

RENTA VARIABLE - ESPAÑA

Sector: Alimentos

Fecha del informe: 4 mar 2021

Hora distribución: 8:30

Resultados 12m 2020 - Bajamos estimaciones

Precio de Cierre: EUR 1,05 (3 mar 2021)

Resultados 12m 2020

Opinión ⁽¹⁾: Por debajo de lo esperadoImpacto ⁽¹⁾: Bajamos estimaciones

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

+34 915 904 226

Ecolumber, S.A. (ECO) es un Grupo nacional de pequeño tamaño con sede en España (Barcelona), especializado inicialmente en la producción agrícola forestal. La compañía ha dado un giro estratégico, posicionándose en la industria de la alimentación, como Grupo verticalmente integrado, en la producción de frutos secos, su procesamiento y comercialización. Está controlada por su Consejo (50,3% del capital).

Los resultados no cuentan...ante su claro giro hacia los "snacks saludables"

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	28,4	34,2
EV (Mn EUR y USD) ⁽²⁾	36,1	43,6
Número de Acciones (Mn)	27,0	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	1,06 / 1,05 / 0,87	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación ⁽³⁾	0,0	
Refinitiv / Bloomberg	ECWI.SCT / ECO SM	
Cierre año fiscal	31-Dic	

Estructura Accionarial (%) ⁽⁸⁾

G3T SL	14,0
Brinca 2004 SL	10,8
Onchena	8,0
Acalios	7,3
Free Float	32,2

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2020	2021e	2022e	2023e
Nº Acc. ajustado (Mn)	26,6	29,4	29,4	29,4
Total Ingresos	15,3	17,5	19,9	24,1
EBITDA Rec. ⁽⁴⁾	-2,4	-2,2	-0,4	0,6
% Var.	-11,0	10,4	82,6	269,0
% EBITDA Rec./Ing.	n.a.	n.a.	n.a.	2,6
% Var EBITDA sector ⁽⁵⁾	1,6	10,2	11,1	2,8
Beneficio neto	-4,7	-2,9	-0,8	-0,3
BPA (EUR)	-0,18	-0,10	-0,03	-0,01
% Var.	-111,3	44,8	71,5	69,5
BPA ord. (EUR)	-0,12	-0,10	-0,03	-0,01
% Var.	-56,4	20,4	71,0	69,5
Free Cash Flow Rec. ⁽⁶⁾	-4,8	-4,1	-1,4	-1,5
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	14,5	14,1	15,5	17,0
DN / EBITDA Rec.(x)	n.a.	n.a.	n.a.	26,8
ROE (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
ROCE (%) ⁽⁶⁾	n.a.	n.a.	n.a.	0,4

Ratios y Múltiplos (x) ⁽⁷⁾

PER	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
PER Ordinario	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
P/BV	2,2	2,1	2,3	2,3
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	2,36	2,06	1,82	1,50
EV/EBITDA Rec.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EV/EBIT	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
FCF Yield (%) ⁽⁶⁾	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

FUERTE CRECIMIENTO EN INGRESOS (EUR 15,3Mn 2020, 13,8% a/a), con un mix +22,7% volumen, -8,9% precio, y a pesar del impacto del Covid en el 4T (-4,4% a/a). Este contexto ha obligado a retrasar el calendario comercial para sus nuevos lanzamientos (snacks saludables de mayor margen). Con contracción del margen (13,5% Margen Bruto/Ingresos, -2,8p.p. a/a), provocado por el contexto de precios a la baja (c. -10% a/a) que, a priori, debería asentar la base para su recuperación (+1y).

IMPACTANDO EN MAYOR MEDIDA EN EL EBITDA Rec. (EUR-2,4Mn 2020, -11,0% a/a), por el incremento de los gastos estructurales para atender la expansión del negocio (+22,7% en gastos de personal). Y hundiendo el EBIT (EUR-3,0Mn 2020, -39,3% a/a), que incluyen EUR -0,3Mn en costes de reestructuración.

LA BUENA NUEVA ES SU SALIDA DE ARGENTINA..., habiendo formalizado un acuerdo de venta que debería permitirle embolsarse EUR 1,0Mn con su venta (2021). Adicionalmente, ECO ha puesto a la venta los terrenos forestales de Oropesa (no rentables), que podrían adicionar c. EUR 0,6Mn (algo factible en el c/p).

...UNA DECISIÓN QUE HA IMPACTADO EN EL RESULTADO 2020 (EUR -1,5Mn POR DETERIOROS), que cae hasta EUR -4,7Mn (EUR -3,2Mn en términos ordinarios, -56,4% a/a). Y manteniéndose estable el endeudamiento (1,1x DN/FFPP).

LOS RESULTADOS NOS LLEVAN A AJUSTAR NÚMEROS, c. -5% en promedio en ingresos, retrasando (+1y) el break even (EUR 0,6Mn EBITDA Rec. 2023e), siendo éste hiperdependiente del éxito comercial de sus nuevos lanzamientos (snacks de frutos secos). Éstos son potencialmente "interesantes" para la industria, pero requieren de un mayor esfuerzo comercial. Contribuirán a c. 30% del crecimiento estimado para la facturación, soportando c. 50% de la mejora en el EBITDA Rec.

EN CONCLUSIÓN, LA CAPTACIÓN DE CAPITAL SIGUE SIENDO CLAVE. Aunque la venta de activos (2021) dará cierto respiro al balance, ECO sigue necesitando capital. La ampliación en curso (c. EUR 20Mn) podría permitirle diversificar su accionariado, y acelerar su estrategia de expansión (industrial). ECO sigue contando con el respaldo de sus socios de referencia, c. EUR 3Mn de la ampliación están garantizados vía capitalización de préstamos vinculados (e incorporados en nuestros números). Su "equity story" podría ser el de una apuesta corporativa de reposicionamiento (> I/p) en la cadena de suministros (de mayor valor añadido) para la industria alimentaria.

Comportamiento relativo (base 100)



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	0,0	0,0	-1,2	0,0	9,8	0,6
vs Ibox 35	-3,8	-1,5	4,5	-3,1	25,6	5,9
vs Ibox Small Cap Index	-5,3	-10,7	-23,8	-5,5	-11,4	-49,3
vs Eurostoxx 50	-2,8	-5,3	-10,3	-4,3	-1,7	-18,4
vs Índice del sector ⁽⁵⁾	4,6	1,5	6,7	6,3	-12,4	-17,3

(1) La opinión sobre los resultados es sobre el EBITDA publicado respecto a nuestra estimación para el ejercicio (12m). El impacto refleja si, a raíz de los resultados, prevemos una revisión significativa (>5 - 10%, dependiendo del sector) de nuestra estimación de EBITDA (en cualquiera de los años estimados).

(2) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

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

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

(5) Sector: TR Europe Food Processing.

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

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

(8) Otros: Jovellanos Cartera 6,3%, Relocation & Exec. Serv. SL 4,8%, Ladan 2002 SL 3,2%, Otros miembros del Consejo 13,3%

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

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

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

Resultados 12m 2020
Bajamos estimaciones
Tabla 1. Resultados 2020

(EUR Mn)	2020	2019	9M20 vs 9M19	2020e	2020 (Real vs Est.)	4T20	4T20 vs 4T19
Total Ingresos	15,3	13,4	13,8%	16,1	-5,1%	5,0	-4,4%
Margen Bruto	2,1	2,2	-5,6%	(1,9)	210,9%	0,8	21,8%
<i>Mg. Bruto / Ing.</i>	<i>13,5%</i>	<i>16,2%</i>	<i>-2,8 p.p.</i>	<i>11,5%</i>	<i>1,9 p.p.</i>	<i>15,3%</i>	<i>3,3 p.p.</i>
EBITDA Rec.⁽¹⁾	(2,4)	(2,2)	-11,0%	(1,7)	-39,7%	(0,5)	-17,3%
<i>Rec. EBITDA / Ing.</i>	<i>-15,7%</i>	<i>-16,1%</i>	<i>0,4 p.p.</i>	<i>-10,7%</i>	<i>-5,1 p.p.</i>	<i>-11,0%</i>	<i>-2,0 p.p.</i>
EBITDA	(2,7)	(2,5)	-8,5%	(2,1)	-33,4%	0,3	123,0%
<i>EBITDA / Ing.</i>	<i>-17,9%</i>	<i>-18,8%</i>	<i>0,9 p.p.</i>	<i>-12,7%</i>	<i>-5,2 p.p.</i>	<i>5,5%</i>	<i>28,2 p.p.</i>
EBIT	(3,0)	(2,2)	-39,3%	(2,1)	-45,0%	(0,1)	92,2%
BAI	(5,0)	(2,4)	-108,8%	(3,2)	-55,0%	(1,8)	-70,5%
BN	(4,7)	(2,2)	-111,3%	(3,2)	-45,2%	(1,5)	-74,1%
BN ordinario	(3,2)	(2,1)	-56,4%	(2,9)	-10,2%	(1,2)	-283,6%
Volumen Total (TM)	2.949,1	2.404,0	22,7%	3.108,7	17,5%	976,1	14,0%
Deuda Neta	14,5	14,1	2,9%				
DN/FFPP	1,1 x	1,1 x	0,0 x				

(1) No incluye activaciones ni gastos/ingresos no recurrentes.

Tabla 2. Revisión de estimaciones

(EUR Mn)	2021e (Nuevo)	Revisión (%)	2022e (Nuevo)	Revisión (%)	2023e (Nuevo)
Total Ingresos	17,5	-3,3%	19,9	-7,9%	24,1
EBITDA (Recurrente)	-2,2	-99,6%	-0,4	-204,1%	0,6
<i>Cto. EBITDA Rec.</i>	<i>10,4%</i>	<i>-26,9 p.p.</i>	<i>82,6%</i>	<i>-50,8 p.p.</i>	<i>269,0%</i>
<i>EBITDA Rec. / Ventas</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>2,6%</i>
Beneficio Neto	-2,9	-69,3%	-0,8	-2123,7%	-0,3
Free Cash Flow (Rec.)	-4,1	-78,4%	-1,4	-32,0%	-1,5
DN	14,1	-3%	15,5	-1%	17,0

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2021e	2022e	2023e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	(2,2)	(1,1)	(1,2)	n.a.			
Market Cap	28,4	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	14,5	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2020)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	2,1%	Coste de la deuda neta			1,9%	2,4%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	1,7%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			1,5%	1,9%	
Risk free rate (rf)	0,4%	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)	0,8	B (Refinitiv y Lighthouse)			0,7	0,9	
Coste del Equity	7,6%	Ke = Rf + (R * B)			6,3%	8,9%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	66,2%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	33,8%	D			=	=	
WACC	5,6%	WACC = Kd * D + Ke * E			4,7%	6,6%	
G "Razonable"	2,0%				2,0%	1,5%	

(1) El valor perpetuo calculado a partir del último FCF estimado no reflejaría las expectativas de crecimiento (positivas/negativas) de la compañía a fecha de emisión de este informe.

Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker Reuters	Mkt. Cap	PER 21e	BPA 21e-23e	EV/EBITDA 21e	EBITDA 21e-23e	EV/Vtas. 21e	Ingresos 21e-23e	EBITDA/Vtas. 21e	FCF Yield 21e	FCF 21e-23e
Greenyard NV	GREENY.BR	347,8	21,3	45,7%	7,2	12,7%	0,2	2,3%	3,0%	13,9%	5,3%
Sipef NV	SIFB.BR	498,3	17,7	58,2%	7,0	28,5%	1,9	16,8%	26,9%	n.a.	n.a.
Vilmorin & Cie SA	VILM.PA	1.281,6	15,1	13,4%	5,7	7,7%	1,5	3,3%	27,0%	5,2%	20,4%
BAINS	BAINS.MC	62,5	n.a.	63,3%	n.a.	73,7%	0,7	11,9%	n.a.	3,5%	-65,1%
Industria Agrícola			18,0	45,2%	6,6	30,7%	1,1	8,6%	19,0%	7,5%	-13,2%
ADM	ADM	26.443,9	14,8	2,9%	10,8	-0,5%	0,6	1,5%	5,7%	8,8%	-41,4%
Olam Intl.	OLAM.SI	3.221,3	9,1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
John B Sant Filippo	JBSS.O	837,5	17,4	n.a.	n.a.	n.a.	1,2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Select Harvests	SHV.AX	422,3	39,0	89,8%	19,5	51,3%	3,7	11,9%	18,7%	n.a.	n.a.
Comparables internacionales no europeos			20,1	46,4%	15,2	25,4%	1,8	6,7%	12,2%	8,8%	-41,4%
ECO	ECWI.SCT	28,4	n.a.	70,5%	n.a.	51,3%	2,1	17,2%	n.a.	n.a.	22,8%

Anexo 1. Proyecciones financieras⁽¹⁾

Balance (EUR Mn)	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	
Inmovilizado inmaterial		7,4	11,1	11,1	9,6	10,1	10,8	11,2	
Inmovilizado material		6,4	9,6	12,1	10,8	10,6	10,5	10,7	
Otros activos no corrientes		0,0	0,1	0,1	2,1	0,5	0,5	0,5	
Inmovilizado financiero		-	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
Fondo de comercio y otros intangibles		-	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	
Activo circulante		0,4	5,0	5,9	5,0	7,1	7,8	9,0	
Total activo		14,3	29,7	33,3	31,4	32,3	33,5	35,4	
Patrimonio neto		12,4	20,0	17,8	13,1	13,2	12,4	12,1	
Minoritarios		-	-	-	-	-	-	-	
Provisiones y otros pasivos a LP		-	1,4	1,3	0,9	0,9	0,9	0,9	
Otros pasivos no corrientes		0,9	0,9	0,8	1,0	1,0	1,0	1,0	
Deuda financiera neta		0,6	4,7	10,2	14,5	14,1	15,5	17,0	
Pasivo circulante		0,4	2,8	3,1	1,9	3,1	3,7	4,3	
Total pasivo		14,3	29,7	33,3	31,4	32,3	33,5	35,4	
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	TACC
Total Ingresos		0,2	0,2	13,4	15,3	17,5	19,9	24,1	16,4%
<i>Cto.Total Ingresos</i>		<i>n.a.</i>	<i>27,4%</i>	<i>n.a.</i>	<i>13,8%</i>	<i>14,7%</i>	<i>13,5%</i>	<i>21,1%</i>	
Coste de ventas		(0,5)	(0,5)	(11,3)	(13,2)	(14,8)	(15,2)	(17,7)	
Margen Bruto		(0,3)	(0,3)	2,2	2,1	2,8	4,7	6,4	46,0%
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>		<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>16,2%</i>	<i>13,5%</i>	<i>15,8%</i>	<i>23,6%</i>	<i>26,6%</i>	
Gastos de personal		(0,3)	(0,5)	(1,6)	(2,0)	(2,0)	(2,1)	(2,1)	
Otros costes de explotación		(1,2)	(1,0)	(2,7)	(2,5)	(2,9)	(3,0)	(3,6)	
EBITDA recurrente		(1,9)	(1,7)	(2,2)	(2,4)	(2,2)	(0,4)	0,6	31,3%
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>		<i>n.a.</i>	<i>6,7%</i>	<i>-24,4%</i>	<i>-11,0%</i>	<i>10,4%</i>	<i>82,6%</i>	<i>269,0%</i>	
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>		<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>2,6%</i>	
Gastos de reestructuración y otros no rec.		(0,1)	(0,1)	(0,4)	(0,3)	(0,1)	-	-	
EBITDA		(2,0)	(1,8)	(2,5)	(2,7)	(2,2)	(0,4)	0,6	30,7%
Depreciación y provisiones		(0,1)	(0,2)	(0,5)	(0,7)	(0,8)	(0,8)	(0,8)	
Gastos capitalizados		0,9	1,7	1,0	0,5	0,5	0,8	0,4	
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)		(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	
EBIT		(1,3)	(0,3)	(2,2)	(3,0)	(2,6)	(0,5)	0,1	26,8%
<i>Cto.EBIT</i>		<i>n.a.</i>	<i>75,0%</i>	<i>-564,3%</i>	<i>-39,3%</i>	<i>15,4%</i>	<i>80,8%</i>	<i>122,7%</i>	
<i>EBIT / Ingresos</i>		<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>0,5%</i>	
Impacto fondo de comercio y otros		-	-	-	(0,1)	-	-	-	
Resultado financiero neto		(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,4)	(0,3)	(0,3)	(0,4)	
Resultados por puesta en equivalencia		-	-	-	-	-	-	-	
Beneficio ordinario		(1,4)	(0,5)	(2,4)	(3,5)	(2,9)	(0,8)	(0,3)	58,7%
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>		<i>n.a.</i>	<i>67,4%</i>	<i>-415,7%</i>	<i>-47,1%</i>	<i>18,8%</i>	<i>71,5%</i>	<i>69,5%</i>	
Extraordinarios		-	-	-	(1,5)	-	-	-	
Beneficio antes de impuestos		(1,4)	(0,5)	(2,4)	(5,0)	(2,9)	(0,8)	(0,3)	63,2%
Impuestos		-	-	0,2	0,3	-	-	-	
<i>Tasa fiscal efectiva</i>		<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	
Minoritarios		-	-	-	-	-	-	-	
Actividades discontinuadas		-	-	-	-	-	-	-	
Beneficio neto		(1,4)	(0,5)	(2,2)	(4,7)	(2,9)	(0,8)	(0,3)	62,4%
<i>Cto.Beneficio neto</i>		<i>n.a.</i>	<i>67,4%</i>	<i>-377,5%</i>	<i>-111,3%</i>	<i>39,0%</i>	<i>71,5%</i>	<i>69,5%</i>	
Beneficio ordinario neto		(1,3)	(0,4)	(2,1)	(3,2)	(2,8)	(0,8)	(0,3)	57,3%
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>		<i>n.a.</i>	<i>69,3%</i>	<i>-411,0%</i>	<i>-56,4%</i>	<i>12,1%</i>	<i>71,0%</i>	<i>69,5%</i>	
Cash Flow (EUR Mn)	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	TACC
EBITDA recurrente						(2,2)	(0,4)	0,6	31,3%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(0,1)	(0,1)	(0,1)	
Var.capital circulante						(1,0)	(0,1)	(0,7)	
Cash Flow operativo recurrente						-3,3	-0,6	-0,1	62,4%
CAPEX						(0,5)	(0,5)	(1,0)	
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,3)	(0,3)	(0,4)	
Impuestos						-	-	-	
Free Cash Flow Recurrente						(4,1)	(1,4)	(1,5)	31,6%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						(0,1)	-	-	
- Adquisiciones / + Desinversiones						1,6	-	-	
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-	
Free Cash Flow						(2,6)	(1,4)	(1,5)	28,8%
Ampliaciones de capital						3,0	-	-	
Dividendos						-	-	-	
Variación de Deuda financiera neta						(0,4)	1,4	1,5	

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

Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow⁽¹⁾

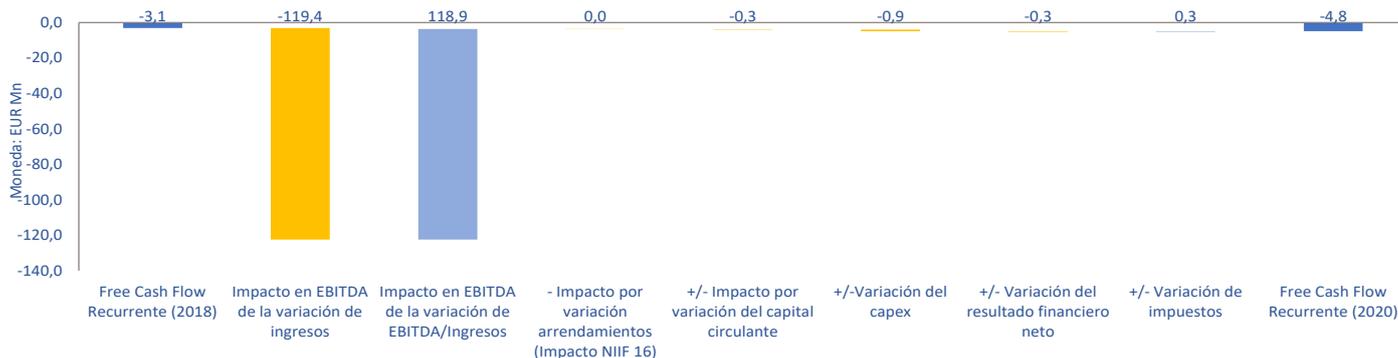
A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	TACC
								20-23e
EBITDA recurrente		(1,7)	(2,2)	(2,4)	(2,2)	(0,4)	0,6	31,3%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>		6,7%	-24,4%	-11,0%	10,4%	82,6%	269,0%	
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2,6%	
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)		(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	
+/- Var. Capital circulante		(2,2)	(0,6)	(0,3)	(1,0)	(0,1)	(0,7)	
= Cash Flow operativo recurrente		(4,0)	(2,9)	(2,8)	(3,3)	(0,6)	(0,1)	62,4%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>		-103,2%	27,8%	2,2%	-16,0%	83,0%	73,0%	
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
- CAPEX		(0,8)	(2,6)	(1,9)	(0,5)	(0,5)	(1,0)	
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow		(0,1)	(0,2)	(0,4)	(0,3)	(0,3)	(0,4)	
- Impuestos		-	0,2	0,3	-	-	-	
= Free Cash Flow recurrente		(4,9)	(5,6)	(4,8)	(4,1)	(1,4)	(1,5)	31,6%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>		-58,9%	-13,0%	13,0%	14,9%	65,2%	-8,1%	
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
- Gastos de reestructuración y otros		0,2	(0,4)	1,1	(0,1)	-	-	
- Adquisiciones / + Desinversiones		(5,0)	0,1	(0,5)	1,6	-	-	
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow		-	-	-	-	-	-	
= Free Cash Flow		(9,7)	(5,8)	(4,3)	(2,6)	(1,4)	(1,5)	28,8%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>		-214,6%	39,9%	26,6%	39,4%	44,8%	-8,1%	
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)								
	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	
Free Cash Flow recurrente (Año -1)			(4,9)	(5,6)	(4,8)	(4,1)	(1,4)	
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos			(118,6)	(0,3)	(0,4)	(0,3)	(0,1)	
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos			118,2	0,1	0,6	2,1	1,1	
= Variación EBITDA recurrente			(0,4)	(0,2)	0,3	1,8	1,0	
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)			(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	
+/- Impacto por variación del capital circulante			1,5	0,3	(0,7)	0,9	(0,6)	
= Variación del Cash Flow operativo recurrente			1,1	0,1	(0,4)	2,7	0,4	
+/- Variación del CAPEX			(1,8)	0,7	1,4	(0,0)	(0,5)	
+/- Variación del resultado financiero neto			(0,1)	(0,2)	0,1	(0,0)	(0,0)	
+/- Variación de impuestos			0,2	0,1	(0,3)	-	-	
= Variación del Free Cash Flow recurrente			(0,6)	0,7	0,7	2,7	(0,1)	
Free Cash Flow Recurrente			(5,6)	(4,8)	(4,1)	(1,4)	(1,5)	
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)								
	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	TACC
EBIT			(2,2)	(3,0)	(2,6)	(0,5)	0,1	26,8%
* Tasa fiscal teórica			0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)			-	-	-	-	-	
EBITDA recurrente			(2,2)	(2,4)	(2,2)	(0,4)	0,6	31,3%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)			(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	
+/- Var. Capital circulante			(0,6)	(0,3)	(1,0)	(0,1)	(0,7)	
= Cash Flow operativo recurrente			(2,9)	(2,8)	(3,3)	(0,6)	(0,1)	62,4%
- CAPEX			(2,6)	(1,9)	(0,5)	(0,5)	(1,0)	
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)			-	-	-	-	-	
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente			(5,5)	(4,7)	(3,8)	(1,1)	(1,2)	36,9%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>			-15,1%	14,3%	19,4%	71,0%	-7,7%	
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
- Adquisiciones / + Desinversiones			0,1	(0,5)	1,6	-	-	
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow			-	-	-	-	-	
= Free Cash Flow "To the Firm"			(5,4)	(5,2)	(2,2)	(1,1)	(1,2)	39,1%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>			44,6%	3,3%	57,5%	50,5%	-7,7%	
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	

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

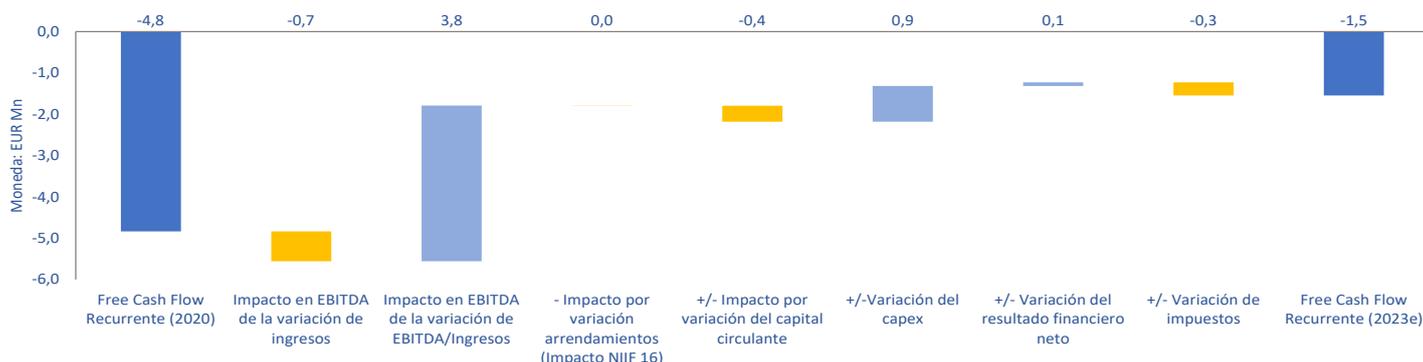
Nota 2: La compañía cerraba el ejercicio a 30 de septiembre hasta el año 2016, modificando la fecha de cierre al 31 de diciembre a partir del año 2017 (inclusive), por lo que los ejercicios anteriores a 2017 no son comparables. Adicionalmente realizó un cambio de perímetro en 2018 (adquisición de Grupo Utega en diciembre 2018). El P/L 2019 consolida el 100% de Utega.

Nota 3: Las adquisiciones y desinversiones 2021e incorporan EUR 1,6Mn correspondiente a la venta de activos forestales en Argentina y en España.

Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2018 - 2020)



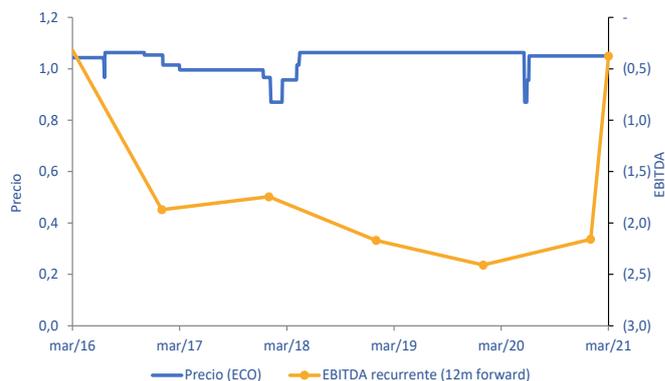
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2020 - 2023e)



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	28,4	
+ Minoritarios	-	Rdos. 12m 2020
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,9	Rdos. 12m 2020
+ Deuda financiera neta	14,5	Rdos. 12m 2020
- Inmovilizado financiero	0,1	Rdos. 12m 2020
+/- Otros ⁽¹⁾	(7,5)	Lighthouse 2020
Enterprise Value (EV)	36,1	

(1) Activos no estratégicos a la venta (terrenos en Argentina y en España valorados en EUR 1,0Mn y EUR 0,6Mn respectivamente) y otros activos forestales en España (EUR 5,9Mn)

Anexo 4. Comportamiento histórico (1)(2)

Comportamiento histórico (EUR Mn)														TACC		
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	10-20	20-23e
Total Ingresos	-	-	0,0	0,0	0,0	-	-	0,2	0,2	13,4	15,3	17,5	19,9	24,1	n.a.	16,4%
Cto. Total Ingresos	n.a.	n.a.	n.a.	46,6%	16,2%	-100,0%	n.a.	n.a.	27,4%	n.a.	13,8%	14,7%	13,5%	21,1%		
EBITDA	-	-	0,1	(0,4)	(0,8)	(0,6)	-	(2,0)	(1,8)	(2,5)	(2,7)	(2,2)	(0,4)	0,6	n.a.	30,7%
Cto. EBITDA	n.a.	n.a.	n.a.	-386,2%	-81,1%	21,5%	100,0%	n.a.	9,3%	-39,5%	-8,5%	19,4%	83,0%	269,0%		
EBITDA/Ingresos	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
Beneficio neto	-	-	0,1	(0,1)	0,0	(0,2)	-	(1,4)	(0,5)	(2,2)	(4,7)	(2,9)	(0,8)	(0,3)	n.a.	62,4%
Cto. Beneficio neto	n.a.	n.a.	n.a.	-323,3%	133,1%	-558,3%	100,0%	n.a.	67,4%	-377,5%	-111,3%	39,0%	71,5%	69,5%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	-	-	-	12,4	18,5	18,5	18,5	18,5	19,5	26,6	26,6	29,4	29,4	29,4		
BPA (EUR)	n.a.	n.a.	n.a.	-0,01	0,00	-0,01	0,00	-0,08	-0,02	-0,08	-0,18	-0,10	-0,03	-0,01	n.a.	63,7%
Cto. BPA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	100,0%	n.a.	69,2%	n.a.	n.a.	44,8%	71,5%	69,5%		
BPA ord. (EUR)	n.a.	n.a.	n.a.	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,07	-0,02	-0,08	-0,12	-0,10	-0,03	-0,01	n.a.	58,7%
Cto. BPA ord.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	70,9%	n.a.	-56,4%	20,4%	71,0%	69,5%		
CAPEX	-	-	(0,3)	(0,3)	(0,2)	(0,2)	-	(1,0)	(0,8)	(2,6)	(1,9)	(0,5)	(0,5)	(1,0)		
CAPEX/Vtas %	n.a.	n.a.	1749,1%	1198,9%	814,3%	n.a.	n.a.	660,8%	409,6%	19,5%	12,4%	3,1%	2,7%	4,3%		
Free Cash Flow	-	-	1,4	(1,2)	(1,0)	(0,7)	-	(3,1)	(9,7)	(5,8)	(4,3)	(2,6)	(1,4)	(1,5)	n.a.	28,8%
DN/EBITDA (x) ⁽³⁾	n.a.	n.a.	0,0x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	26,8x		
PER (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
EV/Vtas (x)	n.a.	n.a.	0,00x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,98x	1,88x	2,06x	1,82x	1,50x		
EV/EBITDA (x) ⁽³⁾	n.a.	n.a.	0,0x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
Comport. Absoluto	n.a.	n.a.	n.a.	0,0%	0,0%	-4,0%	-0,3%	0,9%	-8,3%	10,0%	-1,2%	0,0%	n.a.	n.a.		
Comport. Relativo vs Ibex 35	n.a.	n.a.	n.a.	-17,6%	-3,5%	3,4%	1,7%	-6,0%	7,9%	-1,6%	16,8%	-3,1%				

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 Refinitiv.

Nota 2: Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 0,0Mn 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 comparables 2021e

Dato	EUR Mn	Industria Europea				Average	Otros comparables internacionales			Average	ECO
		Greenyard NV	Sipef NV	Vilmorin & Cie SA	BAINS.MC		Select Harvests	Vilmorin & Cie SA	ADM		
Market cap	347,8	498,3	1.281,6	62,5		422,3	1.281,6	26.443,9		28,4	
Enterprise value (EV)	1.002,8	702,0	2.292,1	104,9		630,1	2.292,1	34.203,0		36,1	
Total Ingresos	4.541,3	373,0	1.492,8	148,2		172,3	1.492,8	55.399,8		17,5	
Cto.Total Ingresos	2,4%	36,1%	4,0%	-17,9%	6,2%	7,7%	4,0%	3,8%	5,2%	14,7%	
2y TACC (2021e - 2023e)	2,3%	16,8%	3,3%	11,9%	8,6%	11,9%	3,3%	1,5%	5,6%	17,2%	
EBITDA	138,5	100,5	402,4	(2,6)		32,2	402,4	3.157,3		(2,2)	
Cto. EBITDA	6,3%	36,5%	15,9%	-261,0%	-50,6%	13,0%	15,9%	37,9%	22,3%	19,4%	
2y TACC (2021e - 2023e)	12,7%	28,5%	7,7%	73,7%	30,7%	51,3%	7,7%	-0,5%	19,5%	51,3%	
EBITDA/Ingresos	3,0%	26,9%	27,0%	n.a.	19,0%	18,7%	27,0%	5,7%	17,1%	n.a.	
EBIT	64,8	58,0	124,1	(4,1)		17,8	124,1	2.072,0		(2,6)	
Cto. EBIT	11,2%	93,0%	13,9%	n.a.	39,4%	13,2%	13,9%	39,9%	22,3%	15,4%	
2y TACC (2021e - 2023e)	12,5%	43,2%	9,6%	42,4%	26,9%	79,7%	9,6%	2,2%	30,5%	43,0%	
EBIT/Ingresos	1,4%	15,5%	8,3%	n.a.	8,4%	10,4%	8,3%	3,7%	7,5%	n.a.	
Beneficio Neto	15,8	37,0	86,6	(3,6)		10,7	86,6	1.782,3		(2,9)	
Cto. Beneficio Neto	103,2%	114,7%	28,2%	n.a.	82,0%	-33,9%	28,2%	20,7%	5,0%	39,0%	
2y TACC (2021e - 2023e)	46,9%	50,2%	12,3%	63,3%	43,2%	91,7%	12,3%	3,0%	35,7%	70,5%	
CAPEX/Ventas	1,4%	20,8%	15,2%	-3,5%	8,5%	17,3%	15,2%	1,5%	11,3%	-3,1%	
Free Cash Flow	48,3	(1,5)	66,6	4,6		(9,8)	66,6	2.314,9		(2,6)	
Deuda financiera Neta	480,0	170,0	840,9	39,6		100,2	840,9	5.453,3		14,1	
DN/EBITDA (x)	3,5	1,7	2,1	n.a.	2,4	3,1	2,1	1,7	2,3	n.a.	
Pay-out	13,7%	31,1%	36,6%	0,0%	20,3%	54,3%	36,6%	38,6%	43,2%	0,0%	
P/E (x)	21,3	17,7	15,1	n.a.	18,0	39,0	15,1	14,8	23,0	n.a.	
P/BV (x)	0,8	0,9	1,0	1,1	0,9	1,2	1,0	1,5	1,2	2,1	
EV/Ingresos (x)	0,2	1,9	1,5	0,7	1,1	3,7	1,5	0,6	1,9	2,1	
EV/EBITDA (x)	7,2	7,0	5,7	n.a.	6,6	19,5	5,7	10,8	12,0	n.a.	
EV/EBIT (x)	15,5	12,1	18,5	n.a.	15,4	35,3	18,5	16,5	23,4	n.a.	
ROE	3,9	6,3	6,7	n.a.	5,6	4,1	6,7	10,1	7,0	n.a.	
FCF Yield (%)	13,9	n.a.	5,2	3,5	7,5	n.a.	5,2	8,8	7,0	n.a.	
DPA	0,05	1,11	1,38	0,00	0,63	0,06	1,38	1,23	0,89	0,00	
Dvd Yield	0,6%	2,4%	2,5%	0,0%	1,4%	1,7%	2,5%	2,6%	2,3%	0,0%	

Nota 1: Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Refinitiv). 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 que incluye el análisis financiero, proyecciones financieras, valoración, opinión y conclusiones del analista ha sido revisado por el emisor antes de 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 Mercado 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
04-Mar-2021	n.a.	1,05	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2020 - Bajamos estimaciones	Ana Isabel González García, CIAA
23-Dic-2020	n.a.	1,05	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2020 - Bajamos estimaciones	Ana Isabel González García, CIAA
03-Nov-2020	n.a.	1,05	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2020	Ana Isabel González García, CIAA
10-Jun-2020	n.a.	1,05	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	Ana Isabel González García, CIAA

