

RENTA VARIABLE - ESPAÑA

Sector: Industrial - Máquina Herramienta

Fecha del informe: 11 abr 2019
Hora distribución: 11:10

Revisión de estimaciones
Precio de Cierre: EUR 4,18 (10 abr 2019)

Nicolás Correa (NEA) es un grupo industrial español (Burgos), dedicado al diseño y fabricación de máquina-herramienta de arranque, y especializado en fresadoras para la industria de mecánica general (sectores aeronáutico, autos, etc). Actualmente las ventas en España suponen el 10% del total (2018). En el 90% de exportaciones destacan Europa (55%) y China (18%).

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

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	51,5	58,0
EV (Mn EUR y USD)	49,7	56,0
Número de Acciones (Mn)	12,3	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	4,40 / 3,86 / 3,00	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,1	
Rotación ⁽¹⁾	56,5	
Thomson Reuters / Bloomberg	NEA.MC / NEA SM	
Cierre año fiscal	31-Dic	

Estructura Accionarial (%)

Familia Nicolás-Correa	31,8
Desmasa	3,0
Consejo (Excl. Nicolás-Correa)	2,0
Free Float	63,2

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2018	2019e	2020e	2021e
Nº Acc. ajustado (Mn)	12,2	12,3	12,3	12,3
Total Ingresos	72,1	75,0	77,3	79,6
EBITDA Rec.	8,5	9,0	9,2	9,5
% Var.	31,8	5,9	2,9	3,0
% EBITDA Rec./Ing.	11,7	12,0	11,9	11,9
% Var EBITDA sector ⁽²⁾	7,3	2,6	6,1	5,0
Beneficio neto	7,9	6,8	7,0	7,0
BPA (EUR)	0,64	0,55	0,56	0,56
% Var.	n.a.	-14,4	2,5	-0,1
BPA ord. (EUR)	0,54	0,55	0,56	0,56
% Var.	52,8	1,8	2,5	-0,1
Free Cash Flow Rec. ⁽³⁾	6,2	5,3	6,0	6,0
Pay-out (%)	23,4	30,0	30,0	30,0
DPA (EUR)	0,15	0,17	0,17	0,17
Deuda financiera neta	1,5	-6,0	-10,0	-13,9
DN / EBITDA Rec.(x)	0,2	-0,7	-1,1	-1,5
ROE (%)	18,2	13,7	12,8	11,7
ROCE (%) ⁽⁴⁾	15,6	15,3	15,1	14,7

Ratios y Múltiplos (x)

PER	6,5	7,6	7,4	7,4
PER Ordinario	7,7	7,6	7,4	7,4
P/BV	1,1	1,0	0,9	0,8
Dividend Yield (%)	3,6	4,0	4,1	4,0
EV/Ventas	0,69	0,66	0,64	0,62
EV/EBITDA Rec.	5,9	5,5	5,4	5,2
FCF Yield (%) ⁽⁵⁾	12,0	10,4	11,7	11,7

(* 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 (Thomson Reuters Europe Industrial Machinery and Equipment).
- (3) Calculado sobre FCF recurrente. Ver Anexo 2.
- (4) Calculado con Tasa fiscal teórica. Ver Anexo 2.
- (5) vs Thomson Reuters Europe Industrial Machinery and Equipment.

Sin miedo al cambio de ciclo

REVISAMOS AL ALZA NUESTRAS ESTIMACIONES a raíz de unos resultados muy positivos en 2018. Suben todas las partidas de la cuenta de resultados empujadas por el incremento de volumen de negocio visto en 2018. La concentración de la actividad de la matriz en una sola planta y el control de costes y mejora de la productividad han reforzado la posición competitiva de NEA, consolidando un margen EBITDA del 12% (+1,5p.p. superior al estimado).

EL CICLO APARECE COMO LA PRINCIPAL INCERTIDUMBRE... Tras el salto en ingresos de 2018 (+22%) esperamos un "frenazo" en el crecimiento para 2019e (+4%) y 2020e (+3%). En estas circunstancias, consideramos que NEA se encuentra razonablemente defendida, ya que podrá beneficiarse durante la primera mitad de 2019 de la inercia de una cartera de pedidos superior a su media histórica (EUR 34Mn a cierre 2018; 0,5x ingresos 2018).

FCF YIELD, 11% (CONVERSIÓN DE C. 60% DEL EBITDA EN FCF REC.), resultado de un negocio con bajas necesidades de capital circulante (al obtener anticipos de clientes que ayudan a su financiación) y nulo impacto de financieros. La compañía cuenta con bases imponibles negativas a compensar (EUR 17,1Mn), que ayudarán a mantener una tasa fiscal reducida durante los próximos ejercicios.

EN POSICIÓN DE CAJA NETA: La capacidad de generar un FCF recurrente de c. EUR 5,3Mn empujará la caja neta hasta los EUR 6,0Mn en 2019e (11,6% s/Mkt Cap). Asumimos un pay-out del 30% (2019e-2021e) y compatible con una estructura de capital "hipersaneada" (yield del 4%).

EUR Mn	2019 (Nuevo)	Revisión (%)	2020 (Nuevo)	Revisión (%)	2021 (Nuevo)
Total Ingresos	75,0	10,3%	77,3	11,4%	79,6
EBITDA (Recurrente)	9,0	25,8%	9,2	30,0%	9,5
Cto. EBITDA Rec.	5,9%	4,5 p.p.	2,9%	3,4 p.p.	3,0%
EBITDA Rec. / Ventas	12,0%	1,5 p.p.	11,9%	1,7 p.p.	11,9%
Beneficio Neto	6,8	42,8%	7,0	45,2%	7,0
Free Cash Flow (Rec.)	5,3	46,7%	6,0	45,6%	6,0
DN / EBITDA	-0,7 x	-0,3 x	-1,1 x	-0,3 x	-1,5 x

Comportamiento relativo -5y (base 100)



Comportamiento en bolsa (%)

	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	-3,9	21,9	10,9	28,6	179,6	153,3
vs Ibex 35	-6,7	14,7	15,1	16,8	150,5	178,4
vs Ibex Small Cap Index	-3,9	18,6	23,2	18,3	89,7	131,5
vs Eurostoxx 50	-7,9	9,4	11,3	12,7	137,7	133,2
vs Índice del sector ⁽⁵⁾	-13,3	5,5	12,9	5,0	105,1	94,6

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

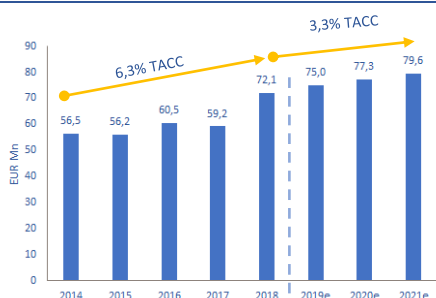
Este informe se ha realizado en base a información pública. El informe incluye un análisis financiero de la compañía cubierta. El informe no propone ninguna recomendación personalizada de inversión. Los inversores tan solo deben considerar el contenido de este informe como un elemento más en su proceso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



Revisión de estimaciones: al alza

La cartera de pedidos y la resiliencia en márgenes llevan a mejores números en 2019

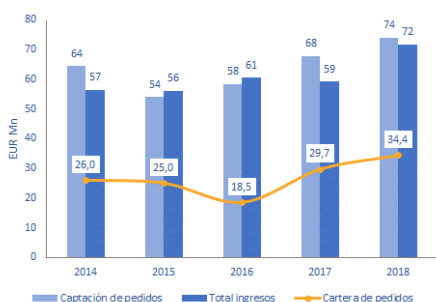
Gráfico 1. Evolución de ingresos (2014-2021e)



Los resultados de 2018 muestran una continuidad en el crecimiento iniciado años atrás: (i) incremento de ingresos del 22% respecto a 2017, con (ii) un margen sobre EBITDA recurrente cercano al 12% (vs 10,9% en 2017), lo que demuestra que las decisiones tomadas durante el período de reestructuración han resultado estratégicamente acertadas.

El dato de cartera (EUR 34,4Mn 2018; +16% vs 2017) con una duración media de 6-7 meses (gráfico 2), permite proyectar 2019e con un optimismo “moderado”, ya que, en estas circunstancias, NEA se encuentra razonablemente defendida ante una macro que “juegue en contra”. Aunque no perdemos de vista el resultado de captación del 4T 2018 (EUR 11Mn vs media de EUR 21Mn durante 2018), que podría estar anticipando los efectos de una desaceleración.

Gráfico 2. Captación, ingresos y cartera

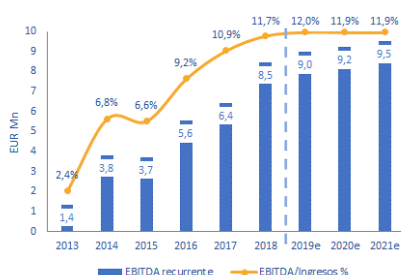


Por todo ello, revisamos al alza nuestras estimaciones (2019-2020).

Esta revisión se resume en tres grandes líneas:

- **Ingresos (EUR 75Mn; +10% vs estimaciones iniciales)**, empujados por el incremento de volumen visto en 2018 y por una cartera de pedidos superior a su media histórica; de la que NEA podrá beneficiarse durante la primera mitad de 2019e.
- **EBITDA (EUR 9Mn; +25% vs estimaciones iniciales)**, explicado principalmente por el mayor volumen de ingresos. Además, la concentración de la actividad de la matriz en una sola planta y el control de costes han reforzado la posición competitiva de NEA y su capacidad de mantener márgenes cercanos al 12% (+1,5p.p. vs nuestra estimación inicial).
- **Beneficio neto (+43% vs estimaciones iniciales)**. Los puntos anteriores, junto a una revisión a la baja de la tasa fiscal efectiva (9,3% vs nuestra estimación inicial del 19,9%), permiten “disparar” el beneficio neto 2019e hasta los EUR 6,8Mn.

Gráfico 3. Evolución del EBITDA Rec. y del Margen EBITDA Rec. (2014 – 2021e)



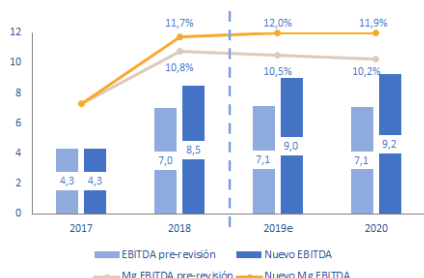
Desaceleración en el crecimiento de ingresos (+3,3% TACC 2019e-2021e)...

Según CECIMO (Asociación Europea de Máquina-Herramienta) la demanda de máquina-herramienta continuará creciendo hasta la primera mitad de 2019 (aunque a un ritmo inferior al visto en 2017 y 2018). En este escenario, el crecimiento de ingresos visto durante 2018 gracias a la inercia del ciclo (+22%), se normaliza en 2019e (+4%) y 2020e (+3%), ajustando su comportamiento al crecimiento esperado del consumo mundial de máquina-herramienta para los próximos ejercicios (según CECIMO 3T 2018: +3,8% en 2019e, estabilizándose en un crecimiento del 3% en los próximos 4 años).

... con unos márgenes sensiblemente mejores que el sector (12% s/Ingresos)

Valoramos muy positivamente el “enfoque” hacia la rentabilidad de la compañía (incremento del margen EBITDA de 5p.p entre 2014 y 2018) frente al crecimiento por volumen de períodos anteriores. Consideramos que la compañía ha alcanzado una rentabilidad operativa optima (y superior a sus principales competidores), situando su margen EBITDA en el 12% (con un margen bruto del 55,5%) vs 8,7% de la media del subsector de fresadoras. En estas circunstancias, NEA generará un EBITDA cercano a los EUR 9Mn en 2019 (EV/EBITDA de 5,5x vs 10,7x de su sector).

Gráfico 4. Revisión del EBITDA (1)



Beneficio Ordinario Neto (+1,6% TACC 2018-2020e)

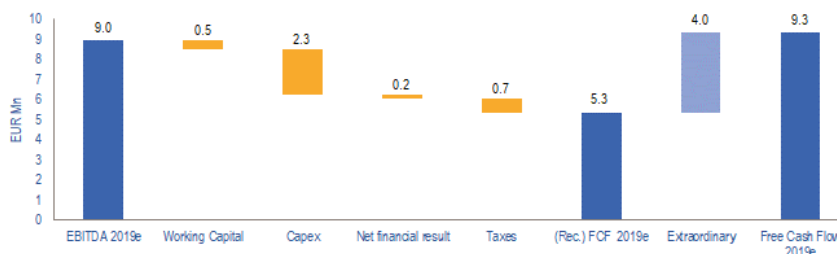
El continuo desapalancamiento financiero ha tenido su reflejo en un menor gasto financiero (5% del EBITDA en 2018, vs. +70% en 2013), siendo irrelevante la contribución de financieros en el medio plazo. Adicionalmente, las bases imponibles negativas pendientes de compensar (EUR 17,1Mn en 2018) permitirán mantener tasas fiscales reducidas (incorporamos una tasa promedio del 10,6% hasta el 2021e; vs un ingreso fiscal de EUR 0,9Mn en 2018).

Nota 1: “EBITDA pre-revisión” hace referencia al EBITDA estimado por Lighthouse en el inicio de cobertura publicado el 17 de enero de 2019

¿Qué Free Cash Flow genera NEA?

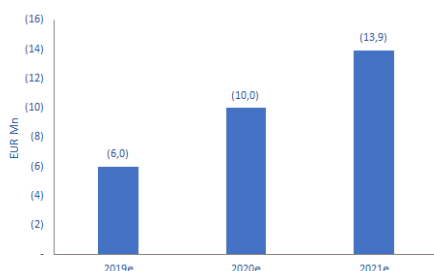
En un contexto como el actual, en el que la compañía ha alcanzado una estructura operativa rentable, consideramos que NEA generará un Free Cash Flow recurrente de EUR 5,3Mn en 2019e hasta EUR 6,0Mn en 2021e (FCF rec. to the firm yield del 11,0% y 12,2%, respectivamente vs una media del 5,8% del sector de máquina-herramienta; ver Anexo 2).

Gráfico 5. Free Cash Flow ⁽²⁾ 2019e



Nota 2: Incluye una entrada de caja extraordinaria de EUR 4Mn asociada al cobro pendiente por la venta de la planta de Itziar.

Gráfico 6. Posición de caja neta (2019e – 2021e)



Solidez financiera, fuera de duda (también si el ciclo “jugara en contra”...)

Desde que la deuda neta del Grupo alcanzara su máximo en 2012 (EUR 21,3Mn), NEA ha estado utilizando la caja generada para disminuir su apalancamiento, con una reducción de la posición de deuda neta del 93% entre 2013 y 2018 (DN/EBITDA Rec. de 0,2x en 2018, en línea con la industria de máquina-herramienta: 0,5x). Sin embargo, el FCF de EUR 9,3Mn estimado para 2019e (incluyendo el cobro extraordinario de EUR 4,0Mn por la venta de la planta de Itziar), permitirán que NEA alcance una posición de caja neta de EUR 6,0Mn en 2019e; tras repartir un dividendo de EUR 1,8Mn con cargo a los resultados de 2018 (y en línea con lo esperado).

La solidez financiera de la compañía permite que asumamos una continuidad en el reparto de dividendo. Asumimos un Pay-out del 30% para el período 2019e-2021e (yield del 4%)

2019e – 2021e: ¿Qué pasaría si...?

En conclusión: mantenemos el “equity story”, que pivota casi exclusivamente en la capacidad de la compañía de mantener su posición competitiva gracias a la flexibilidad (y experiencia) adquirida tras el período de crisis atravesado durante la última década. Ahora la pregunta es solo una: En un contexto de evidente desaceleración cíclica en los principales mercados de NEA (Europa: 65% s/Vtas y China: 18% s/Vtas) ¿los niveles actuales de rentabilidad podrían mantenerse en un escenario de caída de ingresos?

La idea básica es la de una compañía con cierta resiliencia. Pero no la de una compañía acíclica. Ni la de un ciclo favorable. La ciclicidad del sector “máquina-herramienta” es inherente. Y el ciclo, salvo sorpresa, se desacelerará. La última pregunta a contestar es lo esperable en un contexto aun peor. En el caso de una caída de ingresos del 5% en 2019 vs 2018, estimamos márgenes del 9,8%. Y FCF recurrente de c.4Mn. Que implica un FCF yield del 7,6%. Quizá este sea el aspecto de más interés a la hora de valorar el resultado de esta “historia de éxito”. Y su impacto en la cotización. Incluso una caída de ingresos 2019 del 10% (vs 2018) dejaría el FCF en EUR 3,0Mn. Afianzando el argumento de que el riesgo cíclico se ha reducido sustancialmente en NEA gracias a su reestructuración. Pero, obviamente, no ha desaparecido...

	Caso Base 2019e	Escenario pesimista 2019e	Esc. Más pesimista 2019e	Pesimista vs Base	Más pesimista vs Base
EUR Mn					
Cto. Ingresos	4,0%	0,0%	-5,0%		
Ingresos totales	75,0	72,1	68,5	-3,8%	-8,7%
EBITDA	9,0	8,0	6,7	-11,3%	-25,5%
EBITDA rec./Ingresos	12,0%	11,0%	9,8%		
Cto. EBITDA vs 2018	5,9%	-6,1%	-21,1%		
+/- Var. Capital Circulante	(0,5)	(0,8)	(0,5)		
+/- Capex	(2,3)	(2,2)	(2,1)		
+/- Rdo. Financiero	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
+/- Impuestos	(0,7)	(0,5)	(0,1)		
FCF recurrente	5,3	4,4	3,9	-17,9%	-27,4%
Caja Neta	(6,0)	(5,0)	(4,5)		
FCF Rec. Yield %	10,4%	8,6%	7,6%		

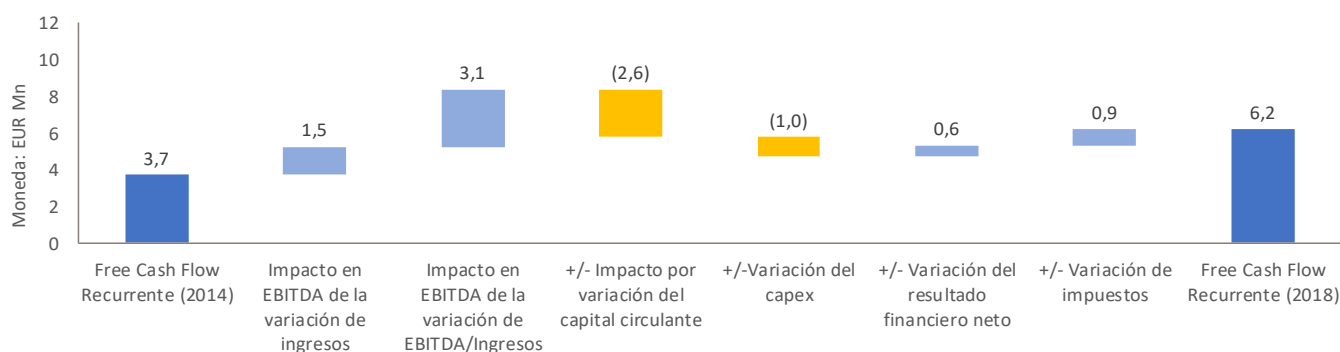
Anexo 1. Estados financieros

Balance (EUR Mn)	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e		
Inmovilizado inmaterial	0,2	0,7	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3		
Inmovilizado material	22,8	22,4	17,0	16,7	12,7	13,8	14,4	15,1		
Otros activos no corrientes	10,4	10,4	9,8	9,6	10,5	10,5	10,5	10,5		
Inmovilizado financiero	1,0	0,9	2,9	2,5	6,4	2,4	2,4	2,5		
Fondo de comercio y otros intangibles	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5		
Activo circulante	32,5	28,8	28,2	30,6	36,2	37,6	38,7	39,8		
Total activo	76,4	72,6	67,8	69,4	75,5	74,0	75,8	77,6		
Patrimonio neto	32,7	34,3	37,2	39,4	47,1	52,1	57,0	61,9		
Minoritarios	3,4	3,4	0,7	0,7	0,8	0,9	1,1	1,2		
Provisiones y otros pasivos a LP	2,7	2,7	2,1	2,1	2,3	2,3	2,3	2,3		
Deuda financiera neta	16,4	14,5	12,1	8,1	1,5	(6,0)	(10,0)	(13,9)		
Pasivo circulante	21,2	17,7	15,8	19,0	23,8	24,7	25,4	26,2		
Total pasivo	76,4	72,6	67,8	69,4	75,5	74,0	75,8	77,6		
										TACC
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	14-18	18-21e
Total Ingresos	56,5	56,2	60,5	59,2	72,1	75,0	77,3	79,6	6,3%	3,3%
<i>Cto.Total Ingresos</i>	1,4%	-0,5%	7,7%	-2,1%	21,8%	4,0%	3,0%	3,0%		
Coste de ventas	(26,6)	(25,8)	(27,2)	(26,6)	(32,1)	(33,4)	(34,4)	(35,4)		
Margen Bruto	29,9	30,4	33,3	32,6	40,1	41,7	42,9	44,2	7,5%	3,3%
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	53,0%	54,1%	55,0%	55,1%	55,5%	55,5%	55,5%	55,5%		
Gastos de personal	(15,3)	(16,4)	(16,6)	(14,8)	(16,9)	(17,5)	(18,0)	(18,5)		
Otros costes de explotación	(10,8)	(10,3)	(11,1)	(11,4)	(14,6)	(15,2)	(15,7)	(16,2)		
EBITDA recurrente	3,8	3,7	5,6	6,4	8,5	9,0	9,2	9,5	22,0%	3,9%
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>	181,4%	-2,6%	49,3%	15,8%	31,8%	5,9%	2,9%	3,0%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	6,8%	6,6%	9,2%	10,9%	11,7%	12,0%	11,9%	11,9%		
Gastos de reestructuración	-	-	-	(2,1)	-	-	-	-		
Otros ingresos / gastos no recurrentes	-	-	-	-	-	-	-	-		
EBITDA	3,8	3,7	5,6	4,3	8,5	9,0	9,2	9,5	22,0%	3,9%
<i>Cto.EBITDA</i>	181,4%	-2,6%	49,3%	-22,1%	95,7%	5,9%	2,9%	3,0%		
<i>EBITDA/Ingresos</i>	6,8%	6,6%	9,2%	7,3%	11,7%	12,0%	11,9%	11,9%		
Depreciación y provisiones	(1,6)	(1,7)	(2,2)	(1,4)	(1,3)	(1,2)	(1,3)	(1,3)		
Gastos capitalizados	0,1	0,3	0,0	-	0,1	-	-	-		
EBIT	2,4	2,3	3,4	3,0	7,3	7,8	7,9	8,2	32,1%	4,0%
<i>Cto.EBIT</i>	162,2%	-4,6%	48,4%	-11,9%	143,9%	6,9%	2,4%	2,8%		
<i>EBIT / Ingresos</i>	4,2%	4,1%	5,6%	5,0%	10,1%	10,3%	10,3%	10,3%		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(1,1)	(0,9)	(0,6)	(0,3)	(0,5)	(0,2)	(0,1)	(0,1)		
Resultados por puesta en equivalencia	0,0	(0,1)	0,0	(0,3)	0,0	0,0	0,0	0,0		
Beneficio ordinario	1,3	1,3	2,7	2,4	6,8	7,6	7,9	8,1	50,4%	6,2%
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>	n.a.	1,6%	103,9%	-13,6%	186,2%	12,5%	3,1%	3,3%		
Extraordinarios	-	-	1,9	-	0,4	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	1,3	1,3	4,7	2,4	7,2	7,6	7,9	8,1	52,5%	4,3%
Impuestos	0,0	(0,2)	0,1	(0,0)	0,9	(0,7)	(0,8)	(1,0)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	n.a.	12,3%	n.a.	0,2%	n.a.	9,3%	9,8%	12,7%		
Minoritarios	0,0	0,2	(0,6)	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	1,4	1,4	4,1	2,2	7,9	6,8	7,0	7,0	55,3%	-4,1%
<i>Cto.Beneficio neto</i>	n.a.	0,2%	203,0%	-45,6%	251,8%	-13,8%	2,5%	-0,1%		
Beneficio ordinario neto	1,3	1,4	2,1	4,3	6,6	6,8	7,0	7,0	48,9%	1,6%
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	n.a.	0,7%	56,3%	104,4%	52,8%	2,5%	2,5%	-0,1%		
										TACC
Cash Flow (EUR Mn)	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	14-18	18-21e
EBITDA recurrente						9,0	9,2	9,5	22,0%	3,9%
Var.capital circulante						(0,5)	(0,4)	(0,4)		
Cash Flow operativo recurrente						8,5	8,8	9,1	8,1%	5,6%
CAPEX						(2,3)	(1,9)	(2,0)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,2)	(0,1)	(0,1)		
Impuestos						(0,7)	(0,8)	(1,0)		
Free Cash Flow Recurrente						5,3	6,0	6,0	13,7%	-0,8%
Gastos de reestructuración y otros						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						4,0	-	-		
Free Cash Flow						9,3	6,0	6,0	11,4%	-7,2%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(1,8)	(2,0)	(2,1)		
Variación de Deuda financiera neta						(7,5)	(4,0)	(3,9)		

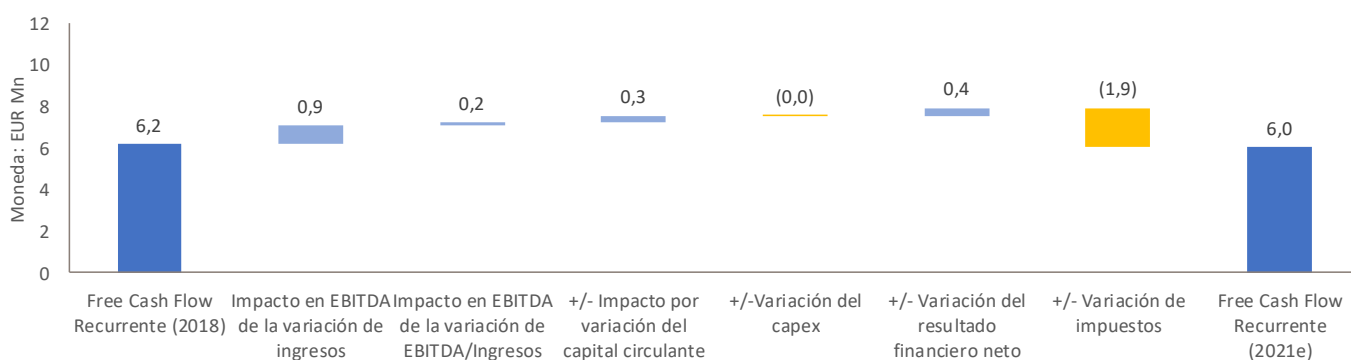
Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	TACC	
								15-18	18-21e
EBITDA recurrente	3,7	5,6	6,4	8,5	9,0	9,2	9,5	31,6%	3,9%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	-2,6%	49,3%	15,8%	31,8%	5,9%	2,9%	3,0%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	6,6%	9,2%	10,9%	11,7%	12,0%	11,9%	11,9%		
+/- Var. Capital circulante	0,2	-1,3	0,8	(0,7)	(0,5)	(0,4)	(0,4)		
= Cash Flow operativo recurrente	3,9	4,3	7,2	7,7	8,5	8,8	9,1	25,3%	5,6%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	-30,6%	9,0%	67,8%	7,4%	9,5%	4,4%	3,0%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	7,0%	7,1%	12,1%	10,7%	11,3%	11,4%	11,4%		
- CAPEX	(1,5)	(0,9)	(1,0)	(1,9)	(2,3)	(1,9)	(2,0)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,9)	(0,6)	(0,3)	(0,5)	(0,2)	(0,1)	(0,1)		
- Impuestos	(0,2)	0,1	(0,0)	0,9	(0,7)	(0,8)	(1,0)		
= Free Cash Flow recurrente	1,4	2,8	5,8	6,2	5,3	6,0	6,0	63,2%	-0,8%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	-61,6%	97,3%	108,4%	5,7%	-13,2%	12,8%	-0,3%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	2,5%	4,6%	9,8%	8,5%	7,1%	7,8%	7,6%		
- Gastos de reestructuración y otros	0,1	(0,1)	0,0	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,9	0,2	1,2	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	(2,1)	1,4	4,0	-	-		
= Free Cash Flow	2,4	2,9	5,0	7,5	9,3	6,0	6,0	47,1%	-7,2%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	-51,7%	23,8%	71,4%	50,1%	24,1%	-35,5%	-0,3%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	2,8%	5,4%	11,3%	12,0%	10,4%	11,7%	11,7%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	4,6%	5,7%	9,7%	14,6%	18,2%	11,7%	11,7%		
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	3,7	1,4	2,8	5,8	6,2	5,3	6,0		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(0,0)	0,3	(0,1)	1,4	0,3	0,3	0,3		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(0,1)	1,5	1,0	0,6	0,2	(0,0)	(0,0)		
= Variación EBITDA recurrente	(0,1)	1,8	0,9	2,0	0,5	0,3	0,3		
+/- Impacto por variación del capital circulante	(1,6)	(1,5)	2,0	(1,5)	0,2	0,1	(0,0)		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	(1,7)	0,4	2,9	0,5	0,7	0,4	0,3		
+/- Variación del CAPEX	(0,6)	0,6	(0,1)	(0,9)	(0,3)	0,3	(0,1)		
+/- Variación del resultado financiero neto	0,2	0,2	0,3	(0,2)	0,3	0,0	0,0		
+/- Variación de impuestos	(0,2)	0,3	(0,1)	0,9	(1,6)	(0,1)	(0,3)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	(2,3)	1,4	3,0	0,3	(0,8)	0,7	(0,0)		
Free Cash Flow Recurrente	1,4	2,8	5,8	6,2	5,3	6,0	6,0		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
EBIT	2,3	3,4	3,0	7,3	7,8	7,9	8,2	47,2%	4,0%
* <i>Tasa fiscal teórica</i>	12,3%	0,0%	0,2%	0,0%	9,3%	9,8%	12,7%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto) ⁽¹⁾	(0,3)	-	(0,0)	-	(0,7)	(0,8)	(1,0)		
EBITDA recurrente	3,7	5,6	6,4	8,5	9,0	9,2	9,5	31,6%	3,9%
+/- Var. Capital circulante	0,2	(1,3)	0,8	(0,7)	(0,5)	(0,4)	(0,4)		
= Cash Flow operativo recurrente	3,9	4,3	7,2	7,7	8,5	8,8	9,1	25,3%	5,6%
- CAPEX	(1,5)	(0,9)	(1,0)	(1,9)	(2,3)	(1,9)	(2,0)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,3)	-	(0,0)	-	(0,7)	(0,8)	(1,0)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	2,2	3,4	6,1	5,8	5,5	6,1	6,1	38,8%	1,6%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	-54,4%	54,9%	83,5%	-5,9%	-5,1%	11,6%	-0,9%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	4%	6%	10%	8%	7%	8%	8%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,9	0,2	1,2	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	(2,1)	1,4	4,0	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	3,1	3,6	5,3	7,1	9,5	6,1	6,1	32,8%	-5,3%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	-43,8%	17,4%	47,4%	35,2%	32,7%	-35,4%	-0,9%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	4,4%	6,7%	12,4%	11,6%	11,0%	12,3%	12,2%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	6,1%	7,2%	10,6%	14,4%	19,1%	12,3%	12,2%		

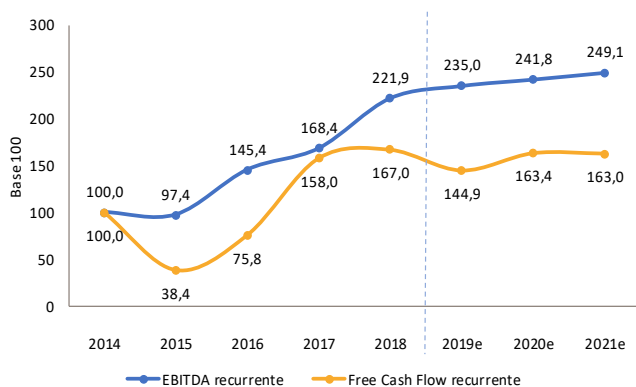
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2014 - 2018)



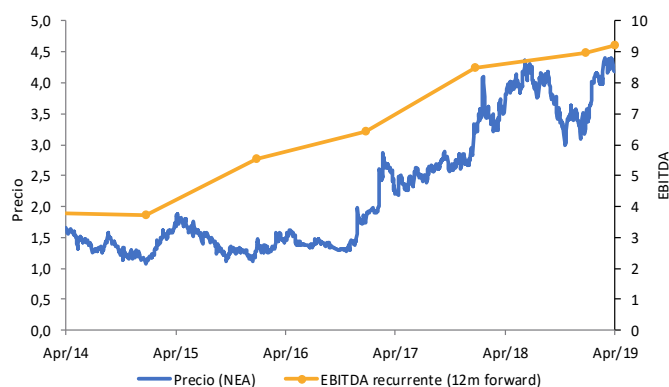
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2018 - 2021e)



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	2020e	2021e	08 - 18	18-21e
Total Ingresos	116,0	58,0	34,0	63,9	31,7	54,7	56,5	56,2	60,5	59,2	72,1	75,0	77,3	79,6	-4,6%	3,3%
Cto. Total ingresos	26,9%	-50,0%	-41,3%	87,9%	-50,4%	72,7%	3,2%	-0,5%	7,7%	-2,1%	21,8%	4,0%	3,0%	3,0%		
EBITDA	6,4	(2,6)	(5,4)	4,1	(3,8)	2,4	3,8	3,7	5,6	4,3	8,5	9,0	9,2	9,5	2,9%	3,9%
Cto. EBITDA	26,9%	n.a.	106,0%	n.a.	n.a.	n.a.	56,5%	-2,6%	49,3%	-22,1%	95,7%	5,9%	2,9%	3,0%		
EBITDA/Ingresos	5,5%	n.a.	n.a.	6,4%	n.a.	4,5%	6,8%	6,6%	9,2%	7,3%	11,7%	12,0%	11,9%	11,9%		
Beneficio neto	4,4	(5,1)	(8,6)	0,7	(7,1)	(0,3)	1,4	1,4	4,1	2,2	7,9	6,8	7,0	7,0	6,1%	-4,1%
Cto. Beneficio neto	1,2%	n.a.	68,1%	n.a.	n.a.	-95,7%	n.a.	0,2%	203,0%	-45,6%	251,8%	-13,8%	2,5%	-0,1%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	12,5	12,5	12,4	12,3	12,2	12,2	12,2	12,2	12,2	12,2	12,2	12,3	12,3	12,3		
BPA (EUR)	0,35	n.a.	n.a.	0,06	n.a.	n.a.	0,11	0,11	0,34	0,18	0,64	0,55	0,56	0,56		
Cto. BPA	1,9%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,2%	n.a.	-45,6%	n.a.	-14,4%	2,5%	-0,1%		
BPA ord. (EUR)	0,33	n.a.	n.a.	0,04	n.a.	n.a.	0,11	0,11	0,17	0,35	0,54	0,55	0,56	0,56		
Cto. BPA ord.	-2,1%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,7%	56,3%	n.a.	52,8%	1,8%	2,5%	-0,1%		
CAPEX	4,8	2,7	0,7	1,9	0,4	1,7	(0,9)	(1,5)	(0,9)	(1,0)	(1,9)	(2,3)	(1,9)	(2,0)		
CAPEX/Vtas %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,6%	2,6%	1,5%	1,7%	2,7%	3,0%	2,5%	2,5%		
Free Cash Flow	(6,5)	(8,5)	(0,3)	(4,5)	(1,6)	0,3	4,9	2,4	2,9	5,0	7,5	9,3	6,0	6,0	n.a.	-7,2%
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾	0,7x	n.a.	n.a.	3,6x	n.a.	5,3x	4,3x	3,9x	2,2x	1,9x	0,2x	-0,7x	-1,1x	-1,5x		
PER (x)	8,4x	n.a.	n.a.	18,5x	n.a.	n.a.	9,9x	11,5x	5,2x	17,5x	5,1x	7,6x	n.a.	n.a.		
EV/Vtas (x)	0,4x	0,7x	0,9x	0,5x	0,9x	0,6x	0,5x	0,5x	0,5x	0,8x	0,5x	0,7x	0,6x	0,6x		
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾	6,8x	n.a.	n.a.	7,6x	n.a.	13,1x	6,8x	7,1x	5,6x	10,4x	4,6x	5,5x	5,4x	5,2x		
Comport. Absoluto	-41,6%	-22,0%	-35,7%	-30,1%	-32,4%	85,0%	-15,8%	17,0%	36,9%	83,1%	1,7%	28,6%				
Comport. Relativo vs Ibx 35	-3,6%	-40,0%	-22,1%	-19,5%	-29,1%	52,4%	-18,8%	26,0%	39,7%	70,5%	19,6%	16,8%				

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

EUR Mn		Atlas Copco	Georg Fischer	Danieli	Media	Starrag	Fidia	Datron AG	
Market data	Ticker (Reuters)	ATCOA.ST	FIN.S	DANI.MI		STGN.S	FDA.MI	DARG.DE	NEA.MC
	Country	Sweden	Switzerland	Italy		Switzerland	Italy	Germany	Spain
	Market cap	31.106,3	3.516,6	1.265,0	11.962,6	146,3	24,9	48,3	51,5
	Enterprise value (EV)	31.474,4	3.767,9	386,3	11.876,2	151,0	37,9	41,3	49,7
Información financiera	Total ingresos	9.227,8	3.593,8	2.653,8	5.158,5	364,0	58,0	66,0	75,0
	Cto. Total ingresos	-1,8%	-11,5%	5,1%	-2,7%	5,4%	0,4%	10,0%	4,0%
	2y CAGR (2019e - 2021e)	2,9%	4,6%	5,9%	4,5%	1,3%	n.a.	n.a.	3,0%
	EBITDA	2.364,3	457,9	246,4	1.022,9	22,8	4,2	8,0	9,0
	Cto. EBITDA	-1,4%	-3,3%	10,1%	1,8%	15,8%	467,6%	14,3%	5,9%
	2y CAGR (2019e - 2021e)	3,0%	4,8%	1,9%	3,2%	8,8%	n.a.	n.a.	3,0%
	EBITDA/Ingresos	25,6%	12,7%	9,3%	15,9%	6,3%	7,3%	12,1%	12,0%
	Beneficio neto	1.478,7	247,3	107,6	611,2	9,4	1,8	n.a.	6,8
	Cto. Beneficio neto	-8,1%	-0,2%	85,6%	25,7%	26,5%	n.a.	n.a.	-13,8%
	2y CAGR (2019e - 2021e)	4,9%	7,3%	-2,5%	3,2%	12,6%	n.a.	n.a.	1,2%
	Capex	299	173,6	81,7	184,7	7,1	1,2	n.a.	2,3
	CAPEX/Vtas %	3,2%	4,8%	3,1%	3,7%	1,9%	2,1%	n.a.	3,0%
Múltiplos y ratios	Free Cash Flow	1.519,0	219,4	161,1	633,1	10,0	2,2	8,9	9,3
	Deuda financiera neta	345,5	125,5	(942,1)	(157,0)	2,6	9,2	(8,9)	(6,0)
	DN/EBITDA (x)	0,1	0,3	(3,8)	(1,1)	0,1	2,2	(1,1)	(0,7)
	Número acciones	1.215,3	4,1	74,4		3,4	5,1	n.a.	12,3
	Pay-out	53,9%	38,3%	11,5%	34,5%	31,4%	21,1%	n.a.	30,0%
	P/E (x)	21,3	14,0	18,4	17,9	20,2	25,0	11,3	7,6
	P/BV (x)	6,6	2,5	0,7	3,3	0,9	1,9	1,5	1,0
	EV/Vtas(x)	3,4	1,0	0,1	1,5	0,4	0,7	0,6	0,7
	EV/EBITDA (x)	13,3	8,2	1,6	7,7	6,6	8,9	5,2	5,5
	ROE	33,2	19,2	3,7	18,7	4,6	8,6	13,0	13,7
FCF Yield (%)	4,7	6,2	(1,0)	3,3	3,8	12,4	4,8	10,4	
DPA	0,7	23,1	0,2	8,0	0,9	0,1	0,3	0,2	
Precio de cierre	25,9	857,5	18,2		43,5	4,9	12,1	4,2	
Dvd Yield	2,5%	2,7%	0,9%	2,0%	2,0%	1,5%	2,5%	4,0%	

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).

Anexo 5. Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2019e	2020e	2021e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	9,5	6,1	6,1	71			
Market Cap	51,5	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	1,5	Deuda bancaria neta de Caja (último año cerrado)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	2,0%	Coste de la deuda neta			2,0%	2,5%	
Tasa fiscal efectiva (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	1,6%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			1,6%	2,0%	
Risk free rate (rf)	1,4%	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)	1,4	B (Thomson Reuters)			1,4	1,6	
Coste del Equity	9,5%	Ke = Rf + (R * B)			9,1%	11,8%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	97,2%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	2,8%	D			=	=	
WACC	9,3%	WACC = Kd * D + Ke * E			8,9%	11,5%	
G "Razonable"	1,5%				2,0%	1,0%	

(1) Perpetuo calculado sobre Free Cash Flow "to the Firm" recurrente del último año estimado utilizando una tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo del 20%.

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/Vtas. 19e	FCF Yield 19e	FCF 19e-21e
Atlas Copco	ATCOa.ST	31.106,3	21,3	5,4%	13,3	3,0%	3,4	2,9%	25,6%	4,7%	2,7%
Georg Fischer	FIN.S	3.516,6	14,0	5,7%	8,2	4,8%	1,0	4,6%	12,7%	6,2%	7,9%
Danieli	DANI.MI	1.265,0	18,4	3,3%	1,6	1,9%	0,1	5,9%	9,3%	-1,0%	-19,9%
Machine-tools			17,9	4,8%	7,7	3,2%	1,5	4,5%	15,9%	3,3%	-3,1%
Fidia	FDA.MI	24,9	25,0	n.a.	8,9	n.a.	0,7	n.a.	7,3%	12,4%	n.a.
Starrag	STGN.S	146,3	20,2	12,9%	6,6	8,8%	0,4	1,3%	6,3%	3,8%	-2,9%
Datron AG	DARG.DE	48,3	11,3	n.a.	5,2	n.a.	0,6	n.a.	12,1%	4,8%	n.a.
Milling machines			18,8	12,9%	6,9	8,8%	0,6	1,3%	8,6%	7,0%	-2,9%
Nicolás Correa	NEA.MC	51,5	7,6	1,2%	5,5	3,0%	0,7	3,0%	12,0%	10,4%	6,0%

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	12,9%	10,0	5,0x
Central	11,9%	9,2	5,4x
Min	10,9%	8,5	5,9x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 20e			Escenario	FCF/Yield 20e		
	1,5%	2,5%	3,5%		Max	Central	Min
EBITDA 20e	10,0	9,2	8,5	Max	14,7%	13,2%	11,7%
	7,6	6,8	6,0	Central	13,2%	11,7%	10,2%
	6,8	6,0	5,3	Min	11,7%	10,2%	8,7%
	6,0	5,3	4,5				

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 IEF 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 IEF Servicios de Análisis S.L.U. El Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) y/o su filial IEF 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. IEF Servicios de Análisis tiene como objetivo la publicación de (al menos) un informe o nota trimestral de actualización de la compañía analizada.

Estados Unidos. IEF 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 emendada (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
11-Abr-2019	n.a.	4,18	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones	David Lopez Sanchez
01-Mar-2019	n.a.	3,99	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2018	David Lopez Sanchez
17-Ene-2019	n.a.	3,59	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	David Lopez Sanchez