

Resultados 6m 2019

Opinión ⁽¹⁾: Por encima de lo esperado.Impacto ⁽¹⁾: Tendremos que subir estimaciones.

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

+34 915 904 226

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 17%.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	301,6	333,1
EV (Mn EUR y USD)	311,5	344,0
Número de Acciones (Mn)	1.075,3	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	0,32 / 0,26 / 0,23	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,91	
Rotación ⁽²⁾	77,05	
Thomson Reuters / Bloomberg	APE.MC / AMP SM	
Cierre año fiscal	31-Dic	

Estructura Accionarial (%)

Martinavarro Dealbert	4,3
Consejo de Administración	2,7
Free Float	93,0

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2018	2019e	2020e	2021e
Nº Acc. ajustado (Mn)	1.043,2	1.075,3	1.075,3	1.075,3
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 ⁽³⁾	17,0	8,6	15,0	11,3
Beneficio neto	40,7	15,1	16,4	17,0
BPA (EUR)	0,04	0,01	0,02	0,02
% Var.	n.a.	-63,9	8,1	4,0
BPA ord. (EUR)	0,00	0,01	0,01	0,01
% Var.	n.a.	n.a.	9,6	4,6
Free Cash Flow Rec. ⁽⁴⁾	7,5	4,2	6,3	7,1
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
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 (%) ⁽⁵⁾	62,9	60,9	49,5	41,8

Ratios y Múltiplos (x)

PER	7,2	19,9	18,4	17,7
PER Ordinario	n.a.	23,4	21,4	20,4
P/BV	7,2	5,3	4,1	3,3
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	2,32	2,02	1,87	1,80
EV/EBITDA Rec.	47,7	31,6	26,6	23,9
FCF Yield (%) ⁽³⁾	2,5	1,4	2,1	2,4

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

- La opinión sobre los resultados es sobre el EBITDA publicado y su relación con nuestra estimación para el ejercicio (12m). El impacto refleja si, a raíz de estos resultados, preveemos una revisión significativa (> 5%), al alza o a la baja, de nuestra estimación de EBITDA (en cualquiera de los años estimados).
- Volumen total intermediado en el valor (Mn EUR) -12m vs Mkt Cap. Representa el % de la capitalización que ha sido negociado -12m.
- EBITDA (consenso) para el sector de referencia del valor (TRBC Europe Technology Index).
- Calculado sobre FCF recurrente. Ver Anexo 2.
- Calculado con Tasa fiscal teórica. Ver Anexo 2.
- vs TRBC Europe Technology Index.

Dicotomía

INGRESOS +37,8% (EUR 88,4MN VS EUR 64,1MN EN 1S18) apoyados en el crecimiento orgánico de todas las líneas de negocio: con sorpresa excepcional en el negocio industrial que aportó el 56% del incremento, muy por encima de nuestras estimaciones (creciendo un +31,3% vs +3,0% estimado), aunque con impacto muy reducido a nivel EBITDA (Mg. EBITDA industrial: c. 3%).

CON UN MARGEN EBITDA RECURRENTE MUY POR ENCIMA DE LO ESPERADO (9,4%; +3,0P.P.)... que, de confirmarse una cifra de activaciones por desarrollos I+D en 1S19 de EUR 2,4Mn, significativamente inferior a la vista durante todo el 2018 (c. EUR 9,0Mn), "empujaría" al EBITDA Recurrente hasta los EUR 8,3Mn (vs EBITDA 2019e: EUR 9,9Mn): un resultado espectacular que llevaría a un ajuste al alza de nuestras estimaciones en términos de EBITDA (2019e y siguientes).

...PERO CON EBIT PLENAMENTE EN LÍNEA: + 31,5%, que mantiene un margen EBIT/Ingresos del 10,0% (vs 10,5% durante 1S18) y se sitúa en línea con nuestras estimaciones (EBIT 2019e: EUR 16,9Mn; EBIT/Ingresos del 11,0%).

Y UN BENEFICIO NETO IGUALMENTE EN LÍNEA: EUR 8,3MN (-15,5% vs 1S18, que aun incluía las actividades discontinuadas de los negocios de Pacífico Sur por importe de EUR 5,9Mn) y razonablemente alineado con nuestras estimaciones (Beneficio Neto 2019e, EUR 15,1Mn). El crecimiento no orgánico (no incluido aún en estimaciones) sería la vía más rápida para incrementar el BN durante el 2S19.

AUNQUE EL BUEN COMPORTAMIENTO DEL EBITDA NO SE TRASLADA AL FCF RECURRENTE, que se mantuvo negativo durante el 1S19 (-EUR 14,1Mn; muy inferior a nuestra estimación para 2019e: EUR 4,2Mn) impactado por un incremento muy significativo de las cuentas a cobrar (+EUR 14,5Mn) que empujan las necesidades de working capital hasta los EUR 20,8Mn.

DICOTOMÍA: Resultados mejores en ventas (por la división Industrial; y a la espera de ver el efecto de las últimas compras) y EBITDA (excelente mejora de márgenes), en línea en EBIT y BN, y sensiblemente peores en FCF, que empeora pese al "rebote" del margen. La continuidad del comportamiento del EBITDA en 2S19 llevaría a subir números en esa línea. El FCF sigue siendo "asignatura pendiente".

Comportamiento relativo -5y (base 100)



Comportamiento en bolsa (%)

	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	8,9	7,1	-8,9	17,4	135,6	230,4
vs Ibex 35	5,1	9,6	-7,0	10,4	134,2	298,0
vs Ibex Small Cap Index	6,7	10,3	4,5	10,4	74,1	167,6
vs Eurostoxx 50	3,8	3,6	-13,9	0,7	105,5	206,3
vs Índice del sector ⁽⁶⁾	6,8	5,2	-13,3	-4,5	74,8	98,3

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

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

Resultados 1S19

EUR Mn	1S19	1S18	1S19 vs 1S18	2019e	2019e vs 2018
Total Ingresos ⁽¹⁾	88,4	64,1	37,8%	153,9	14,8%
Telecom y Seguridad	18,2	14,9	22,1%	28,5	22,4%
Industrial	57,6	43,9	31,3%	100,7	3,0%
Integración	12,6	5,3	135,9%	24,7	90,0%
EBITDA Rec.	8,3	2,7	206,9%	9,9	50,9%
<i>Rec. EBITDA / Ing.</i>	<i>9,4%</i>	<i>4,2%</i>	<i>5,2 p.p.</i>	<i>6,4%</i>	<i>-0,1 p.p.</i>
EBITDA ⁽²⁾	8,3	2,7	206,9%	12,7	36,8%
<i>EBITDA / Ing.</i>	<i>20,0%</i>	<i>9,6%</i>	<i>10,5 p.p.</i>	<i>8,2%</i>	<i>1,3 p.p.</i>
EBIT	6,5	2,2	200,2%	16,9	31,0%
BN	8,3	9,8	-15,5%	15,1	-62,8%
BN ordinario ⁽³⁾	6,0	-0,7	n.a.	12,9	525,5%
FCF Recurrente	-14,1	-8,5	66%	4,2	-43,5%
<i>FCF Recurrente Yield</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>1,4%</i>	<i>n.a.</i>
Deuda Neta	-11,3	11,3	n.a.	-39,8	n.a.
Deuda Neta / EBITDA	n.a.	n.a.	n.a.	-3,1 x	-5,8 x

⁽¹⁾ AMP ha redefinido su modelo interno de gestión, estableciendo tres líneas de negocio en función de las soluciones prestadas a sus clientes: (i) Telecom y Seguridad, (ii) Industrial y (iii) Integración (anteriormente denominadas Telecom España, Industrial y Latam).

⁽²⁾ EBITDA y EBITDA recurrente ajustado. Excluye activaciones por desarrollos de I+D en 1S19 y 1S18 por EUR 2,4Mn y EUR 4,6Mn, respectivamente.

⁽³⁾ BN ordinario neto 1S18 antes de resultado por operaciones discontinuadas y minoritarios (EUR 5,9Mn y EUR 2,4Mn, respectivamente). Además, excluye activaciones de I+D (consideradas extraordinarios) por importe de EUR 2,4Mn y EUR 4,6Mn en 1S19 y 1S18.

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2019e	2020e	2021e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	51,5	8,9	9,7	66			
Market Cap	301,6	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	-11,3	Deuda bancaria neta de Caja (6m19)					
Coste de la deuda	3,0%	Coste de la deuda neta			Inputs favorables	Inputs desfavorables	
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)	0,3%	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	9,2%	Ke = Rf + (R * B)			8,0%	10,7%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	100,0%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	0,0%	D			=	=	
WACC	9,2%	WACC = Kd * D + Ke * E			8,0%	10,7%	
G "Razonable"	2,0%				2,5%	1,0%	

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

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
Ezentis	EZEN.MC	163,0	13,6	41,4%	6,7	14,0%	0,6	5,3%	8,3%	7,1%	70,9%
Global Dominion	DOMI.MC	667,1	17,4	10,2%	7,4	18,7%	0,6	4,4%	8,4%	5,2%	16,9%
Indra	IDR.MC	1.427,7	10,2	9,4%	6,6	9,8%	0,7	4,6%	10,4%	2,9%	3,2%
Tecnología y servicios			13,7	20,3%	6,9	14,2%	0,6	4,7%	9,0%	5,1%	30,3%
Sacyr	SCYR.MC	1.387,9	4,3	9,1%	11,4	15,8%	1,6	7,0%	14,2%	-37,5%	-60,2%
FCC	FCC.MC	4.512,2	16,7	13,2%	8,4	5,7%	1,2	3,8%	14,8%	6,7%	19,5%
Bilfinger	GBFG.DE	1.142,7	12,3	21,4%	7,0	19,3%	0,3	5,0%	4,6%	2,4%	42,2%
Tecnología y servicios			11,1	14,6%	9,0	13,6%	1,1	5,2%	11,2%	-9,5%	0,5%
Amper	APE.MC	301,6	19,9	6,0%	31,61	11,8%	2,02	6,0%	8,2%	51,1%	-56,6%

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	23,3x
Central	7,1%	11,7	26,6x
Min	6,1%	10,1	31,0x

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			➔	FCF/Yield 20e			
EBITDA 20e	0,3%	1,3%	2,3%		Escenario	FCF/Yield 20e		
13,4	9,6	7,9	6,3		Max	3,2%	2,6%	2,1%
11,7	7,9	6,3	4,6		Central	2,6%	2,1%	1,5%
10,1	6,3	4,6	3,0		Min	2,1%	1,5%	1,0%

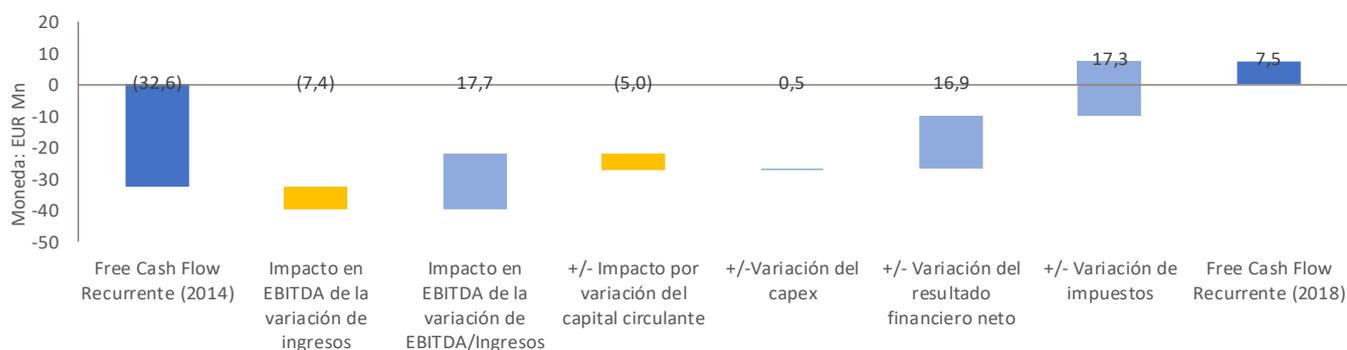
Anexo 1. Estados financieros

Balance (EUR Mn)	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e		
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		
										TACC
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%
<i>Cto.Total Ingresos</i>	<i>-43,3%</i>	<i>-13,3%</i>	<i>-78,2%</i>	<i>148,2%</i>	<i>90,9%</i>	<i>14,8%</i>	<i>8,0%</i>	<i>4,0%</i>		
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%
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>42,9%</i>	<i>57,4%</i>	<i>45,1%</i>	<i>57,3%</i>	<i>56,5%</i>	<i>56,5%</i>	<i>56,2%</i>	<i>56,2%</i>		
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%
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>	<i>n.a.</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>n.a.</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>		
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%
<i>Cto.EBITDA</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>-93,1%</i>	<i>216,0%</i>	<i>127,7%</i>	<i>36,8%</i>	<i>14,7%</i>	<i>8,9%</i>		
<i>EBITDA/Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>14,4%</i>	<i>4,6%</i>	<i>5,8%</i>	<i>6,9%</i>	<i>8,2%</i>	<i>8,8%</i>	<i>9,2%</i>		
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%
<i>Cto.EBIT</i>	<i>60,6%</i>	<i>n.a.</i>	<i>-90,2%</i>	<i>261,9%</i>	<i>293,7%</i>	<i>31,0%</i>	<i>6,9%</i>	<i>3,7%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>7,1%</i>	<i>3,2%</i>	<i>4,7%</i>	<i>9,6%</i>	<i>11,0%</i>	<i>10,9%</i>	<i>10,8%</i>		
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%
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>	<i>-5,4%</i>	<i>n.a.</i>	<i>18,9%</i>	<i>23,5%</i>	<i>n.a.</i>	<i>32,0%</i>	<i>8,0%</i>	<i>3,9%</i>		
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)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>n.a.</i>	<i>3,7%</i>	<i>9,2%</i>	<i>40,3%</i>	<i>7,9%</i>	<i>7,9%</i>	<i>7,9%</i>	<i>7,9%</i>		
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%
<i>Cto.Beneficio neto</i>	<i>0,1%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>-62,8%</i>	<i>8,1%</i>	<i>4,0%</i>		
Beneficio ordinario neto	(54,3)	(2,1)	(3,0)	(5,4)	2,1	12,9	14,1	14,8	n.a.	92,8%
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>0,5%</i>	<i>-96,2%</i>	<i>44,7%</i>	<i>81,2%</i>	<i>n.a.</i>	<i>525,5%</i>	<i>9,6%</i>	<i>4,6%</i>		
										TACC
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)		

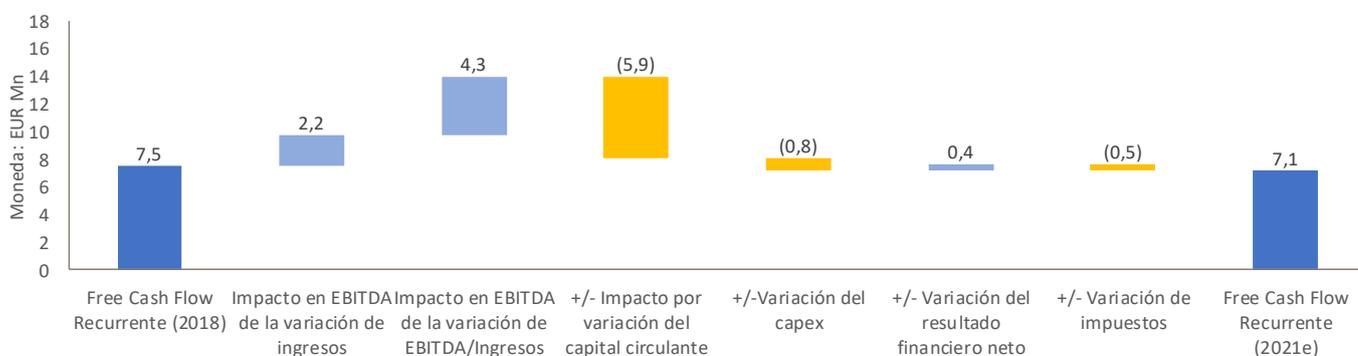
Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

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>2,5%</i>	<i>1,4%</i>	<i>2,1%</i>	<i>2,4%</i>		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	<i>15,9%</i>	<i>6,9%</i>	<i>n.a.</i>	<i>2,8%</i>	<i>16,9%</i>	<i>2,9%</i>	<i>3,2%</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	22,8	(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)	(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"	57,4	22,2	(3,7)	8,7	51,5	8,9	9,7	-46,6%	3,6%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	<i>n.a.</i>	<i>-61,3%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>488,2%</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>2,5%</i>	<i>1,4%</i>	<i>2,0%</i>	<i>2,2%</i>		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	<i>18,4%</i>	<i>7,1%</i>	<i>n.a.</i>	<i>2,8%</i>	<i>16,5%</i>	<i>2,9%</i>	<i>3,1%</i>		

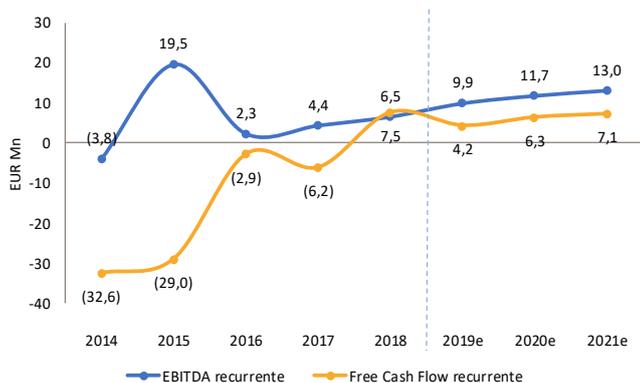
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2014 - 2018)



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	2020e	2021e	08 - 18	18-21e
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	166,1	172,8	-9,4%	8,8%
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%	8,0%	4,0%		
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	14,6	15,9	-11,2%	19,6%
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%	14,7%	8,9%		
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%	8,8%	9,2%		
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	16,4	17,0	6,9%	-25,2%
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%	8,1%	4,0%		
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	1.075,3	1.075,3		
BPA (EUR)	0,09	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,28	n.a.	0,00	0,04	0,01	0,02	0,02		
Cto. BPA	15,7%	n.a.	-63,9%	8,1%	4,0%											
BPA ord. (EUR)	0,06	n.a.	0,00	0,01	0,01	0,01										
Cto. BPA ord.	12,9%	n.a.	n.a.	9,6%	4,6%											
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)	(2,2)	(2,2)		
CAPEX/Vtas % ¹	1,1%	0,5%	0,5%	0,3%	3,4%	1,5%	1,3%	5,2%	0,4%	6,5%	1,0%	1,3%	1,3%	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	8,8	9,6	36,9%	4,2%
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	-3,3x	-3,7x		
PER (x)	6,3x	n.a.	6,1x	19,9x	18,4x	17,7x										
EV/Vtas (x)	0,4x	0,5x	0,2x	0,4x	0,4x	0,1x	1,2x	1,2x	7,6x	3,4x	2,0x	2,0x	1,9x	1,8x		
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	24,6x	21,4x	19,6x		
Comport. Absoluto	-59,5%	39,6%	-48,6%	-42,8%	-3,6%	-33,8%	-67,0%	154,5%	76,8%	-13,1%	27,5%	17,4%				
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%	10,4%				

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	Telecom					Industrial				
		Ezentis	Global Dominion	Indra	Cellnex	Corning	Average	Sacyr	FCC	Bilfinger	Amper
Market data	Ticker (Reuters)	EZEN.MC	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	163,0	667,1	1.427,7	10.728,2	20.640,6	6.725,3	1.387,9	4.512,2	1.142,7	301,6
	Enterprise value (EV)	294,1	593,0	2.166,6	13.160,1	27.661,4	8.775,0	6.235,7	7.651,6	1.400,2	311,5
Basic financial information	Total Revenues	526,3	952,3	3.138,6	949,6	10.657,7	3.244,9	3.841,8	6.122,6	4.297,8	153,9
	Total Revenues growth	20,4%	-12,2%	0,3%	9,5%	8,3%	5,3%	1,2%	2,2%	3,5%	14,8%
	2y CAGR (2019e - 2021e)	5,3%	4,4%	4,6%	25,0%	6,4%	9,1%	7,0%	3,8%	5,0%	6,0%
	EBITDA	43,9	80,2	326,0	498,4	3.237,0	837,1	545,3	906,3	199,2	12,7
	EBITDA growth	152,8%	10,1%	11,6%	-3,5%	28,6%	39,9%	8,4%	5,3%	17,5%	36,8%
	2y CAGR (2019e - 2021e)	14,0%	18,7%	9,8%	46,3%	5,4%	18,9%	15,8%	5,7%	19,3%	11,8%
	EBITDA/Revenues	8,3%	8,4%	10,4%	52,5%	30,4%	22,0%	14,2%	14,8%	4,6%	8,2%
	Net Profit	11,7	42,1	147,4	85,3	1.587,3	374,7	225,4	265,7	77,2	15,1
	Net Profit growth	n.a.	23,6%	20,6%	n.a.	70,8%	38,3%	8,1%	-5,0%	n.a.	-62,8%
	2y CAGR (2019e - 2021e)	37,4%	9,7%	9,1%	11,3%	5,0%	14,5%	6,2%	13,7%	26,4%	7,1%
	Capex	8,5	26,4	75,9	372,0	1.860,3	468,6	892,2	336,7	78,7	-2,0
	CAPEX/Sales %	1,6%	2,8%	2,4%	39,2%	17,5%	12,7%	23,2%	5,5%	1,8%	-1,3%
	Free Cash Flow	7,5	45,3	152,4	147,1	998,2	270,1	(396,2)	303,7	63,7	51,1
	Net financial debt	106,6	(111,2)	443,7	3.132,0	5.068,5	1.727,9	4.697,3	2.703,1	204,1	(39,8)
	ND/EBITDA (x)	2,4	(1,4)	1,4	6,3	1,6	2,1	8,6	3,0	1,0	(4,0)
	Outstanding Shares	313,1	169,3	202,2	245,7	941,0	n.a.	620,9	405,9	41,5	1.075,3
	Pay-out	0,0%	27,4%	33,6%	28,9%	42,5%	26,5%	25,5%	63,5%	54,7%	0,0%
Multiples and Ratios	P/E (x)	13,6	17,4	10,2	65,4	14,9	24,3	4,3	16,7	12,3	19,9
	P/BV (x)	4,5	n.a.	1,9	6,8	1,9	3,8	1,1	2,3	0,8	5,3
	EV/Revenues (x)	0,6	0,6	0,7	13,9	2,6	3,7	1,6	1,2	0,3	2,0
	EV/EBITDA (x)	6,7	7,4	6,6	26,4	8,5	11,1	11,4	8,4	7,0	31,6
	ROE	19,1	11,7	19,0	4,7	12,7	13,4	15,7	15,8	5,3	30,5
	FCF Yield (%)	7,1	5,2	2,9	1,8	3,3	4,0	(37,5)	6,7	2,4	1,4
	DPS	-	0,1	0,2	0,1	0,7	0,2	0,1	0,4	1,0	-
	Price Close	0,49	3,94	8,08	35,91	26,43	n.a.	2,38	11,50	25,84	0,28
	Dvd Yield	0,0%	1,7%	3,0%	0,3%	2,7%	1,5%	3,9%	3,6%	3,9%	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 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-Sep-2019	n.a.	0,280	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2019	David López Sánchez
09-May-2019	n.a.	0,268	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2019	David López Sánchez
04-Abr-2019	n.a.	0,262	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	David López Sánchez