden a un único cliente). La pérdida de alguno de sus principales clientes, así como la pérdida de cuota de mercado de éstos derivada de cambios en las tendencias del mercado, impactaría negativamente sobre nuestras estimaciones de ingresos. Además, la unidad de Integración en Latam (10% de los ingresos 2018) concentra sus ingresos en un solo proveedor (Cisco). El incremento de redistribuidores de producto Cisco en Latam, incrementará la competencia en precios, con riesgo de reducción del margen.
3. **Sostenibilidad de los márgenes.** Los esfuerzos de la Compañía en contener sus costes y el enfoque hacia clientes más rentables se ha visto reflejado en una mejora del margen EBITDA 2018 de 1 p.p. (6,9% vs 5,8% en 2017). Sin embargo, la búsqueda de crecimiento (vía volumen) en las líneas de negocio actuales, así como en la nueva línea de negocio industrial (donde la Compañía tiene menos experiencia) podría provocar una reducción de márgenes a nivel consolidado. Una contracción del margen de 2p.p. implicaría una reducción del EBITDA 2019e del 15%.
4. **Expansión en Latam.** Crecer en Latam, donde la Compañía cuenta actualmente con actividad en México, Costa Rica y Perú, es, probablemente, una de las mayores oportunidades para expandir y diversificar su negocio (c. 20% de los ingresos en 2019e). Pero incrementará la exposición de AMP a la macro de la región, que pasará a ser un factor de riesgo claro para la Compañía (asumiendo que en la actualidad Latam tiene un diferencial de crecimiento positivo vs UE en términos de PIB 2019-2020e).
5. **Competencia y riesgo comercial.** Los negocios de elevados márgenes, como es el caso de los negocios tecnológicos de AMP (ex-Nervión; Margen EBITDA recurrente del 14,1% en 2018) atraen necesariamente a nuevos participantes al mercado, incrementando la competencia, y el riesgo comercial de pérdida de clientes y cuota. También con impactos posibles en márgenes por guerras de precios para retener clientes. Un riesgo posible tanto en el mercado doméstico como en Latam.
6. **La gestión del capital circulante.** Actualmente AMP obtiene EUR 9,8Mn (6,4% sobre ventas) de financiación a través de capital circulante negativo (principalmente derivado del negocio tecnológico), lo que podría implicar futuras salidas de caja en caso de normalización. En un escenario de normalización del capital circulante (hasta cero en 2021e), el impacto en el flujo de caja sería de c. EUR 3,0Mn.
7. **Tecnología.** Los negocios de España Telecom e Integración (78% del EBITDA recurrente en 2018) dependen directamente de productos y servicios con un importante componente tecnológico, cuyo riesgo por posibles disrupciones y cambios es elevado. Los cambios tecnológicos anticipados por los consumidores pueden afectar a la demanda en el medio y largo plazo.

Tiempos de renovación (y no sólo del negocio tradicional...)

El cambio experimentado por AMP a lo largo de los últimos cinco años no sólo ha afectado a su modelo de negocio tradicional y mix de ingresos. A finales de 2017 se produce una renovación significativa tanto en (i) el Consejo de Administración (4 de 5 consejeros han sido renovados, incluyendo al presidente, Clemente Fernández) como en (ii) el equipo directivo, donde se ha pasado de 11 miembros en 2014 a una Comisión Ejecutiva del Consejo de Administración, que ha asumido las funciones del anterior equipo directivo (con una reducción de la remuneración > EUR 0,4Mn en 2018 vs 2017).

- 1. Ampliaciones de capital y nuevos accionistas de referencia.** Como consecuencia del proceso de reestructuración de la deuda iniciado en 2015, y que supuso la conversión de EUR 111Mn en capital (a través de la emisión de 185Mn de warrants de EUR 0,05/acción de valor nominal), hoy no encontramos un accionista de referencia con una participación superior al 10% (Jaime Espinosa de los Monteros, presidente de AMP entre 2012 y 2017, mantenía una posición de c. 20% del capital en 2014). Las sucesivas ampliaciones de capital necesarias para completar la reestructuración de la deuda, así como la reestructuración del negocio tradicional, han supuesto que el capital social de AMP se multiplique por c. 24 veces durante el período 2014-2018 (quedando pendientes de conversión 40,4Mn de warrants sobre un total de 1.075,3 Mn de acciones en 2018; c.3,7% del capital). El free float se ha visto aumentado desde el 55% en 2013 hasta el 89% en 2018.

Desde 2017, los accionistas de referencia son Amento Capital y Auriga (5,0% y 2,8% del capital respectivamente). Así, el capital se encuentra principalmente en manos de socios financieros. Entre 2017 y 2018 la participación de Auriga en el capital de AMP ha disminuido del 4,0% al 2,8%.

- 2. Retribución del Consejo de Administración y equipo directivo.** Consejo compuesto por 5 miembros (1 ejecutivo, 1 externo y 3 independientes; sólo uno de ellos con antigüedad anterior a 2017). Durante 2018 el importe total de la retribución al Consejo en concepto de asignación fija y dietas de asistencia ha sido de EUR 0,2 Mn (de un máximo establecido en EUR 0,7 Mn). Destacar que, dentro del marco de optimización de costes, el actual presidente ejecutivo Clemente Fernández no ha recibido ninguna retribución salarial por sus funciones ejecutivas durante 2018 (vs 0,3Mn en 2017 correspondientes al anterior presidente).

En su conjunto, el Consejo de Administración controla de forma directa un 2,7% del capital.

- 3. Nuevos estímulos al desempeño del Consejo, vinculados al cumplimiento del Plan Estratégico.** AMP cuenta con un sistema de retribución variable dirigido al Consejo de Administración, que persigue incrementar su foco en los resultados de la Compañía tanto (i) en el largo plazo, con un bonus del 0,7% del capital vinculado a la consecución del Plan Estratégico en todas sus cifras 2018-2020, como en el (ii) corto plazo, con un pago adicional del 0,2% del capital (en cada uno de los años contemplados en el Plan Estratégico) cuando se superen en un 10% dos de las tres cifras clave en las que se basa el plan (Ventas, EBITDA y Rdo. Neto).
- 4. Equipo directivo con clara vocación por el crecimiento inorgánico,** dado que un 65% del crecimiento del EBITDA comprometido en el Plan Estratégico 2018-2020 corresponde a adquisiciones. Las expectativas de M&A para el ejercicio 2019 son elevadas (el Consejo se ha comprometido a realizar dos operaciones corporativas significativas durante el primer semestre), y obviamente la generación de valor de las mismas no está garantizada. El Plan Estratégico, y su carácter extremadamente agresivo, tienen un efecto claro en el "governance" de la Compañía.
- 5. Sin remuneración al accionista en el medio plazo.** Para poder financiar el crecimiento del negocio, nuestras proyecciones contemplan la continuidad de la actual política de dividendos (Pay Out, 0%). Además, no hay ningún compromiso por parte de la Compañía en relación con un inicio de pago de dividendos. Ni es algo contemplado en el Plan Estratégico.

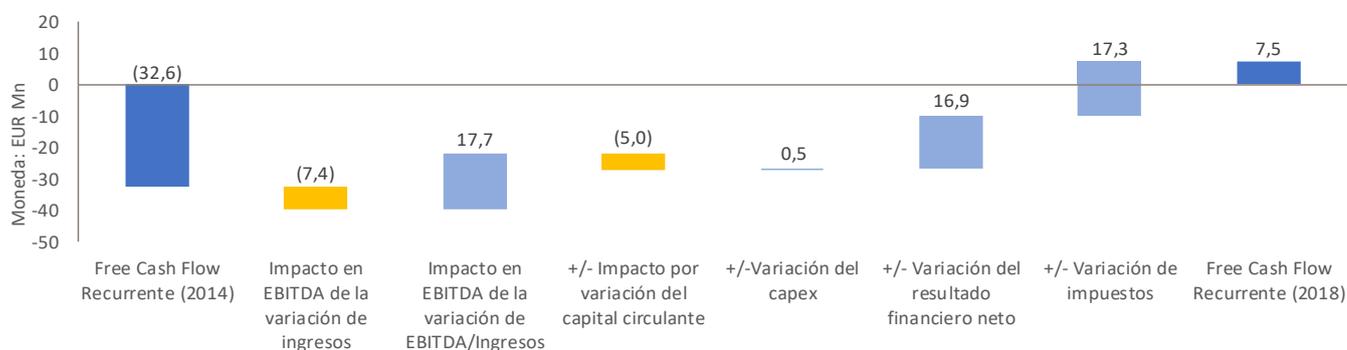
Anexo 1. Estados financieros

Balance (EUR Mn)	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	TACC	
Inmovilizado inmaterial	2,1	1,6	0,4	0,7	9,1	15,5	21,8	28,2		
Inmovilizado material	31,1	38,4	0,6	6,1	6,3	6,2	5,4	4,2		
Otros activos no corrientes	1,8	1,6	1,0	2,0	2,4	2,4	2,4	2,4		
Inmovilizado financiero	3,1	6,6	97,5	100,7	45,3	1,2	1,5	1,8		
Fondo de comercio y otros intangibles	31,7	41,0	14,5	14,0	13,3	13,3	13,3	13,3		
Activo circulante	80,0	63,1	21,1	52,1	50,2	57,6	62,3	64,8		
Total activo	149,8	152,3	135,1	175,5	126,6	96,2	106,7	114,7		
Patrimonio neto	(152,7)	(20,8)	(6,8)	0,2	42,0	57,2	73,6	90,6		
Minoritarios	12,1	26,4	31,1	31,0	(0,9)	(0,6)	(0,2)	0,2		
Provisiones y otros pasivos a LP	11,3	13,8	76,3	70,2	14,1	14,1	14,1	14,1		
Deuda financiera neta	152,4	55,8	4,0	15,8	11,3	(39,8)	(48,6)	(58,2)		
Pasivo circulante	126,7	77,1	30,6	58,4	60,0	65,2	67,8	67,9		
Total pasivo	149,8	152,3	135,1	175,5	126,6	96,2	106,7	114,7		
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	14-18	18-21e
Total Ingresos	149,5	129,6	28,3	70,2	134,0	153,9	166,1	172,8	-2,7%	8,8%
Cto.Total Ingresos	-43,3%	-13,3%	-78,2%	148,2%	90,9%	14,8%	8,0%	4,0%		
Coste de ventas	(85,5)	(55,2)	(15,5)	(30,0)	(58,3)	(66,9)	(72,8)	(75,7)		
Margen Bruto	64,1	74,4	12,8	40,3	75,7	87,0	93,3	97,1	4,3%	8,6%
Margen Bruto / Ingresos	42,9%	57,4%	45,1%	57,3%	56,5%	56,5%	56,2%	56,2%		
Gastos de personal	(39,7)	(35,0)	(9,2)	(30,1)	(59,6)	(64,9)	(68,4)	(70,4)		
Otros costes de explotación	(28,2)	(19,9)	(1,2)	(5,8)	(9,6)	(12,2)	(13,1)	(13,7)		
EBITDA recurrente	(3,8)	19,5	2,3	4,4	6,5	9,9	11,7	13,0	n.a.	25,9%
Cto.EBITDA recurrente	n.a.	n.a.	-88,2%	89,9%	49,6%	50,9%	19,0%	11,1%		
EBITDA rec. / Ingresos	n.a.	15,1%	8,1%	6,2%	4,9%	6,4%	7,1%	7,5%		
Gastos de reestructuración	(1,7)	(0,6)	(1,0)	(0,3)	(0,1)	-	-	-		
Otros ingresos / gastos no recurrentes	-	(0,2)	-	-	2,8	2,8	2,8	2,8		
EBITDA	(5,5)	18,7	1,3	4,1	9,3	12,7	14,6	15,9	n.a.	19,6%
Cto.EBITDA	n.a.	n.a.	-93,1%	216,0%	127,7%	36,8%	14,7%	8,9%		
EBITDA/Ingresos	n.a.	14,4%	4,6%	5,8%	6,9%	8,2%	8,8%	9,2%		
Depreciación y provisiones	(8,8)	(9,6)	(0,4)	(0,8)	(2,8)	(2,2)	(2,9)	(3,5)		
Gastos capitalizados	0,0	0,1	-	-	6,4	6,4	6,4	6,4		
EBIT	(14,4)	9,2	0,9	3,3	12,9	16,9	18,1	18,7	n.a.	13,3%
Cto.EBIT	60,6%	n.a.	-90,2%	261,9%	293,7%	31,0%	6,9%	3,7%		
EBIT / Ingresos	n.a.	7,1%	3,2%	4,7%	9,6%	11,0%	10,9%	10,8%		
Impacto fondo de comercio y otros	(24,6)	(2,8)	(0,1)	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(17,1)	(5,7)	0,0	(2,4)	(0,2)	0,0	0,2	0,3		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3		
Beneficio ordinario	(56,1)	0,7	0,9	1,1	13,0	17,2	18,6	19,3	n.a.	14,0%
Cto.Beneficio ordinario	-5,4%	n.a.	18,9%	23,5%	n.a.	32,0%	8,0%	3,9%		
Extraordinarios	-	93,5	4,7	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	(56,1)	94,2	5,6	1,1	13,0	17,2	18,6	19,3	n.a.	14,0%
Impuestos	(18,3)	(3,5)	(0,5)	(0,4)	(1,0)	(1,4)	(1,5)	(1,5)		
Tasa fiscal efectiva	n.a.	3,7%	9,2%	40,3%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%		
Minoritarios	0,1	(3,5)	(4,7)	(6,4)	(7,4)	(0,3)	(0,4)	(0,4)		
Actividades discontinuadas	(0,8)	2,9	(3,1)	6,9	36,1	(0,3)	(0,3)	(0,3)		
Beneficio neto	(75,1)	90,0	(2,7)	1,1	40,7	15,1	16,4	17,0	n.a.	-25,2%
Cto.Beneficio neto	0,1%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-62,8%	8,1%	4,0%		
Beneficio ordinario neto	(54,3)	(2,1)	(3,0)	(5,4)	2,1	12,9	14,1	14,8	n.a.	92,8%
Cto. Beneficio ordinario neto	0,5%	-96,2%	44,7%	81,2%	n.a.	525,5%	9,6%	4,6%		
Cash Flow (EUR Mn)	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	14-18	18-21e
EBITDA recurrente						9,9	11,7	13,0	n.a.	25,9%
Var.capital circulante						(2,3)	(2,0)	(2,4)		
Cash Flow operativo recurrente						7,6	9,7	10,6	20,9%	1,8%
CAPEX						(2,0)	(2,2)	(2,2)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						0,0	0,2	0,3		
Impuestos						(1,4)	(1,5)	(1,5)		
Free Cash Flow Recurrente						4,2	6,3	7,1	n.a.	-1,6%
Gastos de reestructuración y otros						(0,3)	(0,3)	(0,3)		
- Adquisiciones / + Desinversiones						44,4	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						2,8	2,8	2,8		
Free Cash Flow						51,1	8,8	9,6	n.a.	4,2%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						(51,1)	(8,8)	(9,6)		

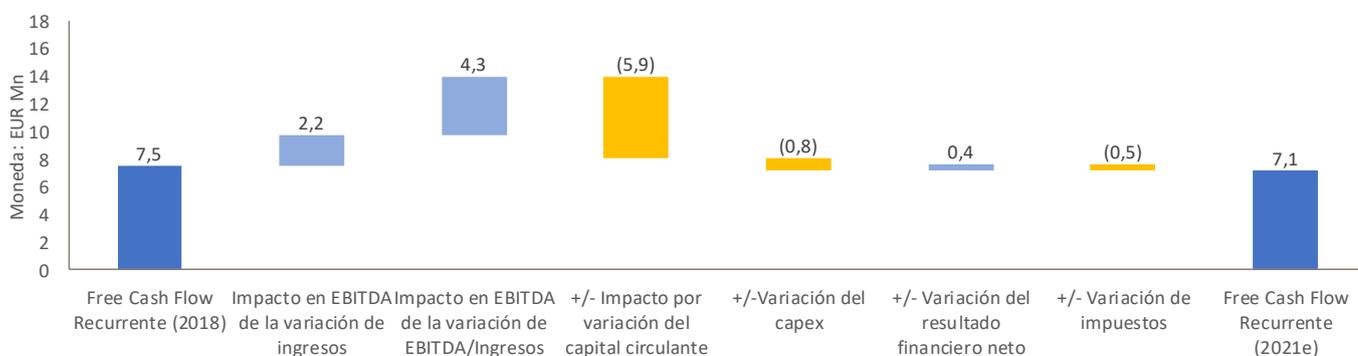
Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	TACC	
								15-18	18-21e
EBITDA recurrente	19,5	2,3	4,4	6,5	9,9	11,7	13,0	-30,6%	25,9%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	<i>n.a.</i>	<i>-88,2%</i>	<i>89,9%</i>	<i>49,6%</i>	<i>50,9%</i>	<i>19,0%</i>	<i>11,1%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>15,1%</i>	<i>8,1%</i>	<i>6,2%</i>	<i>4,9%</i>	<i>6,4%</i>	<i>7,1%</i>	<i>7,5%</i>		
+/- Var. Capital circulante	(32,6)	-4,6	(3,2)	3,6	(2,3)	(2,0)	(2,4)		
= Cash Flow operativo recurrente	(13,1)	(2,3)	1,2	10,1	7,6	9,7	10,6	<i>n.a.</i>	1,8%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	<i>n.a.</i>	<i>-82,5%</i>	<i>n.a.</i>	<i>757,0%</i>	<i>-24,8%</i>	<i>27,9%</i>	<i>9,6%</i>		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>1,7%</i>	<i>7,5%</i>	<i>4,9%</i>	<i>5,8%</i>	<i>6,2%</i>		
- CAPEX	(6,7)	(0,1)	(4,6)	(1,4)	(2,0)	(2,2)	(2,2)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(5,7)	0,0	(2,4)	(0,2)	0,0	0,2	0,3		
- Impuestos	(3,5)	(0,5)	(0,4)	(1,0)	(1,4)	(1,5)	(1,5)		
= Free Cash Flow recurrente	(29,0)	(2,9)	(6,2)	7,5	4,2	6,3	7,1	<i>n.a.</i>	-1,6%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	<i>-11,1%</i>	<i>-90,0%</i>	<i>114,9%</i>	<i>n.a.</i>	<i>-43,5%</i>	<i>48,5%</i>	<i>13,6%</i>		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>5,6%</i>	<i>2,7%</i>	<i>3,8%</i>	<i>4,1%</i>		
- Gastos de reestructuración y otros	(0,6)	(1,0)	(0,3)	(0,1)	(0,3)	(0,3)	(0,3)		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(16,0)	-	(2,9)	(1,7)	44,4	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	93,5	24,7	3,3	2,7	2,8	2,8	2,8		
= Free Cash Flow	48,0	20,8	(6,0)	8,5	51,1	8,8	9,6	-43,9%	4,2%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	<i>n.a.</i>	<i>-56,7%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>502,0%</i>	<i>-82,8%</i>	<i>9,7%</i>		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>2,7%</i>	<i>1,5%</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,5%</i>		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	<i>17,1%</i>	<i>7,4%</i>	<i>n.a.</i>	<i>3,0%</i>	<i>18,2%</i>	<i>3,1%</i>	<i>3,4%</i>		
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e		
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	(32,6)	(29,0)	(2,9)	(6,2)	7,5	4,2	6,3		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	0,5	(15,3)	3,4	4,0	1,0	0,8	0,5		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	22,8	(2,0)	(1,3)	(1,8)	2,4	1,1	0,8		
= Variación EBITDA recurrente	2,2	(17,2)	2,1	8,9	3,3	1,9	1,3		
+/- Impacto por variación del capital circulante	(41,2)	28,0	1,4	6,7	(5,8)	0,2	(0,4)		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	(17,8)	10,8	3,5	8,9	(2,5)	2,1	0,9		
+/- Variación del CAPEX	(4,8)	6,6	(4,5)	3,2	(0,6)	(0,2)	(0,1)		
+/- Variación del resultado financiero neto	11,4	5,7	(2,4)	2,2	0,2	0,2	0,1		
+/- Variación de impuestos	14,8	3,0	0,1	(0,6)	(0,3)	(0,1)	(0,1)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	3,6	26,1	(3,3)	13,7	(3,3)	2,0	0,9		
Free Cash Flow Recurrente	(29,0)	(2,9)	(6,2)	7,5	4,2	6,3	7,1		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	TACC	
EBIT	9,2	0,9	3,3	12,9	16,9	18,1	18,7	11,7%	13,3%
* Tasa fiscal teórica	3,7%	9,2%	25,0%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto) ⁽¹⁾	(0,3)	(0,1)	(0,8)	(1,0)	(1,3)	(1,4)	(1,5)		
EBITDA recurrente	19,5	2,3	4,4	6,5	9,9	11,7	13,0	-30,6%	25,9%
+/- Var. Capital circulante	(32,6)	(4,6)	(3,2)	3,6	(2,3)	(2,0)	(2,4)		
= Cash Flow operativo recurrente	(13,1)	(2,3)	1,2	10,1	7,6	9,7	10,6	<i>n.a.</i>	1,8%
- CAPEX	(6,7)	(0,1)	(4,6)	(1,4)	(2,0)	(2,2)	(2,2)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,3)	(0,1)	(0,8)	(1,0)	(1,3)	(1,4)	(1,5)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	(20,1)	(2,5)	(4,2)	7,7	4,2	6,1	6,9	<i>n.a.</i>	-3,4%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	<i>n.a.</i>	<i>-87,7%</i>	<i>69,3%</i>	<i>n.a.</i>	<i>-44,5%</i>	<i>44,0%</i>	<i>13,0%</i>		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>0,1</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(16,0)	-	(2,9)	(1,7)	44,4	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	93,5	24,7	3,3	2,7	2,8	2,8	2,8		
= Free Cash Flow "To the Firm"	n.a.	n.a.	n.a.	8,8	51,5	9,0	9,8	<i>n.a.</i>	3,6%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>484,7%</i>	<i>-82,6%</i>	<i>8,9%</i>		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>2,9%</i>	<i>1,6%</i>	<i>2,3%</i>	<i>2,7%</i>		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>3,4%</i>	<i>19,8%</i>	<i>3,4%</i>	<i>3,8%</i>		

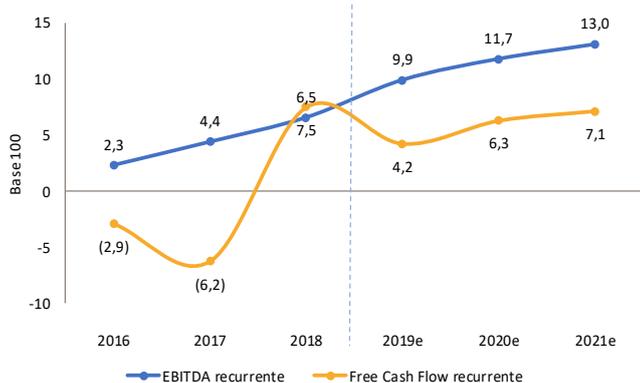
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2014 - 2018)



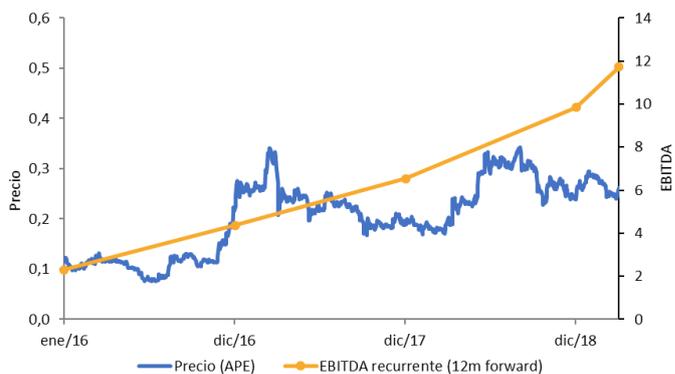
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2018 - 2021e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



Anexo 3. Comportamiento histórico ⁽¹⁾

Comportamiento histórico (EUR Mn)													TACC
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	08 - 18
Total Ingresos	359,1	285,6	261,8	392,7	348,1	263,6	149,5	129,6	28,3	70,2	134,0	153,9	-9,4%
Cto. Total ingresos	15,8%	-20,5%	-8,3%	50,0%	-11,4%	-24,3%	-43,3%	-13,3%	-78,2%	148,2%	90,9%	14,8%	
EBITDA	30,3	5,5	(9,2)	22,7	10,1	8,0	(5,5)	18,7	1,3	4,1	9,3	12,7	-11,2%
Cto. EBITDA	-0,4%	-81,9%	n.a.	n.a.	-55,7%	-20,4%	n.a.	n.a.	-93,1%	216,0%	127,7%	36,8%	
EBITDA/Ingresos	8,5%	1,9%	n.a.	5,8%	2,9%	3,0%	n.a.	14,4%	4,6%	5,8%	6,9%	8,2%	
Beneficio neto	20,9	(15,1)	(32,7)	(4,4)	(24,6)	(72,1)	(75,1)	90,0	(2,7)	1,1	40,7	15,1	6,9%
Cto. Beneficio neto	15,5%	n.a.	117,2%	-86,6%	459,0%	193,2%	4,2%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-62,8%	
Nº Acciones Ajustado (Mn)	236,3	215,2	215,6	230,6	237,0	289,1	317,7	326,3	698,3	856,4	1.043,2	1.075,3	
BPA (EUR)	0,088	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,276	n.a.	0,001	0,039	0,014	
Cto. BPA	15,7%	n.a.	-63,9%										
BPA ord. (EUR)	0,062	n.a.	0,002	0,012									
Cto. BPA ord.	12,9%	n.a.	n.a.										
CAPEX	(3,8)	(1,4)	(1,3)	(1,2)	(12,0)	(3,9)	(1,9)	(6,7)	(0,1)	(4,6)	(1,4)	(2,0)	
CAPEX/Vtas %	1,1%	0,5%	0,5%	0,3%	3,4%	1,5%	1,3%	5,2%	0,4%	1,0%	1,0%	1,3%	
Free Cash Flow	0,4	19,3	(13,9)	25,0	(15,9)	9,2	(34,3)	48,0	20,8	(6,0)	8,5	51,1	36,9%
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾	-0,7x	-7,3x	n.a.	3,3x	9,2x	-2,7x	n.a.	3,0x	3,1x	3,9x	1,2x	-3,1x	
PER (x)	6,3x	n.a.	6,1x	18,6x									
EV/Vtas (x)	0,35x	0,55x	0,21x	0,40x	0,44x	0,14x	1,20x	1,22x	7,55x	3,39x	1,99x	1,69x	
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾	4,2x	28,4x	n.a.	6,9x	15,1x	4,7x	n.a.	8,5x	n.a.	n.a.	28,8x	20,5x	
Comport. Absoluto	-59,5%	39,6%	-48,6%	-42,8%	-3,6%	-33,8%	-67,0%	154,5%	76,8%	-13,1%	27,5%	9,4%	
Comport. Relativo vs Ibx 35	-33,1%	7,5%	-37,8%	-34,1%	1,1%	-45,4%	-68,1%	174,1%	80,5%	-19,1%	50,0%	-1,5%	

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

Anexo 4. Principales competidores 2019e

		Telecom					Industrial				
EUR Mn		Ezentis	Global Dominion	Indra	Cellnex	Corning	Average	Sacyr	FCC	Bilfinger	APE.MC
Market data		Ticker (Reuters)	DOMI.MC	IDR.MC	CLNX.MC	GLW		SCYR.MC	FCC.MC	GBFG.DE	APE.MC
Country		Spain	Spain	Spain	Spain	USA		Spain	Spain	Germany	Spain
Market cap		171,3	801,1	1.712,4	7.724,3	23.024,8	6.686,8	1.265,9	4.359,4	1.342,8	281,2
Enterprise value (EV)		260,2	719,2	2.202,7	11.005,6	28.405,4	8.518,6	5.669,4	7.111,0	1.233,7	260,4
Basic financial information											
Total Revenues		522,8	1.016,4	3.265,8	949,6	10.657,7	3.282,4	4.185,4	6.122,6	4.297,8	153,9
Total Revenues growth		-0,7%	6,7%	4,3%	9,5%	8,3%	5,6%	8,9%	2,2%	3,5%	14,8%
2y CAGR (2019e - 2021e)		n.a.	5,1%	3,1%	5,9%	6,3%	5,1%	-0,1%	n.a.	4,4%	6,0%
EBITDA		44,0	89,0	351,6	498,4	3.237,0	844,0	635,2	906,3	199,2	12,7
EBITDA growth		0,4%	11,0%	8,6%	-3,5%	28,6%	9,0%	16,5%	5,3%	17,5%	36,8%
2y CAGR (2019e - 2021e)		n.a.	4,4%	1,0%	15,6%	4,1%	6,3%	11,4%	n.a.	16,5%	11,8%
EBITDA/Revenues		8,4%	8,8%	10,8%	52,5%	30,4%	22,2%	15,2%	14,8%	4,6%	8,2%
Net Profit		12,9	48,6	161,6	98,2	1.587,3	381,7	258,9	265,7	77,2	15,1
Net Profit growth		8,6%	15,7%	9,9%	n.a.	70,8%	26,2%	14,9%	-5,0%	n.a.	-62,8%
2y CAGR (2019e - 2021e)		n.a.	5,4%	-0,5%	21,2%	6,5%	8,2%	13,9%	n.a.	27,1%	7,1%
Capex		9	21,4	67,6	244,7	1.571,8	382,9	695,7	346,7	88,0	2,0
CAPEX/Sales %		1,8%	2,1%	2,1%	25,8%	14,7%	9,3%	16,6%	5,7%	2,0%	1,3%
Free Cash Flow		13,2	50,3	165,5	167,4	998,2	278,9	(228,3)	303,7	63,7	51,1
Net financial debt		91,0	(128,7)	418,3	2.247,7	3.686,4	1.263,0	3.616,5	2.378,5	144,7	(39,8)
ND/EBITDA (x)		2,1	(1,4)	1,2	4,5	1,1	1,5	5,7	2,6	0,7	(4,0)
Outstanding Shares		n.a.	168,2	193,2	245,7	941,0	387,0	555,4	378,4	41,5	1.075,3
Pay-out		n.a.	0,0%	17,3%	27,9%	41,3%	21,6%	16,5%	9,1%	55,9%	0,0%
Multiples and Ratios											
P/E (x)		18,8	19,1	12,3	80,3	16,2	29,3	5,7	16,4	14,8	18,6
P/BV (x)		6,5	n.a.	2,2	8,7	2,1	4,8	0,8	2,9	0,9	4,9
EV/Revenues (x)		0,5	0,7	0,7	11,6	2,7	3,2	1,4	1,2	0,3	1,7
EV/EBITDA (x)		5,9	8,1	6,3	22,1	8,8	10,2	8,9	7,8	6,2	26,4
ROE		18,4	11,4	19,5	14,2	13,8	15,5	14,6	19,2	6,1	30,5
FCF Yield (%)		4,4	5,6	8,2	2,2	4,5	5,0	(35,2)	7,0	3,1	1,5
DPS		-	-	0,1	0,1	0,7	0,2	0,1	0,1	1,0	-
Price Close		0,5	4,7	9,7	25,8	29,3	14,0	2,2	11,5	30,3	0,262
Div Yield		0,0%	0,0%	1,5%	0,4%	2,4%	0,9%	3,5%	0,6%	3,4%	0,0%

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

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

INFORMACIÓN LEGAL IMPORTANTE SOBRE ESTE INFORME

LIGHTHOUSE

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

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

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

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

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

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

DISCLAIMER

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

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

Normas de confidencialidad y conflictos de interés

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

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

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
04-Abr-2019	n.a.	0,262	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	David Lopez Sanchez