

### Resultados 9m 2019

Opinión <sup>(1)</sup>: Por debajo de lo esperado

Impacto <sup>(1)</sup>: Hemos revisado a la baja estimaciones

Ana Isabel González García – ana.gonzalez@lighthouse-ieaf.com

+34 915 904 226

Biosearch es una compañía biotecnológica española (Granada) de pequeño tamaño, especializada en investigación, desarrollo y comercialización de ingredientes funcionales (extractos naturales, omega-3 y probióticos) dirigidos al mercado nutricional y de la salud. Con presencia internacional (78% s/Ingresos). Ex-filial de la antigua EBRO-Puleva, su accionista de referencia es Grupo Lactalis (30% del capital).

## Débil mix de ingresos 9M y preámbulo de recuperación (4T)

### Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	54,8	60,8
EV (Mn EUR y USD) <sup>(2)</sup>	57,2	63,5
Número de Acciones (Mn)	57,7	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	1,67 / 1,23 / 0,92	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,30	
Rotación <sup>(3)</sup>	138,01	
Thomson Reuters / Bloomberg	BIOS.MC / BIO SM	
Cierre año fiscal	31-Dic	

### Estructura Accionarial (%)

Grupo Lactalis	29,5
Pescaderías Coruñesas, S.A.	10,0
Free Float	60,5

### Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2018	2019e	2020e	2021e
Nº Acc. ajustado (Mn)	57,7	57,7	57,7	57,7
Total Ingresos	27,2	23,2	26,2	32,0
EBITDA Rec.	5,7	2,7	4,9	7,5
% Var.	9,0	-52,3	82,9	51,6
% EBITDA Rec./Ing.	20,8	11,7	18,8	23,4
% Var EBITDA sector <sup>(4)</sup>	11,0	13,3	8,6	12,9
Beneficio neto	3,3	0,9	2,9	4,7
BPA (EUR)	0,06	0,02	0,05	0,08
% Var.	64,9	-72,5	221,9	62,1
BPA ord. (EUR)	0,06	0,02	0,05	0,08
% Var.	78,8	-72,5	221,9	62,1
Free Cash Flow Rec. <sup>(5)</sup>	4,7	-2,2	3,1	2,5
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	3,4	4,2	0,1	-2,9
DN / EBITDA Rec.(x)	0,6	1,5	0,0	-0,4
ROE (%)	15,1	3,9	11,5	16,2
ROCE (%) <sup>(6)</sup>	13,8	5,3	11,2	17,2

### Ratios y Múltiplos (x)

PER	16,5	60,2	18,7	11,5
PER Ordinario	16,5	60,2	18,7	11,5
P/BV	2,4	2,3	2,0	1,7
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	2,10	2,47	2,18	1,79
EV/EBITDA Rec.	10,1	21,2	11,6	7,6
FCF Yield (%) <sup>(5)</sup>	8,5	n.a.	5,6	4,6

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

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

(2) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

(3) Volumen total intermediado en el valor (Mn EUR) -12m vs Mkt Cap. Representa el % de la capitalización que ha sido negociado -12m.

(4) EBITDA (consenso) para el sector de referencia del valor (Eurostoxx 600 Health Care).

(5) Calculado sobre FCF recurrente. Ver Anexo 2.

(6) Calculado con Tasa fiscal teórica. Ver Anexo 2.

(7) vs Eurostoxx 600 Health Care.

**LIGERA DESACELERACIÓN DE LA CAÍDA DE INGRESOS (-16% a/a 9M19, -0,8p.p. vs. 1S19), CON UN TONO MIXTO.** Por un lado, peor comportamiento de probióticos (-44,8% a/a), afectado por el ajuste de inventarios de clientes asiáticos y por el retraso comercial acumulado con Nestlé (quien a su vez proporcionó una base comparable más exigente, justificando c. 20% de la caída de ingresos). Por otro lado, destaca la buena evolución de lípidos, +8,0% a/a (+3.1p.p. vs. 1S19), aunque inferior a la esperada, mientras que se desacelera la caída de las ventas en extractos (-14,2% a/a, -1,4p.p. vs. 1S19), que sigue afectada por la intensificación de la competencia y la lenta penetración de sus nuevos lanzamientos.

**JUNTO A UN MENOR DETERIORO DEL MARGEN EBITDA/INGRESOS (8,7%, -11,9p.p. a/a vs. -12,2p.p. a/a 1S19),** impactado por el desfavorable mix de ingresos. Menor contribución de probióticos, (más lucrativa; -10,1p.p. a/a, con el 19,4% s/ingresos), elevándose la de las líneas de menor margen (+10,2p.p. en lípidos y +0,7p.p. en extractos, con el 45,9% y 33,1% s/ingresos). Como resultado, el EBITDA se contrae un 64,6% a/a, a pesar de la contención de costes operativos (c.-5% a/a), que se reducirán de forma más acentuada durante el 4T (c. -10%).

**BIOS REITERA SU APUESTA POR I+D:** al que destinará un total de EUR 0,7Mn en 3 años al desarrollo del proyecto "Geras" (productos naturales para la tercera edad), elevando el gasto estimado en I+D a c. 10% de los ingresos 2019e, +1p.p. a/a, con el objetivo de comercializarlo en 2021.

**PERO ACOMPAÑADA DE UNA IMPORTANTE ACELERACIÓN DEL ENDEUDAMIENTO (+30,5% a/a, +19p.p. vs. 1S19),** por la intensificación del Capex en el 3T (EUR 1,6Mn 9M19, +2,5x a/a, vs. EUR 0,7Mn 1S19), que ha elevado la ratio de apalancamiento a 1,5x DN/EBITDA, +1,0x vs. 9M18).

**QUE NOS LLEVAN A AJUSTAR LOS "NÚMEROS" A LA BAJA,** esencialmente por el mal comportamiento de los ingresos (volumen y mix), que nos llevan a ajustar Ingresos y EBITDA 2019e -8% y -18,9% respectivamente, mientras mejoramos las proyecciones de EBITDA y FCF en el m/p.

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



### Comportamiento en bolsa (%)

	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	-6,9	-22,4	-29,1	-4,2	54,5	81,0
vs Ibex 35	-9,3	-24,1	-34,4	-13,3	50,7	99,4
vs Ibex Small Cap Index	-8,3	-22,4	-31,8	-10,9	11,3	26,0
vs Eurostoxx 50	-8,9	-24,6	-38,7	-20,7	31,2	51,5
vs Índice del sector <sup>(7)</sup>	-7,2	-25,1	-40,6	-20,4	23,1	42,0

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

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

## Resultados 9M2019 y revisión de estimaciones

La debilidad en el mix de ingresos (menor contribución a ingresos de la división de probióticos, todavía afectada por la suspensión de pedidos de sus principales clientes en Asia y el retraso en el calendario de lanzamientos acordado con Nestlé), limita la recuperación en el 4T, arrastrando los márgenes de la compañía (-11,9p.p. a/a en el margen EBITDA/Ingresos a 9M).

**Tabla 1. Resultados 9M 2019**

	9M19 (Real)	9M18	(Real) vs 9M18	2019e vs 2018	2019e vs 3T19	3T19 vs 3T18	
<b>Total Ingresos</b>	<b>16,9</b>	<b>20,1</b>	<b>-16,0%</b>	<b>23,2</b>	<b>-14,8%</b>	<b>5,6</b>	<b>-14,5%</b>
Lípidos	7,7	7,2	8,0%	10,1	10,0%	2,7	14,5%
Probióticos	3,3	5,9	-44,8%	4,6	-42,1%	1,1	-48,2%
Extractos	5,6	6,5	-14,2%	7,7	-13,3%	1,7	-10,9%
Servicios	0,3	0,5	-42,5%	0,5	-58,5%	0,1	-32,0%
<b>EBITDA Rec.</b>	<b>1,5</b>	<b>4,2</b>	<b>-64,6%</b>	<b>2,7</b>	<b>-52,3%</b>	<b>0,4</b>	<b>-64,5%</b>
Rec. EBITDA / Ing. Mg.	8,7%	20,6%	-11,9 p.p.	11,7%	-9,2 p.p.	n.d.	n.d.
<b>EBITDA</b>	<b>1,5</b>	<b>4,2</b>	<b>-64,6%</b>	<b>2,7</b>	<b>-52,3%</b>	<b>0,4</b>	<b>-64,5%</b>
EBITDA / Ing.	8,7%	20,6%	-11,9 p.p.	11,7%	-9,2 p.p.	n.d.	n.d.
<b>BAI</b>	<b>0,3</b>	<b>2,9</b>	<b>-90,1%</b>	<b>1,0</b>	<b>-74,7%</b>	<b>0,1</b>	<b>-94%</b>
Deuda Neta	4,2	3,2	30,5%	4,2	21%		
Deuda Neta / EBITDA	1,5 x	0,6 x	1,0 x	1,5 x	0,9 x		

### Por este motivo revisamos a la baja nuestras estimaciones para el periodo 2019-2021e.

Las menores expectativas para la división de probióticos, junto a una menor velocidad de crecimiento de la división de lípidos nos llevan a reajustar las proyecciones para la compañía:

- **Ingresos 2019e EUR 23,2Mn (-14,8% a/a y -8% vs. estimación previa):** debido, principalmente, al retraso de los lanzamientos comerciales de Nestlé y a un mayor impacto negativo derivado de la suspensión de pedidos de su principal cliente asiático en la división de probióticos (justificando c. 65% de la revisión) y al menor ritmo de crecimiento de la división de lípidos (explicando c. 20% de la revisión) y, en menor medida, a la lenta penetración de los nuevos lanzamientos en su división de extractos. No obstante, es previsible una aceleración en el crecimiento en ingresos en el 4T, apoyada en los nuevos lanzamientos de probióticos de la mano de su socio suizo.
- **EBITDA 2019e EUR 2,7Mn (-52,3% a/a y -18,9% vs. estimación previa).** Por el impacto en márgenes del peor mix de ingresos: menor contribución de de probióticos (-3,8p.p. vs estimación previa) y mayor contribución de lípidos y extractos (+1,7p.p. y +1,6p.p. respectivamente), que no puede ser compensado por los menores gastos operativos (-14,6% a/a).
- **BN 2019e EUR 0,9Mn (-72,5% a/a y -31,8% vs. estimación previa)** como resultado de los ajustes realizados, invirtiendo nuestro escenario de FCF 2019 (EUR -2,2 Mn de consumo de caja vs. EUR +1,5Mn).

**Tabla 2. Revisión de estimaciones**

EUR Mn	2019e (Nuevo)	2019e	Revisión (%)	2020e (Nuevo)	2020e	Revisión (%)	2021 (Nuevo)	2021e	Revisión (%)
<b>Total Ingresos</b>	<b>23,2</b>	<b>25,2</b>	<b>-8,0%</b>	<b>26,2</b>	<b>29,1</b>	<b>-9,9%</b>	<b>32,0</b>	<b>35,5</b>	<b>-9,9%</b>
<b>EBITDA (Recurrente)</b>	<b>2,7</b>	<b>3,3</b>	<b>-18,9%</b>	<b>4,9</b>	<b>4,9</b>	<b>0,9%</b>	<b>7,5</b>	<b>7,1</b>	<b>6,2%</b>
Cto. EBITDA Rec.	-52,3%	-41,1%	-11,1 p.p.	82,9%	46,9%	36,0 p.p.	51,6%	44,2%	7,5 p.p.
EBITDA Rec. / Ventas	11,7%	13,2%	-1,6 p.p.	18,8%	16,8%	2,0 p.p.	23,4%	19,9%	3,6 p.p.
<b>Beneficio Neto</b>	<b>0,9</b>	<b>1,3</b>	<b>-31,8%</b>	<b>2,9</b>	<b>2,6</b>	<b>10,7%</b>	<b>4,7</b>	<b>4,2</b>	<b>12,2%</b>
<b>Free Cash Flow (Rec.)</b>	<b>-2,2</b>	<b>1,5</b>	<b>n.a.</b>	<b>3,1</b>	<b>1,7</b>	<b>81,3%</b>	<b>2,5</b>	<b>1,8</b>	<b>41,7%</b>
DN / EBITDA	1,5 x	0,4 x	1,2 x	0,0 x	-0,3 x	0,3 x	-0,4 x	-0,5 x	0,1 x

La ampliación de la cartera de clientes asiáticos, la mayor contribución de ingresos de Nestlé en probióticos, y el crecimiento en lípidos gracias a una regulación europea favorable (incremento de omega-3 en formulaciones infantiles) soportarán el crecimiento de los ingresos tras 2019 (TACC 17,5% 2019-2021e; +44,2% en probióticos, +7,9% en lípidos y +14,4% en extractos, éste último apoyado por la mayor penetración de Caronisitol y nuevos lanzamientos en el m/p). La mejora del mix de ingresos (contribución de probióticos del 30% 2021e, +10p.p. -2y), y el control de costes, mejorarán los márgenes (+11,8p.p. EBITDA/Ingresos -2y), y el circulante a m/p (-11,4p.p. en Circulante/Ingresos 2019-2021e), impulsando la generación de caja de caja (FCF 2021e: EUR 2,5Mn), que llevaría a BIOS a una posición de caja neta al final del periodo (EUR 2,9Mn 2021e).

## Inputs de valoración

### Inputs de valoración por DCF

	2019e	2020e	2021e	Perpetuo <sup>(1)</sup>			
Free Cash Flow "To the Firm"	(0,3)	4,2	3,1	37			
<b>Market Cap</b>	<b>54,8</b>	A la fecha de este informe					
<b>Deuda financiera neta</b>	<b>4,2</b>	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 9m)					
					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)			=	=	
<b>Coste de la deuda neta</b>	<b>1,6%</b>	<b>Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)</b>			<b>1,6%</b>	<b>2,0%</b>	
Risk free rate (rf)	0,3%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	7,0%	R (estimación propia)			5,5%	6,5%	
Beta (B)	1,4	B (Thomson Reuters)			1,4	1,6	
<b>Coste del Equity</b>	<b>9,8%</b>	<b>Ke = Rf + (R * B)</b>			<b>8,0%</b>	<b>10,7%</b>	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	92,9%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	7,1%	D			=	=	
<b>WACC</b>	<b>9,2%</b>	<b>WACC = Kd * D + Ke * E</b>			<b>7,5%</b>	<b>10,1%</b>	
<b>G "Razonable"</b>	<b>2,0%</b>				<b>2,5%</b>	<b>1,5%</b>	

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

### Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker Reuters	Mkt. Cap	PER 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
Probi AB	PROB.ST	287,1	37,3	33,0%	16,6	15,3%	4,9	11,5%	29,7%	4,3%	5,5%
Biogaia AB	BIOGb.ST	568,3	24,1	0,2%	24,1	20,7%	7,7	15,2%	32,1%	2,8%	25,2%
Christian Hansen	CHRH.CO	9.188,6	36,8	9,3%	24,4	7,9%	8,6	6,8%	35,1%	1,7%	n.a.
<b>Industria de probióticos</b>			32,7	14,2%	21,7	14,6%	7,1	11,2%	32,3%	2,9%	15,3%
DSM	DSMN.AS	19.866,4	22,2	12,0%	12,1	6,9%	2,2	5,0%	18,4%	3,4%	12,1%
<b>Industria de Omega 3</b>			22,2	12,0%	12,1	6,9%	2,2	5,0%	18,4%	3,4%	12,1%
BIOS	BIOS.MC	54,8	59,4	127,6%	21,17	66,5%	2,47	17,5%	11,7%	0,6%	125,1%

### 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	19,8%	5,2	11,0x
Central	18,8%	4,9	11,6x
Min	17,8%	4,7	12,2x

#### 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		
	EBITDA 20e	6,7%	7,7%		8,7%	Max	6,6%
5,2	3,6	3,3	3,1	Central	6,1%	5,6%	5,1%
4,9	3,3	3,1	2,8	Min	5,6%	5,1%	4,7%
4,7	3,1	2,8	2,6				

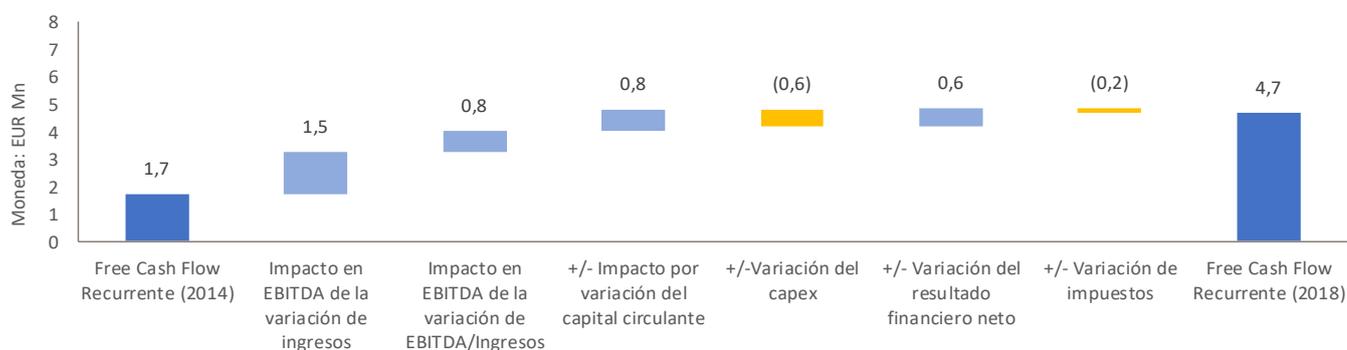
## Anexo 1. Proyecciones financieras

<b>Balance (EUR Mn)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>		
Inmovilizado inmaterial	1,5	1,2	0,8	0,8	1,0	1,6	2,1	2,6		
Inmovilizado material	11,5	10,2	8,9	8,7	8,1	9,3	9,5	9,9		
Otros activos no corrientes	6,3	6,3	7,3	5,7	5,1	5,1	5,1	5,1		
Inmovilizado financiero	0,1	0,1	0,1	0,1	3,1	1,6	0,6	0,1		
Fondo de comercio y otros intangibles	7,5	7,5	1,3	-	-	-	-	-		
Activo circulante	11,0	12,9	13,5	15,4	13,9	15,6	15,3	17,8		
<b>Total activo</b>	<b>37,9</b>	<b>38,1</b>	<b>31,8</b>	<b>30,7</b>	<b>31,2</b>	<b>33,2</b>	<b>32,6</b>	<b>35,4</b>		
Patrimonio neto	22,6	22,5	18,8	20,7	23,1	24,0	27,0	31,7		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	0,9	1,0	1,2	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3		
Deuda financiera neta	10,4	10,0	6,9	4,5	3,4	4,2	0,1	(2,9)		
Pasivo circulante	3,9	4,6	4,8	4,9	4,3	4,7	5,2	6,3		
<b>Total pasivo</b>	<b>37,9</b>	<b>38,1</b>	<b>31,8</b>	<b>30,7</b>	<b>31,2</b>	<b>33,2</b>	<b>32,6</b>	<b>35,4</b>		
<b>Cuenta de Resultados (EUR Mn)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>TACC</b>	
<b>Total Ingresos</b>	<b>18,2</b>	<b>19,9</b>	<b>23,3</b>	<b>25,7</b>	<b>27,2</b>	<b>23,2</b>	<b>26,2</b>	<b>32,0</b>	<b>14-18</b>	<b>18-21e</b>
<i>Cto.Total Ingresos</i>	-2,4%	9,5%	17,4%	10,3%	5,6%	-14,8%	13,1%	22,0%	<b>10,6%</b>	<b>5,6%</b>
Coste de ventas	(5,1)	(6,4)	(7,1)	(8,4)	(7,7)	(8,7)	(9,0)	(10,3)		
<b>Margen Bruto</b>	<b>13,0</b>	<b>13,5</b>	<b>16,3</b>	<b>17,3</b>	<b>19,4</b>	<b>14,5</b>	<b>17,2</b>	<b>21,7</b>	<b>10,6%</b>	<b>3,7%</b>
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	71,7%	67,8%	69,7%	67,3%	71,5%	62,4%	65,7%	67,8%		
Gastos de personal	(4,9)	(5,4)	(6,2)	(6,7)	(7,6)	(7,5)	(7,2)	(7,1)		
Otros costes de explotación	(4,7)	(5,5)	(5,9)	(5,4)	(6,2)	(4,3)	(5,1)	(7,1)		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>3,4</b>	<b>2,6</b>	<b>4,1</b>	<b>5,2</b>	<b>5,7</b>	<b>2,7</b>	<b>4,9</b>	<b>7,5</b>	<b>13,6%</b>	<b>9,8%</b>
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>	0,9%	-22,6%	57,5%	25,5%	9,0%	-52,3%	82,9%	51,6%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	18,7%	13,2%	17,7%	20,2%	20,8%	11,7%	18,8%	23,4%		
Gastos de reestructuración	-	-	-	-	-	-	-	-		
Otros ingresos / gastos no recurrentes	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>EBITDA</b>	<b>3,4</b>	<b>2,6</b>	<b>4,1</b>	<b>5,2</b>	<b>5,7</b>	<b>2,7</b>	<b>4,9</b>	<b>7,5</b>	<b>13,6%</b>	<b>9,8%</b>
<i>Cto.EBITDA</i>	0,9%	-22,6%	57,5%	25,5%	9,0%	-52,3%	82,9%	51,6%		
<i>EBITDA/Ingresos</i>	18,7%	13,2%	17,7%	20,2%	20,8%	11,7%	18,8%	23,4%		
Depreciación y provisiones	(2,4)	(2,3)	(3,0)	(1,9)	(1,6)	(1,2)	(1,3)	(1,4)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	0,1	-	-	-		
<b>EBIT</b>	<b>1,0</b>	<b>0,4</b>	<b>1,1</b>	<b>3,3</b>	<b>4,2</b>	<b>1,5</b>	<b>3,7</b>	<b>6,1</b>	<b>42,3%</b>	<b>12,8%</b>
<i>Cto.EBIT</i>	43,9%	-64,8%	208,5%	192,7%	29,0%	-63,8%	139,6%	65,2%		
<i>EBIT / Ingresos</i>	5,7%	1,8%	4,8%	12,7%	15,6%	6,6%	14,0%	19,0%		
Impacto fondo de comercio y otros	(0,1)	(0,0)	(5,5)	(1,1)	(0,0)	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,8)	(0,5)	(0,3)	(0,2)	(0,1)	(0,5)	(0,1)	(0,1)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio ordinario</b>	<b>0,2</b>	<b>(0,2)</b>	<b>(4,7)</b>	<b>2,0</b>	<b>4,1</b>	<b>1,0</b>	<b>3,6</b>	<b>6,0</b>	<i>n.a.</i>	<b>13,6%</b>
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>	298,0%	-186,0%	<i>n.a.</i>	142,7%	103,3%	-74,7%	245,5%	67,9%		
Extraordinarios	(0,1)	0,0	0,0	0,2	-	-	-	-		
<b>Beneficio antes de impuestos</b>	<b>0,1</b>	<b>(0,2)</b>	<b>(4,7)</b>	<b>2,2</b>	<b>4,1</b>	<b>1,0</b>	<b>3,6</b>	<b>6,0</b>	<i>n.a.</i>	<b>13,6%</b>
Impuestos	(0,6)	(0,2)	1,4	(0,2)	(0,8)	(0,1)	(0,6)	(1,2)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	7,8%	18,9%	12,0%	18,0%	20,8%		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio neto</b>	<b>(0,5)</b>	<b>(0,3)</b>	<b>(3,3)</b>	<b>2,0</b>	<b>3,3</b>	<b>0,9</b>	<b>2,9</b>	<b>4,7</b>	<i>n.a.</i>	<b>12,7%</b>
<i>Cto.Beneficio neto</i>	-628,8%	40,6%	-955,1%	160,3%	64,9%	-72,5%	221,9%	62,1%		
<b>Beneficio ordinario neto</b>	<b>0,2</b>	<b>(0,2)</b>	<b>(4,7)</b>	<b>1,9</b>	<b>3,3</b>	<b>0,9</b>	<b>2,9</b>	<b>4,7</b>	<i>n.a.</i>	<b>12,7%</b>
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	248,5%	-214,7%	<i>n.a.</i>	139,4%	78,8%	-72,5%	221,9%	62,1%		
<b>Cash Flow (EUR Mn)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>TACC</b>	
<b>EBITDA recurrente</b>						<b>2,7</b>	<b>4,9</b>	<b>7,5</b>	<b>13,6%</b>	<b>9,8%</b>
Var.capital circulante						(1,4)	0,9	(1,4)		
<b>Cash Flow operativo recurrente</b>						<b>1,3</b>	<b>5,8</b>	<b>6,1</b>	<b>16,9%</b>	<b>-2,8%</b>
CAPEX						(2,9)	(2,0)	(2,2)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,5)	(0,1)	(0,1)		
Impuestos						(0,1)	(0,6)	(1,2)		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>						<b>(2,2)</b>	<b>3,1</b>	<b>2,5</b>	<b>28,1%</b>	<b>-18,5%</b>
Gastos de reestructuración y otros						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						1,5	1,0	0,5		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
<b>Free Cash Flow</b>						<b>(0,7)</b>	<b>4,1</b>	<b>3,0</b>	<b>-8,2%</b>	<b>19,6%</b>
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
<b>Variación de Deuda financiera neta</b>						<b>0,7</b>	<b>(4,1)</b>	<b>(3,0)</b>		

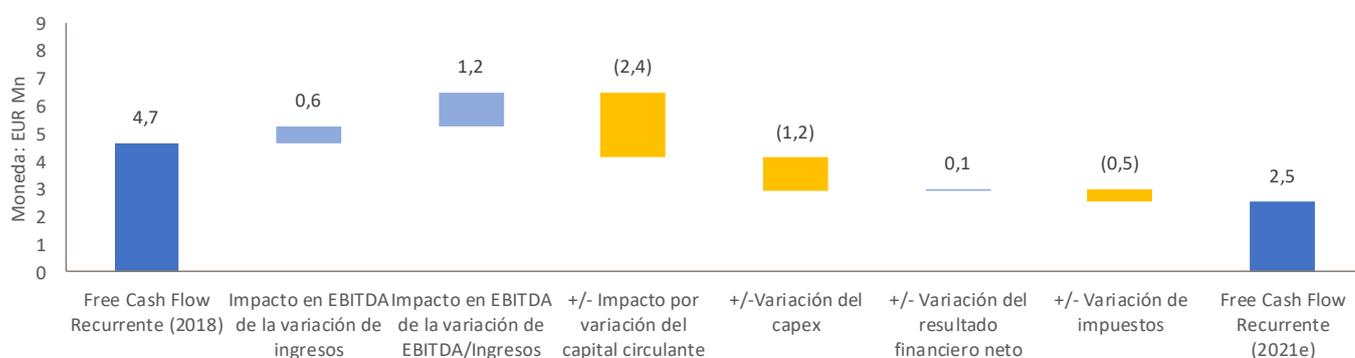
## Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	TACC	
								15-18	18-21e
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>2,6</b>	<b>4,1</b>	<b>5,2</b>	<b>5,7</b>	<b>2,7</b>	<b>4,9</b>	<b>7,5</b>	<b>29,1%</b>	<b>9,8%</b>
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	-22,6%	57,5%	25,5%	9,0%	-52,3%	82,9%	51,6%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	13,2%	17,7%	20,2%	20,8%	11,7%	18,8%	23,4%		
+/- Var. Capital circulante	(1,2)	-0,3	(1,9)	0,9	(1,4)	0,9	(1,4)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>1,4</b>	<b>3,8</b>	<b>3,3</b>	<b>6,6</b>	<b>1,3</b>	<b>5,8</b>	<b>6,1</b>	<b>67,4%</b>	<b>-2,8%</b>
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	-60,2%	171,9%	-13,8%	100,2%	-80,4%	350,9%	3,7%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	7,1%	16,4%	12,8%	24,3%	5,6%	22,3%	19,0%		
- CAPEX	(0,6)	(0,4)	(0,9)	(1,1)	(2,9)	(2,0)	(2,2)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,5)	(0,3)	(0,2)	(0,1)	(0,5)	(0,1)	(0,1)		
- Impuestos	(0,2)	1,4	(0,2)	(0,8)	(0,1)	(0,6)	(1,2)		
<b>= Free Cash Flow recurrente</b>	<b>0,1</b>	<b>4,5</b>	<b>2,1</b>	<b>4,7</b>	<b>(2,2)</b>	<b>3,1</b>	<b>2,5</b>	<b>n.a.</b>	<b>-18,5%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	-91,6%	n.a.	-52,9%	121,1%	n.a.	n.a.	-18,0%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	0,7%	19,2%	8,2%	17,1%	n.a.	11,7%	7,9%		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	-	(0,1)	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,0	(1,7)	0,0	(2,7)	1,5	1,0	0,5		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	0,0	0,0	0,2	-	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow</b>	<b>0,2</b>	<b>2,8</b>	<b>2,3</b>	<b>1,8</b>	<b>(0,7)</b>	<b>4,1</b>	<b>3,0</b>	<b>n.a.</b>	<b>19,6%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	-93,1%	n.a.	-15,7%	-23,9%	n.a.	n.a.	-25,8%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	0,3%	8,2%	3,8%	8,5%	n.a.	5,6%	4,6%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	0,3%	5,0%	4,2%	3,2%	n.a.	7,4%	5,5%		
<b>B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)</b>									
<b>Free Cash Flow recurrente (Año -1)</b>	<b>1,7</b>	<b>0,1</b>	<b>4,5</b>	<b>2,1</b>	<b>4,7</b>	<b>(2,2)</b>	<b>3,1</b>		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	0,3	0,5	0,4	0,3	(0,8)	0,4	1,1		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(1,1)	1,1	0,6	0,2	(2,1)	1,9	1,5		
<b>= Variación EBITDA recurrente</b>	<b>(0,8)</b>	<b>1,5</b>	<b>1,1</b>	<b>0,5</b>	<b>(3,0)</b>	<b>2,2</b>	<b>2,6</b>		
+/- Impacto por variación del capital circulante	(1,4)	0,9	(1,6)	2,8	(2,4)	2,3	(2,3)		
<b>= Variación del Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>(2,1)</b>	<b>2,4</b>	<b>(0,5)</b>	<b>3,3</b>	<b>(5,3)</b>	<b>4,5</b>	<b>0,2</b>		
+/- Variación del CAPEX	(0,2)	0,2	(0,4)	(0,2)	(1,8)	0,9	(0,2)		
+/- Variación del resultado financiero neto	0,2	0,2	0,1	0,0	(0,4)	0,4	0,0		
+/- Variación de impuestos	0,4	1,5	(1,5)	(0,6)	0,6	(0,5)	(0,6)		
<b>= Variación del Free Cash Flow recurrente</b>	<b>(1,6)</b>	<b>4,3</b>	<b>(2,4)</b>	<b>2,6</b>	<b>(6,9)</b>	<b>5,3</b>	<b>(0,6)</b>		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>	<b>0,1</b>	<b>4,5</b>	<b>2,1</b>	<b>4,7</b>	<b>(2,2)</b>	<b>3,1</b>	<b>2,5</b>		
<b>C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)</b>									
<b>EBIT</b>	<b>0,4</b>	<b>1,1</b>	<b>3,3</b>	<b>4,2</b>	<b>1,5</b>	<b>3,7</b>	<b>6,1</b>	<b>n.a.</b>	<b>12,8%</b>
* Tasa fiscal	0,0%	0,0%	7,8%	18,9%	12,0%	18,0%	20,8%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	(0,3)	(0,8)	(0,2)	(0,7)	(1,3)		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>2,6</b>	<b>4,1</b>	<b>5,2</b>	<b>5,7</b>	<b>2,7</b>	<b>4,9</b>	<b>7,5</b>	<b>29,1%</b>	<b>9,8%</b>
+/- Var. Capital circulante	(1,2)	(0,3)	(1,9)	0,9	(1,4)	0,9	(1,4)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>1,4</b>	<b>3,8</b>	<b>3,3</b>	<b>6,6</b>	<b>1,3</b>	<b>5,8</b>	<b>6,1</b>	<b>67,4%</b>	<b>-2,8%</b>
- CAPEX	(0,6)	(0,4)	(0,9)	(1,1)	(2,9)	(2,0)	(2,2)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	(0,3)	(0,8)	(0,2)	(0,7)	(1,3)		
<b>= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente</b>	<b>0,8</b>	<b>3,4</b>	<b>2,2</b>	<b>4,8</b>	<b>(1,8)</b>	<b>3,2</b>	<b>2,6</b>	<b>79,1%</b>	<b>-18,5%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	-71,0%	311,4%	-35,9%	117,8%	n.a.	n.a.	-18,4%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	4,2%	14,6%	8,5%	17,5%	n.a.	12,0%	8,1%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,0	(1,7)	0,0	(2,7)	1,5	1,0	0,5		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	0,0	0,0	0,2	-	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow "To the Firm"</b>	<b>0,9</b>	<b>1,7</b>	<b>2,4</b>	<b>2,0</b>	<b>(0,3)</b>	<b>4,2</b>	<b>3,1</b>	<b>33,1%</b>	<b>15,2%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	-76,4%	98,1%	42,1%	-16,2%	n.a.	n.a.	-26,0%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	1,4%	6,0%	3,8%	8,3%	n.a.	5,5%	4,5%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	1,5%	3,0%	4,2%	3,5%	n.a.	7,3%	5,4%		

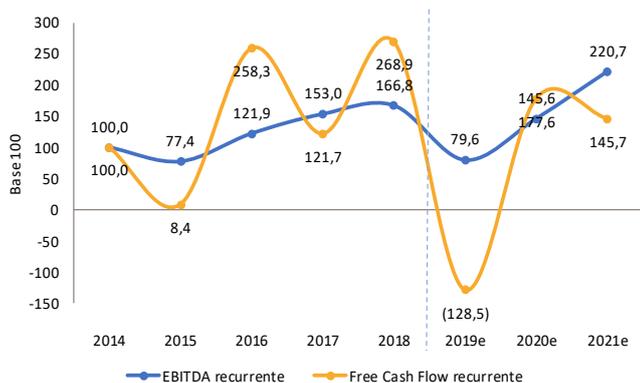
**Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2014 - 2018)**



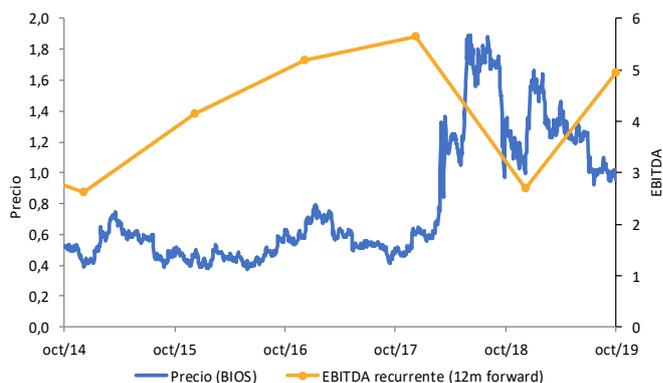
**Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2018 - 2021e)**



**Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente**



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



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

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	54,8	
+ Minoritarios	-	Rdos. 9m
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,1	Rdos. 9m
+ Deuda financiera neta	4,2	Rdos. 9m
- Inmovilizado financiero	1,9	Rdos. 9m
+/- Otros	-	Rdos. 9m
<b>Enterprise Value (EV)</b>	<b>57,2</b>	

## Anexo 4. Comportamiento histórico <sup>(1)</sup>

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	21,5	20,0	20,5	17,5	17,3	18,6	18,2	19,9	23,3	25,7	27,2	23,2	26,2	32,0	2,3%	5,6%
Cto. Total ingresos	108,1%	-7,2%	2,7%	-14,9%	-1,1%	7,7%	-2,4%	9,5%	17,4%	10,3%	5,6%	-14,8%	13,1%	22,0%		
EBITDA	2,9	2,6	4,8	2,2	2,5	3,5	3,4	2,6	4,1	5,2	5,7	2,7	4,9	7,5	6,7%	9,8%
Cto. EBITDA	-19,3%	-10,2%	79,4%	-52,9%	13,3%	39,4%	-4,0%	-22,6%	57,5%	25,5%	9,0%	-52,3%	82,9%	51,6%		
EBITDA/Ingresos	13,7%	13,2%	23,1%	12,8%	14,7%	19,0%	18,7%	13,2%	17,7%	20,2%	20,8%	11,7%	18,8%	23,4%		
Beneficio neto	(0,1)	(9,4)	0,6	(4,1)	(0,9)	(0,1)	(0,5)	(0,3)	(3,3)	2,0	3,3	0,9	2,9	4,7	n.a.	12,7%
Cto. Beneficio neto	-104,6%	n.a.	106,7%	-743,6%	77,5%	92,1%	-628,8%	40,6%	-955,1%	160,3%	64,9%	-72,5%	221,9%	62,1%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	57,5	57,7	57,7	57,7	57,7	57,7	57,7	57,7	57,7	57,7	57,7	57,7	57,7	57,7		
BPA (EUR)	n.a.	n.a.	0,01	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,03	0,06	0,02	0,05	0,08		
Cto. BPA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	64,9%	-72,5%	n.a.	62,1%		
BPA ord. (EUR)	n.a.	n.a.	0,01	n.a.	n.a.	n.a.	0,00	n.a.	n.a.	0,03	0,06	0,02	0,05	0,08		
Cto. BPA ord.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	78,8%	-72,5%	n.a.	62,1%		
CAPEX	-	(2,1)	(2,7)	(0,7)	(1,1)	(0,9)	(0,4)	(0,6)	(0,4)	(0,9)	(1,1)	(2,9)	(2,0)	(2,2)		
CAPEX/Vtas % <sup>1</sup>	0,0%	10,5%	13,1%	4,1%	6,2%	5,0%	2,4%	2,9%	1,8%	3,4%	3,9%	12,5%	7,7%	7,0%		
Free Cash Flow	(15,7)	8,2	1,4	(2,4)	(0,6)	2,1	2,5	0,2	2,8	2,3	1,8	(0,7)	4,1	3,0	n.a.	19,6%
DN/EBITDA (x) <sup>(2)</sup>	6,0x	-0,1x	2,8x	6,5x	6,0x	3,5x	3,1x	3,8x	1,7x	0,9x	0,6x	1,5x	0,0x	-0,4x		
PER (x)	n.a.	n.a.	56,2x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	17,1x	17,3x	60,2x	18,7x	11,5x		
EV/Vtas (x)	3,2x	2,7x	2,4x	2,2x	2,1x	2,8x	1,8x	1,8x	1,8x	1,5x	2,1x	2,5x	2,2x	1,8x		
EV/EBITDA (x) <sup>(2)</sup>	23,5x	20,3x	10,3x	16,9x	14,5x	14,8x	9,6x	13,5x	10,0x	7,3x	10,0x	21,2x	11,6x	7,6x		
Comport. Absoluto	-58,0%	5,6%	-34,0%	-34,7%	-7,4%	84,0%	-44,2%	22,1%	26,6%	0,0%	66,7%	-4,2%				
Comport. Relativo vs Ibx 35	-30,7%	-18,7%	-20,1%	-24,8%	-2,9%	51,5%	-46,2%	31,5%	29,2%	-6,9%	96,1%	-13,3%				

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 5. Principales competidores 2019e

		Industria Probióticos			Omega-3		
EUR Mn		Probi AB	Biogaia AB	Christian Hansen	Average	DSM	BIOS
Datos Mercado	Ticker (Reuters)	PROB.ST	BIOGb.ST	CHRH.CO		DSMN.AS	BIOS.MC
	País	Sweden	Sweden	Denmark		Netherlands	Spain
	Market cap	287,1	568,3	9.188,6		19.866,4	54,8
	Enterprise value (EV)	275,5	554,3	9.939,6		20.540,3	57,2
Información financiera básica	Total Ingresos	55,8	71,7	1.161,1		9.203,6	23,2
	Cto.Total Ingresos	-6,2%	-1,9%	5,8%	-0,8%	-0,7%	-14,8%
	2y TACC (2019e - 2021e)	11,5%	15,2%	6,8%	11,2%	5,0%	17,5%
	EBITDA	16,6	23,0	407,8		1.694,2	2,7
	Cto. EBITDA	1,4%	-16,2%	6,2%	-2,9%	-5,9%	-52,3%
	2y TACC (2019e - 2021e)	15,3%	20,7%	7,9%	14,6%	6,9%	66,5%
	EBITDA/Ingresos	29,7%	32,1%	35,1%	32,3%	18,4%	11,7%
	Beneficio Neto	7,4	17,2	250,2		844,5	0,9
	Cto. Beneficio Neto	-1,3%	-18,7%	9,6%	-3,4%	-11,8%	-72,2%
	2y TACC (2019e - 2021e)	34,3%	20,2%	9,3%	21,3%	10,1%	127,6%
	Capex	(2)	(2)	(140)		(657)	-2,9
	CAPEX/Ventas	-3,4%	-2,8%	-12,0%	-6,1%	-7,1%	-12,5%
	Free Cash Flow	12,4	16,1	(49,4)		667,9	0,6
Deuda financiera Neta	17,5	(25,0)	734,4		1.084,9	2,8	
DN/EBITDA (x)	1,1	(1,1)	1,8	0,6	0,6	1,0	
Acciones en circulación	11,4	17,3	131,9		176,3	57,7	
Pay-out	35,9%	90,7%	94,1%	73,5%	50,7%	0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	37,3	24,1	36,8	32,7	22,2	59,4
	P/BV (x)	2,7	12,3	11,5	8,8	2,5	2,3
	EV/Ingresos (x)	4,9	7,7	8,6	7,1	2,2	2,5
	EV/EBITDA (x)	16,6	24,1	24,4	21,7	12,1	21,2
	ROE	7,7	35,8	31,9	25,1	11,1	3,9
	FCF Yield (%)	4,3	2,8	1,7	2,9	3,4	n.a.
	DPA	0,2	0,9	1,8	1,0	2,4	-
	Precio de cierre	24,6	34,2	69,8		109,7	1,0
Dvd Yield	0,9%	2,6%	2,6%	2,0%	2,2%	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 sus departamentos es directivo, ejecutivo, asesor o miembro del Consejo de Administración del emisor y/o una de sus subsidiarias.
10. El Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., actúa en calidad de corredor del Emisor por los honorarios anticipados correspondientes.
11. El contenido de este informe ha sido revisado por el emisor con anterioridad a su publicación.
12. El emisor ha realizado cambios en el contenido del informe antes de su distribución.

Los Analistas de Inversiones que han elaborado el presente Análisis de Inversiones son empleados de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Dichos analistas han recibido (o recibirán) una remuneración en función de los beneficios generales de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Para obtener una copia del Código de Conducta de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. (para la Gestión de Conflictos de Interés en el departamento de Análisis), contacte por correo electrónico con [secretaria@ieaf.es](mailto:secretaria@ieaf.es) o consulte el contenido de este Código en [www.ieaf.es](http://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
29-Oct-2019	n.a.	0,95	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2019	Ana Isabel González García
30-Jul-2019	n.a.	1,02	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2019	Ana Isabel González García
14-May-2019	n.a.	1,24	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2019	Ana Isabel González García
28-Feb-2019	n.a.	1,62	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2018	Ana Isabel González García
31-Ene-2019	n.a.	1,56	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	Ana Isabel González García