

RENTA VARIABLE - ESPAÑA

Sector: Automóviles – Componentes de Automoción

Fecha del informe: 28 jul 2020

Hora distribución: 15:45

Revisión de estimaciones

Precio de Cierre: EUR 11,90 (27 jul 2020)

Lingotes Especiales (LGT) es una pequeña compañía industrial española (Valladolid), especializada en el diseño, fundición y mecanizado de piezas de acero para la industria de automoción, donde es líder en sistemas de frenado: cuota del 12% del mercado europeo de discos de freno (>85% s/Vtas). Vende a los grandes fabricantes de autos europeos.

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

+34 915 904 226

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	119,0	139,8
EV (Mn EUR y USD) ⁽¹⁾	135,5	159,2
Número de Acciones (Mn)	10,0	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	14,30 / 12,40 / 8,90	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,09	
Rotación ⁽²⁾	18,4	
Thomson Reuters / Bloomberg	LGT.MC / LGT SM	
Cierre año fiscal	31-Dic	

Estructura Accionarial (%)

Consejo de Administración	55,0
Mallorquina de Seguros	6,0
Onchena	3,5
Free Float	35,5

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2019	2020e	2021e	2022e
Nº Acc. ajustado (Mn)	10,0	10,0	10,0	10,0
Total Ingresos	114,9	87,5	101,4	114,5
EBITDA Rec. ⁽³⁾	16,8	10,7	13,1	17,1
% Var.	-7,5	-36,2	22,4	30,4
% EBITDA Rec./Ing.	14,6	12,3	13,0	15,0
% Var EBITDA sector ⁽⁴⁾	10,7	-40,9	45,9	7,4
Beneficio neto	8,7	3,8	5,8	8,9
BPA (EUR)	0,87	0,38	0,58	0,89
% Var.	-5,3	-56,6	52,0	54,8
BPA ord. (EUR)	0,87	0,38	0,58	0,89
% Var.	-5,3	-56,6	52,0	54,8
Free Cash Flow Rec. ⁽⁵⁾	8,4	6,9	6,4	9,0
Pay-out (%)	80,3	80,0	80,0	80,0
DPA (EUR)	0,70	0,30	0,46	0,71
Deuda financiera neta	15,2	15,4	12,0	7,6
DN / EBITDA Rec.(x)	0,9	1,4	0,9	0,4
ROE (%)	19,2	8,5	13,0	18,6
ROCE (%) ⁽⁵⁾	14,3	6,6	10,1	15,5

Ratios y Múltiplos (x)⁽⁶⁾

PER	13,6	31,4	20,7	13,4
PER Ordinario	13,6	31,4	20,7	13,4
P/BV	2,6	2,8	2,6	2,4
Dividend Yield (%)	5,9	2,5	3,9	6,0
EV/Ventas	1,18	1,55	1,34	1,18
EV/EBITDA Rec.	8,0	12,6	10,3	7,9
EV/EBIT	11,6	25,9	17,4	11,4
FCF Yield (%) ⁽⁵⁾	7,1	5,8	5,4	7,5

(1) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

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

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

(4) Sector: Eurostoxx 600 Automobiles & Parts.

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

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

Bien posicionada para hacer frente a un entorno (muy) complicado

RESULTADOS 1S20 MARCADOS POR EL COVID-19. LGT ha presentado un avance de resultados 1S20 que refleja el efecto de la paralización de la economía: Ingresos de EUR 39,6Mn (-34,6% vs 1S19) y (ii) EBITDA de EUR 4,8Mn (-48,4%; Mg. EBITDA 12,1% vs 15,4% en 1S19). Unos resultados que comparan de forma positiva frente a la fortísima caída de ventas de coches vista en el 1S en la UE (-38%) y España (-50%).

Y LLEVAN A UNA FUERTE REDUCCIÓN DE ESTIMACIONES EN 2020 (QUE NO SORPRENDERÁ A NADIE)... Estimamos una fuerte caída de ingresos en 2020e (EUR 87,5Mn; -24% vs 2019; -23% vs est. previa) y EBITDA Rec. (-36% vs 2019; -39% vs est. previa). Aunque, pese al contexto actual, LGT seguirá siendo rentable desde un punto de vista operativo (Mg. EBITDA 2020e: 12,3%) y su estructura financiera, robusta (DN/EBITDA 2020e c. 1,5x). Lo que resulta especialmente interesante en un contexto como el actual. Y permitirá soportar una recuperación más lenta de la estimada sin comprometer la viabilidad de la compañía (ni su dividendo; yield 2022e c. 6%).

LA RECUPERACIÓN DE NIVELES PROXIMOS A 2019 NO PARECE VIABLE HASTA (AL MENOS) 2022: Aunque no hay visibilidad a 2 años vista, la hipótesis más racional es la de recuperar en 24m (post 2020) niveles de EBITDA similares a 2019 (c. EUR 17Mn; Mg. EBITDA 15%). La finalización del fuerte plan de inversión desarrollado por LGT (2016-2019) permitirá mantener niveles de CAPEX reducidos (c. 4% s/Vtas; un driver ajeno al ciclo), que, junto a una recuperación (teórica) de volúmenes, empujarán el FCF Rec. 2022e a c. EUR 9Mn (FCF yield c. 7,5%).

EN DEFINITIVA: BIEN POSICIONADA PARA HACER FRENTE A UN CICLO EN CONTRA. LGT, como el resto de compañías vinculadas al sector autos, se enfrenta a un contexto complicado (marcado por la recesión económica global provocada por el Covid-19). No obstante, consideramos que LGT presenta fortalezas claras que nos permiten pensar que la “vuelta” a 2019 en 2022e es posible: (i) el fuerte plan de inversión (ya) desarrollado durante 2016-2019, con el que LGT mejora su posición competitiva, (ii) su flexibilidad en costes y foco en la rentabilidad (los Rdos. 1S20 son un ejemplo) y (iii) una estructura de balance saneada. Algo quizá no totalmente ignorado por el mercado: perf. vs IBEX 35 +17% YTD (+8,7% vs sector).

Comportamiento relativo -5y (base 100)



Comportamiento en bolsa (%)

	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	10,2	6,7	-15,0	-12,2	-32,0	62,4
vs Ibex 35	10,3	0,2	9,4	17,0	0,6	152,4
vs Ibex Small Cap Index	7,5	-2,1	-9,8	-3,0	-34,1	39,0
vs Eurostoxx 50	6,9	-6,9	-9,3	-0,4	-28,1	72,7
vs Índice del sector ⁽⁴⁾	2,9	-10,2	2,8	8,7	-10,7	128,3

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

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 1S20

Revisión de estimaciones: a la baja

Covid-19 hace inevitable una fuerte rebaja de estimaciones: Ingresos y EBITDA 2020e; -23% y -39% (vs estimación previa)

Gráfico 1. Evolución de ingresos y Mg. EBITDA Rec. semestral



El impacto del Covid-19 en la industria de automoción ha sido muy significativo durante el primer semestre 2020. La venta de vehículos de pasajeros acumula una caída del 38,1% hasta junio 2020 (ACEA). Dentro de los cuatro principales mercados europeos, España registró las mayores caídas (-50%; c. 20% s/Vtas LGT), seguida de Italia (-46,1%), Francia (-38,6%) y Alemania (-34,5%). No obstante, destacamos que los últimos datos comienzan a mostrar cierta mejora frente a los meses más afectados por la paralización de la economía (junio -22,3%, mayo -52,3%, abril -76,3% y marzo -55,1%). La progresiva reapertura de las economías seguirá favoreciendo esta mejora a lo largo del segundo semestre de 2020.

El impacto del Covid-19 en los resultados 1S20 de LGT es evidente (y no sorprenderá a nadie): Ingresos -35% vs 1S19

Los resultados del 1S20 reflejan el efecto de una economía mundial en "off": (i) caída de ingresos del 34,6% vs 1S19 y (ii) EBITDA de EUR 4,8Mn (-48,4%; Mg. EBITDA 12,1% vs 15,4%). Unos resultados que comparan de forma positiva frente a la fortísima caída de volúmenes vista durante el primer semestre en la UE (-38%) y España (-50%). Destacamos que LGT sigue siendo rentable desde un punto de vista operativo (Mg. EBITDA 12,1%) y su estructura financiera sólida. Lo que demuestra la flexibilidad de la compañía y su capacidad para adaptarse a un entorno muy complicado, que no permite comparación (ni con la crisis 2008-2009).

Tabla 1. Avance de resultados 1S19

EUR Mn	1S20	1S19	1S20 vs 1S19	2020e	2020e vs 2019
Total Ingresos	39,6	60,5	-34,6%	87,5	-23,9%
EBITDA (Recurrente)	4,8	9,3	-48,4%	10,7	-36,2%
EBITDA Rec. / Ingresos	12,1%	15,4%	-3,2 p.p.	12,3%	-2,4 p.p.
EBITDA	4,8	9,3	-48,4%	10,7	-36,2%
EBITDA / Ingresos	12,1%	15,4%	-3,2 p.p.	12,3%	-2,4 p.p.
BAI	1,6	6,4	-74,4%	5,0	-56,5%

Nota: Los resultados avanzados no incluyen información relativa a la Deuda Neta a junio 2020.

El contexto "macro" actual nos lleva a revisar nuestras estimaciones a la baja

El fortísimo shock de oferta y demanda generado por el Covid-19 lleva a una revisión de nuestras estimaciones, que se resume en tres grandes líneas:

- **Ingresos 2020e: EUR 87,5Mn (-23,9% vs estimación previa)**, lastrados por la fortísima caída de volúmenes esperada tanto en la UE como en España. Aunque esperamos revierta ligeramente durante el 2S20 y modere la caída vista en el 1S20 (Ingresos 2S20: EUR 47,9Mn; -11% vs 2S19) hasta alcanzar una cifra de ingresos de c. EUR 87,5Mn (-23,9% vs 2019). Nuestra estimación de ingresos para el año 2020 compara de forma positiva frente a la caída de ventas de coches 2020e estimada por ACEA (-25%) y por ANFAC para el mercado español (-35%).
- **EBITDA 2020e: EUR 10,7Mn (Mg. EBITDA 12,3%; -39,3% vs estimación previa)**, resultado de la fortísima reducción de ingresos, que no podrá ser compensada en su totalidad. No obstante, destacamos que LGT seguirá siendo rentable desde un punto de vista operativo, lo que le permitirá mantener un margen EBIT 2020e de c. 6% (vs c. 4% de su sector).
- **Beneficio neto (EUR 4Mn; -57% vs estimación previa)**. Los puntos anteriores se trasladan de forma íntegra al beneficio neto 2020e, que esperamos que se sitúe en el entorno de los EUR 4Mn (-57% vs 2019 y estimación previa). Dado el elevado apalancamiento operativo de la compañía, cualquier normalización del entorno de negocio se trasladará íntegramente al BN.

Gráfico 2. Impacto de la revisión en Ingresos y Mg. EBITDA (2020e)

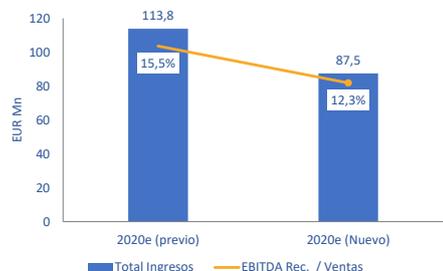


Gráfico 3. Evolución de ingresos (2015-2022e)



Gráfico 4. EBITDA 2015-2022e



¿Qué se podría esperar para el medio plazo? Recuperar niveles 2019 en 2022e es posible

Realizar previsiones en la actualidad es un ejercicio complicado (las continuas revisiones del PIB español durante los últimos meses es un ejemplo). Pero la reapertura de las economías comienza a presentar (ya) signos de recuperación en las ventas de vehículos: -22% en junio (vs -50% en abril). Lo que nos lleva a considerar que, de mantenerse el ritmo de recuperación, una vuelta a los niveles de 2019 en 2022e sería posible:

- **Ingresos 2022e: EUR 114,5Mn (+14,4% TACC 2020-2022)**, la recuperación de la industria de automoción a niveles pre-Covid-19 debiera permitir a LGT alcanzar unos ingresos de, al menos, EUR 114Mn en 2022e (vs EUR 115Mn en 2019).
- **Que devolverá el EBITDA a niveles de EUR 17Mn EBITDA (+26,3% TACC 2020-2022e)**. Consideramos que las fuertes inversiones realizadas durante los últimos ejercicios (entre 2016-2019 LGT invierte c. EUR 50Mn en ampliar su capacidad de fundición y mecanizado) han reforzado tanto su posición competitiva como su capacidad de mantener márgenes cercanos al 15% (superiores a la media de la industria). Una normalización de la situación en la que se encuentra el sector permitirá empujar el EBITDA 2022e hasta EUR 17Mn (Mg. EBITDA 15%).
- **Y permitirá mantener una fuerte generación de caja (FCF Rec. 2022e: c. EUR 9Mn)**. La finalización del exigente plan de inversión con el que LGT ha mejorado sus líneas de fundición y mecanizado durante los últimos 4 años permitirá mantener un CAPEX/Vtas reducido (c. 4%; un driver ajeno al ciclo) que, junto a la recuperación de niveles de EBITDA 2022e de EUR 17Mn empujarán el FCF Rec a c. EUR 9Mn (FCF 2022e yield > 7,5%).
- **Todo ello soportado por un balance robusto**. Estimamos una DN/EBITDA 2020e de c. 1,4x. Lo que resulta especialmente interesante en un contexto como el actual. Y permitirá soportar una recuperación más lenta de la estimada sin comprometer la viabilidad de la compañía.

Tabla 2. Revisión de estimaciones 1S19

EUR Mn	2020e (Nuevo)	Revisión (%)	2021e (Nuevo)	Revisión (%)	2022e (Nuevo)
Total Ingresos	87,5	-23,2%	101,4	-12,7%	114,5
EBITDA (Recurrente)	10,7	-39,3%	13,1	-28,5%	17,1
<i>Cto. EBITDA Rec.</i>	-36,2%	-38 p.p.	22,4%	18 p.p.	30,4%
<i>EBITDA Rec. / Ventas</i>	12,3%	-3 p.p.	13,0%	-3 p.p.	15,0%
Beneficio Neto	3,8	-57,3%	5,8	-39,3%	8,9
Free Cash Flow (Rec.)	6,9	-29,3%	6,4	-36,0%	9,0
<i>DN / EBITDA</i>	1,4 x	0,8 x	0,9 x	0,5 x	0,4 x

En definitiva: LGT está bien posicionada para recuperar niveles de 2019 (aunque habrá que esperar, al menos, hasta 2022)

LGT, como el resto de fabricantes de componentes para la automoción, se enfrenta a un entorno especialmente complicado por el cierre de las economías y la desaceleración económica global provocada por el Covid-19.

Pese a que caer (mucho) en 2020e es inevitable, consideramos que LGT se encuentra bien preparada para hacer frente a un ciclo en su contra, presentando fortalezas claras para pensar que una vuelta a los niveles de 2019 es posible. Destacamos: (i) una base sólida de clientes (principales fabricantes de autos europeos), (ii) con una estructura de costes flexible (la rentabilidad alcanzada en el 1S20 es un ejemplo), (iii) manteniendo el foco en la rentabilidad vs volumen (Mg. EBITDA > 15% durante los últimos 5 años) y (v) una estructura de balance robusta (DN/EBITDA 2020e < 1,5x), que no comprometerá la viabilidad de la compañía.

Todo ello permitirá a LGT beneficiarse de una recuperación (teórica) del ciclo durante los dos próximos años, hasta alcanzar niveles de ingresos y EBITDA similares a los registrados en 2019. La reducción del CAPEX vs 2019 (un driver ajeno al ciclo) permitirá empujar el FCF Rec. 2022 a c. EUR 9Mn (FCF yield c. 7,5%).

Anexo 1. Proyecciones financieras⁽¹⁾

Balance (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	TACC	
Inmovilizado inmaterial	0,3	0,2	0,4	0,5	0,9	1,0	1,1	1,2		
Inmovilizado material	31,6	45,6	49,5	55,1	56,8	54,8	53,4	52,7		
Otros activos no corrientes	0,9	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5		
Inmovilizado financiero	1,2	0,9	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	18,4	20,6	28,8	29,5	28,9	22,0	25,5	28,8		
Total activo	52,4	68,0	80,1	86,3	87,7	78,9	81,2	83,8		
Patrimonio neto	35,8	41,4	42,3	44,5	46,2	43,0	45,7	50,0		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	2,3	2,0	1,9	1,7	1,5	1,5	1,5	1,5		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	0,2	0,2	0,2	0,2		
Deuda financiera neta	(2,2)	3,1	10,7	17,0	15,2	15,4	12,0	7,6		
Pasivo circulante	16,5	21,5	25,2	23,1	24,6	18,9	21,8	24,5		
Total pasivo	52,4	68,0	80,1	86,3	87,7	78,9	81,2	83,8		
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	TACC	
Total Ingresos	79,5	95,6	104,2	115,6	114,9	87,5	101,4	114,5	9,7%	-0,1%
<i>Cto.Total Ingresos</i>	25,5%	20,3%	9,0%	10,9%	-0,6%	-23,9%	15,9%	12,9%		
Coste de ventas	(29,2)	(33,7)	(41,6)	(48,7)	(49,6)	(37,3)	(43,1)	(48,7)		
Margen Bruto	50,3	62,0	62,6	66,9	65,3	50,2	58,3	65,7	6,8%	0,2%
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	63,3%	64,8%	60,1%	57,9%	56,8%	57,3%	57,5%	57,4%		
Gastos de personal	(19,9)	(24,1)	(26,7)	(28,1)	(27,8)	(21,3)	(26,0)	(28,1)		
Otros costes de explotación	(17,2)	(18,9)	(19,2)	(20,5)	(20,6)	(18,2)	(19,1)	(20,5)		
EBITDA recurrente	13,2	19,0	16,7	18,2	16,8	10,7	13,1	17,1	6,3%	0,6%
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>	50,8%	44,6%	-12,1%	8,9%	-7,5%	-36,2%	22,4%	30,4%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	16,6%	19,9%	16,0%	15,8%	14,6%	12,3%	13,0%	15,0%		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	-	-	-	-	-	-	-	-		
EBITDA	13,2	19,0	16,7	18,2	16,8	10,7	13,1	17,1	6,3%	0,6%
Depreciación y provisiones	(4,0)	(3,8)	(5,0)	(5,5)	(5,5)	(5,5)	(5,4)	(5,3)		
Gastos capitalizados	-	-	0,6	0,1	0,4	0,1	0,1	0,1		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
EBIT	9,2	15,2	12,4	12,8	11,7	5,2	7,8	11,9	6,3%	0,5%
<i>Cto.EBIT</i>	72,2%	65,8%	-18,8%	3,7%	-8,7%	-55,4%	49,0%	52,6%		
<i>EBIT / Ingresos</i>	11,5%	15,9%	11,9%	11,1%	10,2%	6,0%	7,7%	10,4%		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,3)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,3)	(0,3)	(0,2)	(0,2)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	(0,8)	(0,2)	(0,4)	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	8,9	14,2	11,9	12,2	11,4	5,0	7,5	11,7	6,4%	0,7%
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>	77,7%	59,3%	-16,1%	2,6%	-6,6%	-56,5%	52,0%	54,8%		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	8,9	14,2	11,9	12,2	11,4	5,0	7,5	11,7	6,4%	0,7%
Impuestos	(2,2)	(3,7)	(3,0)	(3,0)	(2,7)	(1,2)	(1,8)	(2,8)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	24,5%	26,1%	25,1%	24,7%	23,7%	23,7%	23,7%	23,7%		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	6,7	10,5	8,9	9,2	8,7	3,8	5,8	8,9	6,7%	0,7%
<i>Cto.Beneficio neto</i>	69,1%	56,0%	-14,9%	3,1%	-5,3%	-56,6%	52,0%	54,8%		
Beneficio ordinario neto	6,7	10,5	8,9	9,2	8,7	3,8	5,8	8,9	6,7%	0,7%
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	69,1%	56,0%	-14,9%	3,1%	-5,3%	-56,6%	52,0%	54,8%		
Cash Flow (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	TACC	
EBITDA recurrente						10,7	13,1	17,1	6,3%	0,6%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(0,1)	(0,1)	(0,1)		
Var.capital circulante						1,1	(0,6)	(0,6)		
Cash Flow operativo recurrente						11,8	12,5	16,5	1,2%	-4,3%
CAPEX						(3,5)	(4,1)	(4,6)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,3)	(0,2)	(0,2)		
Impuestos						(1,2)	(1,8)	(2,8)		
Free Cash Flow Recurrente						6,9	6,4	9,0	-2,9%	2,3%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						6,9	6,4	9,0	-4,0%	0,8%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(7,0)	(3,0)	(4,6)		
Variación de Deuda financiera neta						0,1	(3,4)	(4,4)		

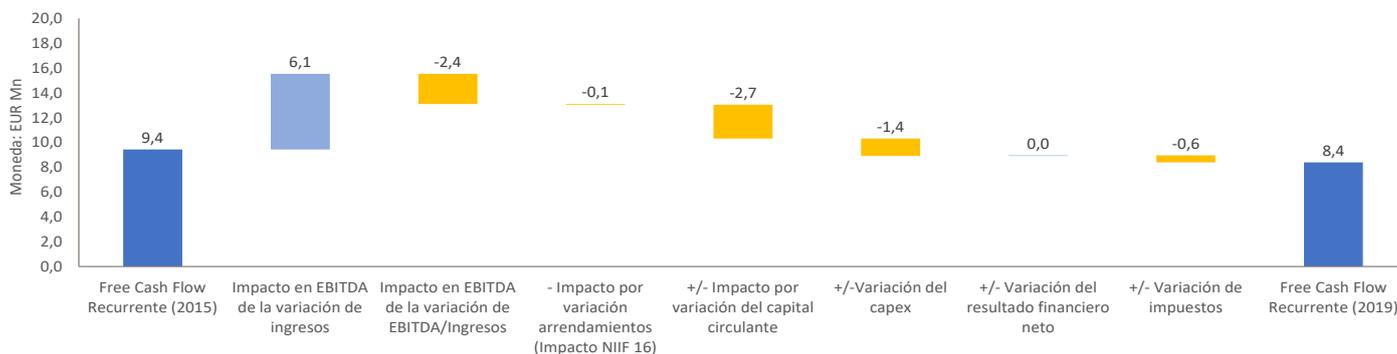
Nota 1: Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 0,1Mn mayor por la aplicación de NIIF 16.

Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow⁽¹⁾

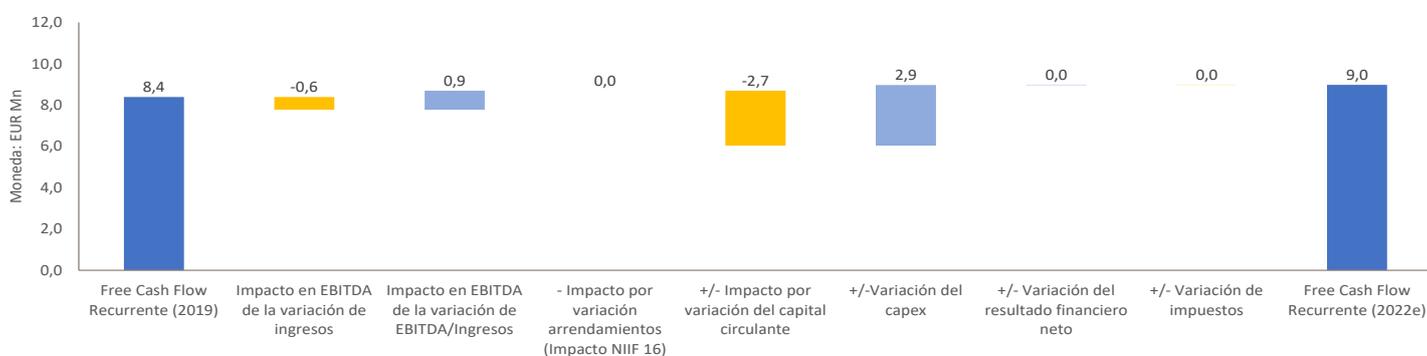
A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	TACC	
								16-19	19-22e
EBITDA recurrente	19,0	16,7	18,2	16,8	10,7	13,1	17,1	-4,0%	0,6%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	44,6%	-12,1%	8,9%	-7,5%	-36,2%	22,4%	30,4%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	19,9%	16,0%	15,8%	14,6%	12,3%	13,0%	15,0%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
+/- Var. Capital circulante	2,9	(4,5)	(2,8)	2,1	1,1	(0,6)	(0,6)		
= Cash Flow operativo recurrente	21,9	12,2	15,4	18,9	11,8	12,5	16,5	-4,8%	-4,3%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	21,6%	-44,4%	26,8%	22,2%	-37,6%	6,0%	32,3%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	22,9%	11,7%	13,4%	16,4%	13,5%	12,3%	14,4%		
- CAPEX	(18,1)	(10,0)	(11,5)	(7,5)	(3,5)	(4,1)	(4,6)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,3)	(0,2)	(0,2)		
- Impuestos	(3,7)	(3,0)	(3,2)	(2,8)	(1,2)	(1,8)	(2,8)		
= Free Cash Flow recurrente	(0,1)	(1,1)	0,6	8,4	6,9	6,4	9,0	n.a.	2,3%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	-101,3%	-790,6%	155,1%	n.a.	-18,4%	-6,5%	40,2%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	0,5%	7,3%	7,8%	6,3%	7,8%		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(0,2)	0,4	0,2	0,4	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	(0,3)	(0,7)	0,8	8,8	6,9	6,4	9,0	n.a.	0,8%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	-103,0%	-121,5%	216,3%	994,4%	-22,0%	-6,5%	40,2%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	n.a.	n.a.	0,5%	7,1%	5,8%	5,4%	7,5%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	n.a.	n.a.	0,7%	7,4%	5,8%	5,4%	7,5%		
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	9,4	(0,1)	(1,1)	0,6	8,4	6,9	6,4		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	2,7	1,7	1,8	(0,1)	(4,0)	1,7	1,7		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	3,2	(4,0)	(0,3)	(1,3)	(2,1)	0,7	2,3		
= Variación EBITDA recurrente	5,9	(2,3)	1,5	(1,4)	(6,1)	2,4	4,0		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	(0,1)	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	(2,0)	(7,4)	1,8	4,9	(1,0)	(1,7)	0,0		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	3,9	(9,7)	3,3	3,4	(7,1)	0,7	4,0		
+/- Variación del CAPEX	(12,0)	8,1	(1,5)	4,0	4,0	(0,6)	(0,5)		
+/- Variación del resultado financiero neto	0,0	(0,0)	0,0	(0,0)	(0,0)	0,0	0,0		
+/- Variación de impuestos	(1,5)	0,7	(0,2)	0,5	1,6	(0,6)	(1,0)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	(9,6)	(0,9)	1,6	7,8	(1,5)	(0,4)	2,6		
Free Cash Flow Recurrente	(0,1)	(1,1)	0,6	8,4	6,9	6,4	9,0		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
EBIT	15,2	12,4	12,8	11,7	5,2	7,8	11,9	-8,4%	0,5%
* Tasa fiscal teórica	26,1%	25,1%	24,7%	23,7%	23,7%	23,7%	23,7%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(4,0)	(3,1)	(3,2)	(2,8)	(1,2)	(1,8)	(2,8)		
EBITDA recurrente	19,0	16,7	18,2	16,8	10,7	13,1	17,1	-4,0%	0,6%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
+/- Var. Capital circulante	2,9	(4,5)	(2,8)	2,1	1,1	(0,6)	(0,6)		
= Cash Flow operativo recurrente	21,9	12,2	15,4	18,9	11,8	12,5	16,5	-4,8%	-4,3%
- CAPEX	(18,1)	(10,0)	(11,5)	(7,5)	(3,5)	(4,1)	(4,6)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(4,0)	(3,1)	(3,2)	(2,8)	(1,2)	(1,8)	(2,8)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	(0,2)	(0,9)	0,8	8,6	7,0	6,6	9,1	n.a.	2,0%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	-101,7%	-448,2%	187,8%	960,0%	-18,0%	-6,5%	38,5%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	0,7%	7,5%	8,1%	6,5%	8,0%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(0,2)	0,4	0,2	0,4	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	(0,4)	(0,6)	1,0	9,0	7,0	6,6	9,1	n.a.	0,5%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	-103,4%	-55,3%	284,1%	768,6%	-21,6%	-6,5%	38,5%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	n.a.	n.a.	0,6%	6,3%	5,2%	4,9%	6,7%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	n.a.	n.a.	0,8%	6,6%	5,2%	4,9%	6,7%		

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

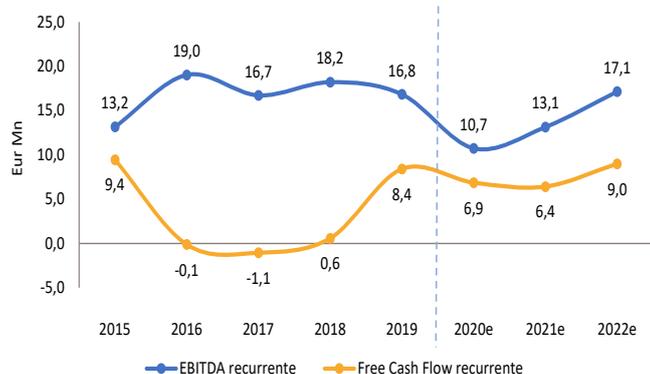
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2015 - 2019)



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



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



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

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	119,0	
+ Minoritarios	-	Rdos. 12m 2019
+ Provisiones y otros pasivos a LP	1,6	Rdos. 12m 2019
+ Deuda financiera neta	15,2	Rdos. 12m 2019
- Inmovilizado financiero	0,4	Rdos. 12m 2019
+/- Otros	-	Rdos. 12m 2019
Enterprise Value (EV)	135,5	

Anexo 4. Comportamiento histórico (1)(2)

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	TACC	
Total Ingresos	45,6	66,7	72,4	57,6	58,1	63,0	79,5	95,6	104,2	115,6	114,9	87,5	101,4	114,5	9,7%	-0,1%
Cto. Total ingresos	-40,1%	46,3%	8,6%	-20,4%	0,8%	8,5%	26,1%	20,3%	9,0%	10,9%	-0,6%	-23,9%	15,9%	12,9%		
EBITDA	5,1	11,7	10,4	5,0	6,4	8,7	13,2	19,0	16,7	18,2	16,8	10,7	13,1	17,1	12,7%	0,6%
Cto. EBITDA	-49,6%	129,5%	-11,6%	-51,3%	26,1%	36,7%	51,5%	44,6%	-12,1%	8,9%	-7,5%	-36,2%	22,4%	30,4%		
EBITDA/Ingresos	11,2%	17,6%	14,3%	8,7%	10,9%	13,8%	16,6%	19,9%	16,0%	15,8%	14,6%	12,3%	13,0%	15,0%		
Beneficio neto	0,7	4,4	3,6	0,3	2,5	4,0	6,7	10,5	8,9	9,2	8,7	3,8	5,8	8,9	29,3%	0,7%
Cto. Beneficio neto	-78,3%	561,3%	-17,9%	-92,9%	876,0%	58,1%	69,1%	56,0%	-14,9%	3,1%	-5,3%	-56,6%	52,0%	54,8%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	10,7	11,0	11,0	11,0	10,9	9,9	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0		
BPA (EUR)	0,06	0,40	0,33	0,02	0,23	0,40	0,67	1,05	0,89	0,92	0,87	0,38	0,58	0,89	30,2%	0,7%
Cto. BPA	-78,3%	n.a.	-17,9%	-92,9%	n.a.	74,2%	67,3%	56,0%	-14,9%	3,1%	-5,3%	-56,6%	52,0%	54,8%		
BPA ord. (EUR)	0,06	0,40	0,33	0,02	0,23	0,40	0,67	1,05	0,89	0,92	0,87	0,38	0,58	0,89	30,2%	0,7%
Cto. BPA ord.	-78,3%	n.a.	-17,9%	-92,9%	n.a.	74,2%	67,3%	56,0%	-14,9%	3,1%	-5,3%	-56,6%	52,0%	54,8%		
CAPEX	(4,0)	(5,9)	(2,8)	(2,7)	(1,7)	(3,2)	(6,1)	(18,1)	(10,0)	(11,5)	(7,5)	(3,5)	(4,1)	(4,6)		
CAPEX/Vtas %	8,8%	8,9%	3,9%	4,6%	3,0%	5,0%	7,7%	18,9%	9,6%	9,9%	6,5%	4,0%	4,0%	4,0%		
Free Cash Flow	2,7	7,1	1,8	2,0	8,3	0,5	10,3	(0,3)	(0,7)	0,8	8,8	6,9	6,4	9,0	12,7%	0,8%
DN/EBITDA (x) ⁽¹⁾	2,7x	0,6x	0,7x	1,4x	0,0x	0,7x	-0,2x	0,2x	0,6x	0,9x	0,9x	1,4x	0,9x	0,4x		
PER (x)	48,1x	7,3x	7,7x	93,8x	13,1x	9,4x	12,5x	13,5x	19,9x	12,0x	15,5x	31,4x	20,7x	13,4x		
EV/Vtas (x)	1,02x	0,58x	0,47x	0,54x	0,57x	0,68x	1,03x	1,52x	1,79x	1,09x	1,30x	1,55x	1,34x	1,18x		
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾	9,1x	3,3x	3,3x	6,2x	5,2x	4,9x	6,2x	7,6x	11,2x	6,9x	8,9x	12,6x	10,3x	7,9x		
Comport. Absoluto	-3,7%	-2,6%	-13,2%	-13,1%	36,7%	24,8%	123,3%	69,0%	25,4%	-38,2%	23,2%	-12,2%				
Comport. Relativo vs Ibex 35	-25,8%	18,0%	-0,1%	-8,9%	12,6%	20,4%	140,5%	72,5%	16,7%	-27,3%	10,2%	17,0%				

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

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

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

Anexo 5. Principales competidores 2020e

Dato	EUR Mn	Auto-Parts				Average	Frenos		
		CIE Automotive	Gestamp	Faurecia	Voestalpine		Brembo SPA	Haldex AB	LGT
Datos Mercado	Ticker (Reuters)	CIEA.MC	GEST.MC	EPED.PA	VOES.VI		BRBI.MI	HLDX.ST	LGT.MC
	País	Spain	Spain	France	Austria		Italy	Sweden	Spain
	Market cap	1.843,6	1.162,1	5.059,7	3.423,8		2.685,8	154,9	119,0
	Enterprise value (EV)	4.095,8	4.695,7	7.903,2	7.851,4		3.189,3	256,0	135,5
Información financiera básica	Total Ingresos	2.993,2	7.595,7	14.535,7	11.306,8		2.216,5	405,5	87,5
	Cto.Total Ingresos	-13,5%	-16,2%	-18,2%	-11,1%	-14,8%	-14,5%	-17,4%	-23,9%
	2y TACC (2020e - 2022e)	10,0%	11,8%	12,9%	7,0%	10,4%	9,3%	12,1%	14,4%
	EBITDA	436,6	743,3	1.413,3	817,0		381,6	27,4	10,7
	Cto. EBITDA	-26,5%	-30,5%	-41,7%	-26,4%	-31,3%	-23,5%	-51,1%	-36,2%
	2y TACC (2020e - 2022e)	18,3%	22,5%	31,0%	37,8%	27,4%	15,8%	55,3%	26,3%
	EBITDA/Ingresos	14,6%	9,8%	9,7%	7,2%	10,3%	17,2%	6,8%	12,3%
	EBIT	289,4	165,3	346,0	1,5		182,5	7,6	5,2
	Cto. EBIT	-32,3%	-67,2%	-72,2%	-99,4%	-67,8%	-40,0%	-76,4%	-55,4%
	2y TACC (2020e - 2022e)	22,1%	70,5%	93,1%	n.a.	61,9%	19,0%	n.a.	50,8%
	EBIT/Ingresos	9,7%	2,2%	2,4%	0,0%	3,6%	8,2%	1,9%	6,0%
	Beneficio Neto	174,3	(27,5)	75,8	(150,7)		116,7	4,2	3,8
	Cto. Beneficio Neto	-44,3%	n.a.	-87,9%	-30,4%	-54,2%	-51,3%	784,6%	-56,6%
	2y TACC (2020e - 2022e)	29,0%	n.a.	n.a.	n.a.	29,0%	36,2%	n.a.	53,4%
	CAPEX/Ventas	-7,6%	-8,0%	-6,4%	-5,4%	-6,9%	-7,2%	-6,8%	-4,0%
	Free Cash Flow	52,5	58,3	(223,3)	25,6		90,8	(19,7)	6,9
	Deuda financiera Neta	1.667,9	2.858,2	3.315,2	3.981,5		317,2	86,9	15,4
	DN/EBITDA (x)	3,8	3,8	2,3	4,9	3,7	0,8	3,2	1,4
	Pay-out	37,9%	-91,5%	124,2%	-52,9%	4,4%	43,9%	0,0%	80,0%
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	10,8	n.a.	n.a.	n.a.	10,8	23,4	35,9	31,4
	P/BV (x)	2,0	0,6	1,3	0,6	1,1	1,8	1,0	2,8
	EV/Ingresos (x)	1,4	0,6	0,5	0,7	0,8	1,4	0,6	1,5
	EV/EBITDA (x)	9,4	6,3	5,6	9,6	7,7	8,4	9,4	12,6
	EV/EBIT (x)	14,2	28,4	22,8	n.a.	21,8	17,5	33,7	25,9
	ROE	19,2	n.a.	n.a.	n.a.	19,2	9,1	n.a.	8,5
	FCF Yield (%)	2,8	5,0	n.a.	0,7	2,9	3,4	n.a.	5,8
	DPA	0,51	0,04	0,69	0,45	0,42	0,16	0,00	0,30
	Dvd Yield	3,6%	2,1%	1,9%	2,3%	2,5%	1,9%	0,0%	2,5%

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 6. Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2020e	2021e	2022e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	7,0	6,6	9,1	139,5			
Market Cap	119,0	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	15,2	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2019)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	2,0%	Coste de la deuda neta			1,8%	2,3%	
Tasa fiscal (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)			1,4%	1,8%	
Risk free rate (rf)	0,3%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	9,0%	R (estimación propia)			8,5%	9,5%	
Beta (B)	1,0	B (Thomson Reuters y Lighthouse)			0,9	1,1	
Coste del Equity	9,3%	Ke = Rf + (R * B)			8,0%	10,8%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	88,6%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	11,4%	D			=	=	
WACC	8,5%	WACC = Kd * D + Ke * E			7,2%	9,8%	
G "Razonable"	1,5%				2,0%	1,0%	

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

Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker Reuters	Mkt. Cap	PER 20e	BPA 20e-22e	EV/EBITDA 20e	EBITDA 20e-22e	EV/Vtas. 20e	Ingresos 20e-22e	EBITDA/Vtas. 20e	FCF Yield 20e	FCF 20e-22e
CIE Automotive	CIEA.MC	1.843,6	10,8	30,0%	9,4	18,3%	1,4	10,0%	14,6%	2,8%	n.a.
Gestamp	GEST.MC	1.162,1	n.a.	n.a.	6,3	22,5%	0,6	11,8%	9,8%	5,0%	74,8%
Faurecia	EPED.PA	5.059,7	n.a.	n.a.	5,6	31,0%	0,5	12,9%	9,7%	n.a.	n.a.
Voestalpine	VOES.VI	3.423,8	n.a.	n.a.	9,6	37,8%	0,7	7,0%	7,2%	0,7%	n.a.
Auto-Parts			10,8	30,0%	7,7	27,4%	0,8	10,4%	10,3%	2,9%	74,8%
Brembo SPA	BRBI.MI	2.685,8	23,4	38,1%	8,4	15,8%	1,4	9,3%	17,2%	3,4%	40,2%
HalDEX AB	HLDX.ST	154,9	35,9	n.a.	9,4	55,3%	0,6	12,1%	6,8%	n.a.	64,2%
Frenos			29,6	38,1%	8,9	35,5%	1,0	10,7%	12,0%	3,4%	52,2%
LGT	LGT.MC	119,0	31,4	53,4%	12,6	26,3%	1,5	14,4%	12,3%	5,8%	14,5%

Análisis de sensibilidad (2021e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 21e	EBITDA 21e	EV/EBITDA 21e
Max	14,3%	14,5	9,4x
Central	13,0%	13,1	10,3x
Min	11,7%	11,8	11,5x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 21e			Escenario	FCF Rec./Yield 21e		
	EBITDA 21e	3,6%	4,0%		4,4%	Max	FCF Rec./Yield 21e
14,5	8,1	7,7	7,3	Max	6,8%	6,5%	6,2%
13,1	6,8	6,4	6,0	Central	5,7%	5,4%	5,0%
11,8	5,5	5,1	4,7	Min	4,6%	4,3%	3,9%

INFORMACIÓN LEGAL IMPORTANTE SOBRE ESTE INFORME

LIGHTHOUSE

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

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

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

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

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

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

DISCLAIMER

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

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

Normas de confidencialidad y conflictos de interés

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

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

Los Analistas de Inversiones que han elaborado el presente Análisis de Inversiones son empleados de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Dichos analistas han recibido (o recibirán) una remuneración en función de los beneficios generales de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Para obtener una copia del Código de Conducta de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. (para la Gestión de Conflictos de Interés en el departamento de Análisis), contacte por correo electrónico con secretaria@ieaf.es o consulte el contenido de este Código en www.ieaf.es.

IEAF Servicios de Análisis está remunerado por Bolsas y Mercados Españoles, S.A. para la redacción de este informe. Este informe debe considerarse solo un elemento más en la toma de decisiones de inversión.

Un informe emitido por IEAF Servicios de Análisis S.L.U.

Todos los derechos reservados. Queda prohibido su uso o distribución no autorizados. Este documento ha sido elaborado y distribuido, según lo establecido en la MiFID II, por IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Su actividad empresarial está regulada por la CNMV. La información y las opiniones expresadas en este documento no constituyen ni pretenden constituir una oferta o la solicitud de una oferta para la compra o la venta de los valores referidos (es decir, los valores mencionados en el presente y los warrants, opciones, derechos o intereses relacionados con estos). La información y las opiniones contenidas en este documento están basadas en informaciones de carácter público y en fuentes consideradas fiables por IEAF Servicios de Análisis S.L.U., pero no se ofrece ninguna garantía en cuanto a su precisión o integridad. Todos los comentarios y las estimaciones facilitadas reflejan únicamente la opinión de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. y no ofrecen ninguna garantía implícita o explícita. Todas las opiniones expresadas están sujetas a cambio sin previo aviso. En el presente documento no se tienen en cuenta los objetivos de inversión concretos, el estado financiero, la actitud frente al riesgo ni otras cuestiones específicas de la persona que reciba este documento, de modo que ésta deberá aplicar su juicio al respecto. Ni el Instituto Español de Analistas Financieros ni su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., asumen responsabilidad alguna por las pérdidas directas o indirectas derivadas del uso de los análisis publicados, salvo en caso de conducta negligente por parte de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. La

información contenida en este informe se aprueba para su distribución a clientes profesionales, contrapartes elegibles y asesores profesionales, no a clientes particulares o minoristas. Se prohíbe su reproducción, distribución o publicación para cualquier fin sin la autorización por escrito de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. El Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) y/o su filial IEAF Servicios de Análisis S.L.U., sus empleados y directivos, pueden tener una posición (larga o corta) en una inversión sabiendo que ese emisor será objeto de análisis y que ese análisis se distribuirá a inversores institucionales. Cualquier información adicional sobre el contenido de este informe se remitirá previa solicitud. IEAF Servicios de Análisis tiene como objetivo la publicación de (al menos) un informe o nota trimestral de actualización de la compañía analizada.

Estados Unidos. IEAF Servicios de Análisis S.L.U. no está inscrito en Estados Unidos y, por lo tanto, no está sujeto a la normativa de dicho país sobre la elaboración de análisis y la independencia de los analistas. Este informe se distribuirá únicamente a los principales inversores institucionales de EE.UU., con arreglo a la exención de inscripción estipulada por la Normativa 15a-6 de la Ley del Mercados de Valores de Estados Unidos de 1934, en su versión enmendada (la "Exchange Act") y en las interpretaciones de ésta realizadas por la Comisión de Valores de EE.UU. ("SEC").

Principales inversores institucionales de EE.UU. Este informe se distribuirá a los "Principales inversores institucionales de EE.UU." según la definición de la Normativa 15a-6 de la Comisión del Mercado de Valores de Estados Unidos y de la Ley del Mercado de Valores de EE.UU. de 1934.

Histórico de notas e informes

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
28-Jul-2020	n.a.	11,90	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones	David López Sánchez
28-Feb-2020	n.a.	13,30	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2019	David López Sánchez
28-Oct-2019	n.a.	13,45	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2019	David López Sánchez
22-Jul-2019	n.a.	14,35	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2019	David López Sánchez
13-May-2019	n.a.	15,45	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2019	David López Sánchez
01-Mar-2019	n.a.	15,00	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2018	David López Sánchez
22-Nov-2018	n.a.	12,68	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	David López Sánchez

