

Resultados 6m 2021

Opinión ⁽¹⁾: Por debajo de lo esperado
Impacto ⁽¹⁾: Bajamos estimaciones

David López Sánchez – david.lopez@lighthouse-ieaf.com
+34 915 904 226

Vértice 360 (VTSG) es un Grupo español con presencia a lo largo de toda la cadena de valor del sector de entretenimiento y medios a través de sus negocios de: (i) Media (esencialmente publicidad; 75% s/ingresos 2021e), (ii) Contenidos (con la producción y distribución de contenidos audiovisuales; 14%) y (iii) Servicios TMT (11% s/ingresos).

1S21: Resultados débiles y visibilidad reducida. Bajamos nuestras estimaciones

UN PRIMER SEMESTRE MÁS DÉBIL DE LO ESPERADO... que, pese al crecimiento matemático por la integración del negocio de Media/Publicidad (Ingresos y EBITDA 1S21: EUR 37Mn y EUR 5,4Mn vs EUR 8,7Mn y EUR 1,5Mn en 1S20), sigue sufriendo la dificultad del entorno; el negocio publicitario mantiene el viento en contra (Ingresos media: EUR 28,3Mn vs EUR 69Mn de nuestra estimación inicial para 2021e) y un negocio de contenidos que continúa marcado por la pandemia (por la reducción lógica del número de estrenos; -6,5% vs 1S20 y -9,1% vs 1S19).

... ACOMPAÑADO DE UNA VISIBILIDAD QUE SE MANTIENE REDUCIDA. Los negocios de media y contenidos (76% y 10% s/Ingresos 1S21), se han topado de lleno con las disrupciones ocasionadas por la crisis del Covid-19. Y, aunque la evolución de la pandemia durante el 3T será clave para determinar la continuidad de la tendencia actual, hoy (julio 2021) el contexto sectorial sigue invitando a la prudencia.

LO QUE NOS LLEVA A BAJAR MUCHO NUESTRAS ESTIMACIONES 2021e y 2022e.

Este entorno de prolongación de crisis Covid-19 retrasa nuestros números un año, lo que se traduce en unos ingresos de c. EUR 80Mn en 2021e (-17% vs estimación previa), que desencadena una bajada en todas las métricas del P&L. Y nos lleva a ajustar el EBITDA Recurrente 2021e y 2022e hasta c. EUR 12Mn y EUR 20Mn, respectivamente (c. -40% vs estimación previa en ambos años).

AUNQUE HAY RAZONES PARA CRECER (SUPERADO EL COVID-19). Destacamos: (i) la reactivación económica, que debiera impulsar la inversión publicitaria (por el empuje de sectores como el turismo o la automoción), (ii) las inversiones ya realizadas en el negocio de contenidos (Capex 1S21 EUR 4Mn), que incrementan tanto el catálogo de contenidos como el número de títulos disponible para su estreno en cines (algo no visible hoy en el P&L) y (iii) con holgura financiera para acelerar el crecimiento (DN 1S21: EUR 1,7Mn; lo que podría abrir la puerta al crecimiento no orgánico).

EL "QUID" ESTÁ EN EL GRADO DE ÉXITO DE LA INTEGRACIÓN DEL NEGOCIO DE MEDIA.

La asignatura pendiente es doble: (i) la ejecución operativa de la integración y (ii) que su materialización permita a VTSG batir ampliamente el crecimiento de su sector. Algo especialmente relevante, al ser la única vía para dar soporte a los múltiplos actuales (EV/EBITDA > 25x en 2021 y > 15x en 2022e vs c. 8x del sector).

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	325,6	387,1
EV (Mn EUR y USD) ⁽²⁾	330,4	392,8
Número de Acciones (Mn)	85,9	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	4,12 / 3,60 / 3,00	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,13	
Rotación ⁽³⁾	10,2	
Factset / Bloomberg	VER-ES / VER SM	
Cierre año fiscal	31-Dic	

Estructura Accionarial (%)

Squirrel Capital	94,1
Free Float	5,9

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2020	2021e	2022e	2023e
Nº Acc. ajustado (Mn)	47,4	85,9	85,9	85,9
Total Ingresos	32,6	79,7	105,6	126,0
EBITDA Rec. ⁽⁴⁾	2,7	12,1	20,4	26,7
% Var.	98,0	351,6	68,6	30,8
% EBITDA Rec./Ing.	8,2	15,2	19,3	21,2
% Var EBITDA sector ⁽⁵⁾	-7,0	23,0	13,9	14,4
Beneficio neto	1,4	9,7	16,6	21,9
BPA (EUR)	0,03	0,11	0,19	0,26
% Var.	137,4	282,9	71,6	31,7
BPA ord. (EUR)	0,03	0,11	0,19	0,26
% Var.	147,2	282,9	71,6	31,7
Free Cash Flow Rec. ⁽⁶⁾	-4,2	-5,2	1,7	8,9
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	1,4	6,6	4,9	-4,0
DN / EBITDA Rec.(x)	0,5	0,5	0,2	-0,1
ROE (%)	5,9	30,5	37,0	34,1
ROCE (%) ⁽⁶⁾	6,3	29,6	34,9	35,4

Ratios y Múltiplos (x) ⁽⁷⁾

PER	n.a.	33,6	19,6	14,9
PER Ordinario	n.a.	33,6	19,6	14,9
P/BV	12,1	8,9	6,1	4,3
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	10,13	4,15	3,13	2,62
EV/EBITDA Rec.	n.a.	27,3	16,2	12,4
EV/EBIT	n.a.	30,1	17,6	13,5
FCF Yield (%) ⁽⁶⁾	n.a.	n.a.	0,5	2,7

Comportamiento relativo (base 100)



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	-2,8	-5,6	14,8	-2,1	n.a.	n.a.
vs Ibex 35	-1,4	-5,2	-5,8	-10,0	n.a.	n.a.
vs Ibex Small Cap Index	0,2	-4,9	-17,5	-7,4	n.a.	n.a.
vs Eurostoxx 50	-3,0	-8,4	-7,9	-15,5	n.a.	n.a.
vs Índice del sector ⁽⁵⁾	-8,4	-12,4	-22,9	-19,7	n.a.	n.a.

(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: Stoxx Europe 600 Media.
(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.
(*) Salvo que se indique expresamente, todos los datos de este informe tienen como fuente: La Compañía, Factset y Lighthouse.

Resultados 6m 2021
Bajamos estimaciones
Tabla 1. Resultados 1S21

EUR Mn	6m21 Real	6m20	6m21 Real vs 6m20	2021e	2021e vs 2020
Total Ingresos	37,0	8,7	323,1%	79,7	144,4%
Media	28,4	0,0	n.a.	60,0	n.a.
Contenidos	3,9	4,2	-6,5%	10,7	40,6%
Servicios TMT	4,8	4,6	4,0%	9,0	185,4%
EBITDA	5,3	1,5	264,0%	12,1	351,6%
<i>EBITDA / Ingresos</i>	<i>14,3%</i>	<i>16,6%</i>	<i>-2,3 p.p.</i>	<i>15,2%</i>	<i>7,0 p.p.</i>
BN	5,0	0,9	465,2%	9,7	n.a.
Deuda Neta	1,7	1,9	-11,7%	6,6	362,5%

Tabla 2. Revisión de estimaciones

EUR Mn	2021e (Nuevo)	Revisión (%)	2022e (Nuevo)	Revisión (%)	2023e (Nuevo)
Total Ingresos	79,7	-16,8%	105,6	-16,2%	126,0
EBITDA (Recurrente)	12,1	-36,2%	20,4	-37,8%	26,7
<i>Cto. EBITDA Rec.</i>	<i>351,6%</i>	<i>59 p.p.</i>	<i>68,6%</i>	<i>-4 p.p.</i>	<i>30,8%</i>
<i>EBITDA Rec. / Ventas</i>	<i>15,2%</i>	<i>-5 p.p.</i>	<i>19,3%</i>	<i>-7 p.p.</i>	<i>21,2%</i>
EBIT	11,0	-35,5%	18,7	-38,0%	24,5
Beneficio Neto	9,7	-36,5%	16,6	-38,8%	21,9
Free Cash Flow (Rec.)	-5,2	-684,9%	1,7	-85,9%	8,9
<i>DN / EBITDA</i>	<i>0,5 x</i>	<i>0,5 x</i>	<i>0,2 x</i>	<i>0,6 x</i>	<i>-0,1 x</i>

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2021e	2022e	2023e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	(5,0)	1,9	9,0	n.a.			
Market Cap	325,6	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	1,7	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 6m 2021)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	1,9%	Coste de la deuda neta			1,6%	2,1%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	1,5%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			1,3%	1,7%	
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)	1,2	B (estimación propia)			1,1	1,3	
Coste del Equity	11,1%	Ke = Rf + (R * B)			9,6%	12,6%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	99,5%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	0,5%	D			=	=	
WACC	11,0%	WACC = Kd * D + Ke * E			9,6%	12,6%	
G "Razonable"	2,0%				2,5%	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	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
Omnicom	OMC-US	13.211,4	12,1	5,7%	7,9	2,8%	1,3	2,5%	16,3%	11,3%	2,9%
WPP	WPP-GB	13.271,2	13,0	13,6%	8,2	7,4%	1,4	3,1%	17,3%	5,1%	41,2%
Publicis	PUB-FR	13.520,5	11,3	4,0%	7,3	3,2%	1,7	2,7%	22,5%	7,1%	22,2%
Interpublic	IPG-US	11.572,3	14,6	5,9%	10,1	4,5%	1,9	4,7%	18,4%	7,5%	9,9%
Publicidad (Grandes players)			12,7	7,3%	8,4	4,5%	1,6	3,3%	18,6%	7,7%	19,1%
Mediaset	TL5-ES	1.502,0	8,0	1,9%	5,5	0,6%	1,6	0,2%	29,8%	10,6%	5,6%
Atresmedia	A3M-ES	778,2	7,8	6,1%	5,6	4,3%	0,9	1,6%	16,2%	10,4%	17,7%
Prisa	PRS-ES	597,4	n.a.	60,7%	11,0	23,2%	1,6	6,0%	14,8%	n.a.	51,6%
Vocento	VOC-ES	135,9	10,6	4,3%	5,7	7,0%	0,7	1,9%	11,8%	8,3%	34,3%
Sector Media en España			8,8	18,3%	6,9	8,8%	1,2	2,4%	18,1%	9,8%	27,3%
VER	VER-ES	325,6	33,6	50,3%	27,3	48,5%	4,1	25,8%	15,2%	n.a.	92,7%

Nota: Se incluyen las principales referencias del sector Media en España (pese a no ser comparables en términos estrictos de negocio con VTSG).

Análisis de sensibilidad (2022e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 22e	EBITDA 22e	EV/EBITDA 22e
Max	21,2%	22,4	14,8x
Central	19,3%	20,4	16,2x
Min	17,4%	18,4	18,0x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 22e				FCF Rec./Yield 22e			
EBITDA 22e	12,9%	14,3%	15,7%		Escenario			
22,4	5,2	3,7	2,3	➔	Max	1,6%	1,1%	0,7%
20,4	3,2	1,7	0,3		Central	1,0%	0,5%	0,1%
18,4	1,2	(0,3)	(1,8)		Min	0,4%	n.a.	n.a.

Anexo 1. Proyecciones financieras^{(1) (2)}

Balance (EUR Mn)	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e		
Inmovilizado inmaterial	4,3	7,6	10,3	15,6	19,1	19,1	19,1	19,1		
Inmovilizado material	0,5	0,4	0,4	1,6	2,0	15,9	29,3	42,2		
Otros activos no corrientes	0,4	0,1	0,0	0,0	-	-	-	-		
Inmovilizado financiero	-	-	-	0,6	7,0	7,0	7,0	7,0		
Fondo de comercio y otros intangibles	0,5	0,5	0,5	2,2	3,0	3,0	3,0	3,0		
Activo circulante	2,7	1,4	3,3	12,7	17,1	32,2	41,7	48,3		
Total activo	8,4	10,0	14,5	32,7	48,3	77,2	100,2	119,6		
Patrimonio neto	(25,2)	1,7	8,2	20,2	26,9	36,6	53,3	75,2		
Minoritarios	(0,7)	(0,6)	(0,6)	(0,3)	0,4	0,4	0,4	0,4		
Provisiones y otros pasivos a LP	0,0	0,0	0,0	0,0	4,2	4,2	4,2	4,2		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-		
Deuda financiera neta	21,4	5,2	3,8	1,1	1,4	6,6	4,9	(4,0)		
Pasivo circulante	12,9	3,8	3,0	11,7	15,3	29,3	37,4	43,8		
Total pasivo	8,4	10,0	14,5	32,7	48,3	77,2	100,2	119,6		
TACC										
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	16-20	20-23e
Total Ingresos	4,0	3,9	6,4	10,8	32,6	79,7	105,6	126,0	68,8%	56,9%
Cto. Total Ingresos	33,3%	-3,5%	66,2%	67,3%	203,0%	144,4%	32,5%	19,3%		
Coste de ventas	(1,2)	(0,5)	(1,9)	(5,2)	(21,9)	(58,1)	(74,4)	(87,7)		
Margen Bruto	2,9	3,3	4,6	5,6	10,7	21,6	31,2	38,3	39,3%	52,9%
Margen Bruto / Ingresos	71,0%	85,8%	71,0%	51,8%	32,9%	27,1%	29,5%	30,4%		
Gastos de personal	(2,1)	(1,8)	(1,9)	(2,2)	(3,9)	(5,1)	(5,7)	(6,2)		
Otros costes de explotación	(1,1)	(0,9)	(0,2)	(2,0)	(4,2)	(4,4)	(5,1)	(5,5)		
EBITDA recurrente	(0,3)	0,6	2,5	1,4	2,7	12,1	20,4	26,7	81,7%	n.a.
Cto. EBITDA recurrente	82,8%	307,3%	292,9%	-44,8%	98,0%	351,6%	68,6%	30,8%		
EBITDA rec. / Ingresos	n.a.	16,1%	38,1%	12,6%	8,2%	15,2%	19,3%	21,2%		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	-	-	-	-	-	-	-	-		
EBITDA	(0,3)	0,6	2,5	1,4	2,7	12,1	20,4	26,7	81,7%	n.a.
Depreciación y provisiones	(0,3)	1,6	(0,4)	(2,5)	(1,1)	(1,1)	(1,7)	(2,2)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	(0,0)	-	-	-	-		
EBIT	(0,6)	2,2	2,1	(1,1)	1,6	11,0	18,7	24,5	48,1%	n.a.
Cto. EBIT	77,8%	490,1%	-5,9%	-154,3%	240,8%	594,2%	70,6%	30,7%		
EBIT / Ingresos	n.a.	56,7%	32,1%	n.a.	4,8%	13,8%	17,7%	19,4%		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,6)	(0,3)	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,1)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	(1,2)	1,9	2,0	(1,2)	1,5	10,8	18,5	24,3	34,5%	n.a.
Cto. Beneficio ordinario	71,0%	262,2%	9,2%	-157,7%	224,5%	633,5%	71,6%	31,7%		
Extraordinarios	-	26,1	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	(1,2)	28,0	2,0	(1,2)	1,5	10,8	18,5	24,3	34,5%	n.a.
Impuestos	(0,0)	(0,0)	(0,2)	(0,3)	(0,1)	(1,1)	(1,8)	(2,4)		
Tasa fiscal efectiva	n.a.	0,2%	8,2%	n.a.	7,7%	10,0%	10,0%	10,0%		
Minoritarios	(0,0)	(0,0)	(0,1)	0,0	0,0	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	(1,2)	27,9	1,8	(1,5)	1,4	9,7	16,6	21,9	33,2%	n.a.
Cto. Beneficio neto	70,6%	n.a.	-93,5%	-182,6%	193,8%	594,2%	71,6%	31,7%		
Beneficio ordinario neto	(1,2)	1,8	1,8	(1,2)	1,4	9,7	16,6	21,9	33,4%	n.a.
Cto. Beneficio ordinario neto	70,7%	252,3%	-0,9%	-165,4%	218,5%	594,2%	71,6%	31,7%		
TACC										
Cash Flow (EUR Mn)	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	16-20	20-23e
EBITDA recurrente						12,1	20,4	26,7	81,7%	n.a.
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
Var. capital circulante	-	-	-	-	-	(1,0)	(1,5)	(0,2)		
Cash Flow operativo recurrente						11,1	18,9	26,5	63,2%	n.a.
CAPEX	-	-	-	-	-	(15,0)	(15,1)	(15,0)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	(0,2)	(0,2)	(0,1)		
Impuestos	-	-	-	-	-	(1,1)	(1,8)	(2,4)		
Free Cash Flow Recurrente						(5,2)	1,7	8,9	-26,6%	60,4%
Gastos de reestructuración y otros no rec.	-	-	-	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	-	-	-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-	-		
Free Cash Flow						(5,2)	1,7	8,9	-26,6%	60,4%
Ampliaciones de capital	-	-	-	-	-	-	-	-		
Dividendos	-	-	-	-	-	-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						5,2	(1,7)	(8,9)		

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: El cambio de perímetro producido en julio 2020 (ejercicio en el que solamente se consolidan cinco meses de la compañía integrada) distorsiona cualquier métrica de crecimiento.

Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow^{(1) (2) (3)}

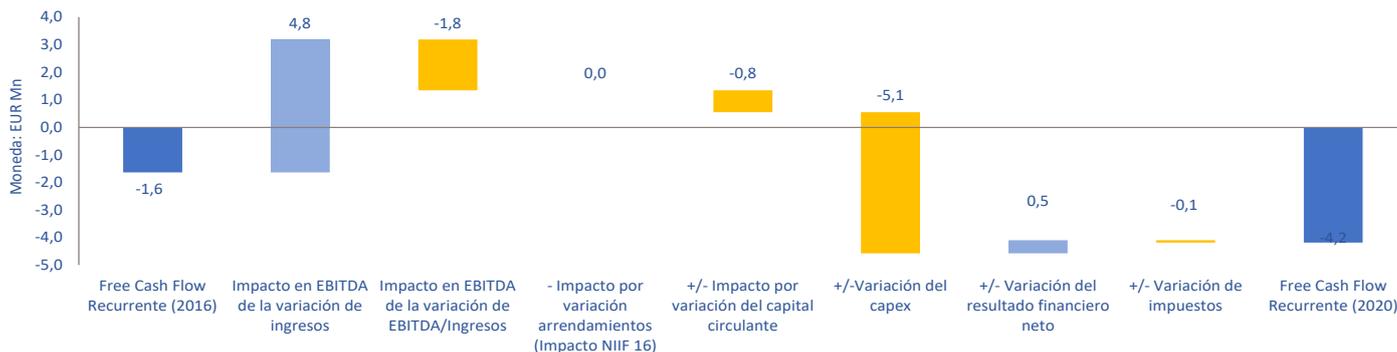
A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	TACC	
								17-20	20-23e
EBITDA recurrente	0,6	2,5	1,4	2,7	12,1	20,4	26,7	62,5%	n.a.
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	307,3%	292,9%	-44,8%	98,0%	351,6%	68,6%	30,8%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	16,1%	38,1%	12,6%	8,2%	15,2%	19,3%	21,2%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(7,8)	(2,6)	(0,7)	(0,9)	(1,0)	(1,5)	(0,2)		
= Cash Flow operativo recurrente	(7,1)	(0,2)	0,6	1,8	11,1	18,9	26,5	31,1%	n.a.
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	n.a.	97,5%	449,7%	190,9%	508,5%	70,9%	39,8%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	5,8%	5,6%	13,9%	17,9%	21,0%		
- CAPEX	(1,7)	-	(5,9)	(5,8)	(15,0)	(15,1)	(15,0)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,3)	(0,0)	0,1	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,1)		
- Impuestos	(0,0)	(0,2)	(0,1)	(0,1)	(1,1)	(1,8)	(2,4)		
= Free Cash Flow recurrente	(9,2)	(0,4)	(5,4)	(4,2)	(5,2)	1,7	8,9	23,0%	60,4%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	-462,1%	96,0%	n.a.	21,8%	-24,2%	133,3%	414,6%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,6%	7,1%		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	(9,2)	(0,4)	(5,4)	(4,2)	(5,2)	1,7	8,9	23,0%	60,4%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	-462,1%	96,0%	n.a.	21,8%	-24,2%	133,3%	414,6%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,5%	2,7%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,5%	2,7%		
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	(1,6)	(9,2)	(0,4)	(5,4)	(4,2)	(5,2)	1,7		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	0,0	0,4	1,6	2,7	3,9	3,9	3,9		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	0,9	1,4	(2,7)	(1,4)	5,6	4,4	2,3		
= Variación EBITDA recurrente	0,9	1,8	(1,1)	1,3	9,4	8,3	6,3		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	(7,7)	5,1	1,9	(0,1)	(0,2)	(0,4)	1,3		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	(6,8)	7,0	0,8	1,2	9,3	7,9	7,5		
+/- Variación del CAPEX	(1,0)	1,7	(5,9)	0,1	(9,2)	(0,1)	0,1		
+/- Variación del resultado financiero neto	0,3	0,3	0,1	(0,2)	(0,1)	(0,0)	0,1		
+/- Variación de impuestos	(0,0)	(0,1)	0,0	0,0	(1,0)	(0,8)	(0,6)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	(7,5)	8,8	(5,0)	1,2	(1,0)	6,9	7,2		
Free Cash Flow Recurrente	(9,2)	(0,4)	(5,4)	(4,2)	(5,2)	1,7	8,9		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
EBIT	2,2	2,1	(1,1)	1,6	11,0	18,7	24,5	-10,4%	n.a.
* Tasa fiscal teórica	0,2%	8,2%	0,0%	7,7%	10,0%	10,0%	10,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,0)	(0,2)	-	(0,1)	(1,1)	(1,9)	(2,4)		
EBITDA recurrente	0,6	2,5	1,4	2,7	12,1	20,4	26,7	62,5%	n.a.
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(7,8)	(2,6)	(0,7)	(0,9)	(1,0)	(1,5)	(0,2)		
= Cash Flow operativo recurrente	(7,1)	(0,2)	0,6	1,8	11,1	18,9	26,5	31,1%	n.a.
- CAPEX	(1,7)	-	(5,9)	(5,8)	(15,0)	(15,1)	(15,0)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,0)	(0,2)	-	(0,1)	(1,1)	(1,9)	(2,4)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	(8,8)	(0,3)	(5,3)	(4,1)	(5,0)	1,9	9,0	22,6%	61,5%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	-765,8%	96,0%	n.a.	22,5%	-22,9%	138,6%	365,2%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,8%	7,2%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	(8,8)	(0,3)	(5,3)	(4,1)	(5,0)	1,9	9,0	22,6%	61,5%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	-765,8%	96,0%	n.a.	22,5%	-22,9%	138,6%	365,2%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,6%	2,7%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,6%	2,7%		

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: El cambio de perímetro producido en julio 2020 (ejercicio en el que solamente se consolidan cinco meses de la compañía integrada) distorsiona cualquier métrica de crecimiento.

Nota 3: Como consecuencia de las reservas negativas generadas tras la aportación no dineraria de los activos de Squirrel en 2020, el patrimonio neto del Grupo VTSG (y el de su Matriz) es inferior a las dos terceras partes del capital social, disponiendo de un ejercicio para equilibrar la situación patrimonial.

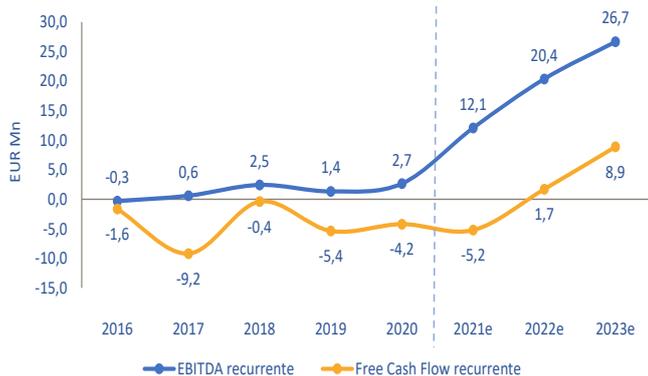
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2016 - 2020)



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	325,6	
+ Minoritarios	0,4	Rdos. 6m 2021
+ Provisiones y otros pasivos a LP	3,2	Rdos. 6m 2021
+ Deuda financiera neta	1,7	Rdos. 6m 2021
- Inmovilizado financiero	0,4	Rdos. 6m 2021
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	330,4	

Anexo 4. Comportamiento histórico (1)(2)

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	TACC 10-20	TACC 20-23e
Total Ingresos	104,5	135,2	23,7	8,6	6,0	3,0	4,0	3,9	6,4	10,8	32,6	79,7	105,6	126,0	-11,0%	56,9%
Cto. Total ingresos	1,9%	29,3%	-82,5%	-63,9%	-29,4%	-50,2%	33,3%	-3,5%	66,2%	67,3%	203,0%	144,4%	32,5%	19,3%		
EBITDA	18,3	(12,4)	6,6	(2,0)	0,0	(1,8)	(0,3)	0,6	2,5	1,4	2,7	12,1	20,4	26,7	-17,5%	n.a.
Cto. EBITDA	17,8%	-168,0%	153,0%	-129,9%	100,9%	n.a.	82,8%	307,3%	292,9%	-44,8%	98,0%	351,6%	68,6%	30,8%		
EBITDA/Ingresos	17,5%	n.a.	27,8%	n.a.	0,3%	n.a.	n.a.	16,1%	38,1%	12,6%	8,2%	15,2%	19,3%	21,2%		
Beneficio neto	0,9	(35,1)	(40,7)	(68,6)	(12,0)	(4,1)	(1,2)	27,9	1,8	(1,5)	1,4	9,7	16,6	21,9	4,0%	n.a.
Cto. Beneficio neto	105,2%	n.a.	-15,9%	-68,7%	82,6%	65,3%	70,6%	n.a.	-93,5%	-182,6%	193,8%	594,2%	71,6%	31,7%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	6,7	7,6	7,6	7,9	7,9	7,9	7,9	7,8	15,1	18,9	47,4	85,9	85,9	85,9		
BPA (EUR)	0,14	-4,61	-5,34	-8,72	-1,52	-0,53	-0,15	3,57	0,12	-0,08	0,03	0,11	0,19	0,26	-14,5%	n.a.
Cto. BPA	n.a.	n.a.	-15,9%	-63,2%	82,6%	65,3%	70,6%	n.a.	-96,6%	n.a.	n.a.	n.a.	71,6%	31,7%		
BPA ord. (EUR)	0,11	-4,59	-5,32	-7,75	-1,52	-0,53	-0,15	0,23	0,12	-0,06	0,03	0,11	0,19	0,26	-12,0%	n.a.
Cto. BPA ord.	n.a.	n.a.	-16,0%	-45,6%	80,4%	65,3%	71,2%	n.a.	-48,6%	n.a.	n.a.	n.a.	71,6%	31,7%		
CAPEX	(5,7)	(2,5)	(1,9)	-	(0,2)	(0,4)	(0,7)	(1,7)	-	(5,9)	(5,8)	(15,0)	(15,1)	(15,0)		
CAPEX/Vtas %	5,4%	1,9%	7,8%	0,0%	4,1%	13,5%	16,4%	43,1%	0,0%	54,8%	17,7%	18,8%	14,3%	11,9%		
Free Cash Flow	(5,0)	9,6	5,1	(1,5)	0,6	4,4	(1,6)	(9,2)	(0,4)	(5,4)	(4,2)	(5,2)	1,7	8,9	1,7%	60,4%
DN/EBITDA (x) ⁽³⁾	3,2x	n.a.	3,1x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	8,4x	1,6x	0,8x	0,5x	0,5x	0,2x	-0,1x		
PER (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	20,9x	n.a.	n.a.	33,6x	19,6x	14,9x		
EV/Vtas (x)	0,60x	0,34x	1,16x	4,50x	6,33x	11,23x	8,86x	5,03x	6,46x	5,19x	10,16x	4,15x	3,13x	2,62x		
EV/EBITDA (x) ⁽³⁾	3,4x	n.a.	4,2x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	31,2x	16,9x	41,3x	n.a.	27,3x	16,2x	12,4x		
Comport. Absoluto	n.a.	n.a.	n.a.	-46,3%	-26,1%	-40,7%	-48,3%	-4,3%	41,5%	23,7%	24,8%	-2,1%				
Comport. Relativo vs Ibex 35	n.a.	n.a.	n.a.	-55,8%	-28,7%	-36,1%	-47,3%	-10,9%	66,4%	10,6%	47,7%	-10,0%				

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 Factset.

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

		Publicidad (Grandes players)					Sector Media en España						
		EUR Mn	Omnicom	WPP	Publicis	Interpublic	Average	Mediaset	Atresmedia	Prisa	Vocento	Average	VER
Datos Mercado	Ticker (Factset)	OMC-US	WPP-GB	PUB-FR	IPG-US		TL5-ES	A3M-ES	PRS-ES	VOC-ES		VER-ES	
	País	UK	UK	France	USA		Spain	Spain	Spain	Spain		Spain	
	Market cap	13.211,4	13.271,2	13.520,5	11.572,3		1.502,0	778,2	597,4	135,9		325,6	
	Enterprise value (EV)	15.499,2	16.998,9	16.924,5	14.008,3		1.476,6	864,3	1.311,5	238,6		330,4	
Información financiera básica	Total Ingresos	12.054,2	11.989,4	10.251,4	7.550,8		899,0	960,0	806,9	357,1		79,7	
	Cto.Total Ingresos	8,8%	-15,1%	-5,0%	-1,0%	-3,1%	8,8%	20,1%	16,8%	5,2%	12,7%	144,4%	
	2y TACC (2021e - 2023e)	2,5%	3,1%	2,7%	4,7%	3,3%	0,2%	1,6%	6,0%	1,9%	2,4%	25,8%	
	EBITDA	1.959,3	2.076,9	2.308,3	1.387,8		267,8	155,6	119,2	42,1		12,1	
	Cto. EBITDA	20,2%	-2,3%	-1,1%	27,6%	11,1%	-27,3%	n.a.	146,1%	111,8%	76,9%	351,6%	
	2y TACC (2021e - 2023e)	2,8%	7,4%	3,2%	4,5%	4,5%	0,6%	4,3%	23,2%	7,0%	8,8%	48,5%	
	EBITDA/Ingresos	16,3%	17,3%	22,5%	18,4%	18,6%	29,8%	16,2%	14,8%	11,8%	18,1%	15,2%	
	EBIT	1.771,2	1.634,7	1.587,3	1.152,1		247,1	135,1	48,0	24,1		11,0	
	Cto. EBIT	22,8%	15,9%	13,9%	36,6%	22,3%	12,1%	n.a.	316,1%	n.a.	164,1%	594,2%	
	2y TACC (2021e - 2023e)	2,8%	8,6%	4,7%	5,2%	5,3%	0,7%	5,1%	47,9%	8,0%	15,4%	49,3%	
	EBIT/Ingresos	14,7%	13,6%	15,5%	15,3%	14,8%	27,5%	14,1%	5,9%	6,7%	13,6%	13,8%	
	Beneficio Neto	1.104,4	1.018,3	970,1	803,6		195,4	99,4	(29,2)	12,5		9,7	
	Cto. Beneficio Neto	38,8%	129,1%	68,4%	172,0%	102,1%	9,3%	316,8%	87,5%	157,3%	142,7%	594,2%	
2y TACC (2021e - 2023e)	3,9%	10,2%	8,1%	5,2%	6,9%	1,7%	6,0%	58,5%	6,1%	18,1%	50,3%		
CAPEX/Ventas	0,4%	4,9%	2,7%	1,6%	2,4%	18,0%	2,6%	3,6%	3,4%	6,9%	18,8%		
Free Cash Flow	1.499,2	671,1	957,3	866,9		158,5	81,3	(48,0)	11,2		(5,2)		
Deuda financiera Neta	(755,2)	2.503,4	967,9	468,9		(181,3)	81,0	852,1	46,5		6,6		
DN/EBITDA (x)	(0,4)	1,2	0,4	0,3	0,4	(0,7)	0,5	7,1	1,1	2,0	0,5		
Pay-out	47,1%	40,8%	54,2%	44,2%	46,6%	41,8%	82,3%	0,0%	32,8%	39,2%	0,0%		
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	12,1	13,0	11,3	14,6	12,7	8,0	7,8	n.a.	10,6	8,8	33,6	
	P/BV (x)	4,4	1,8	1,7	4,2	3,0	1,3	1,5	n.a.	0,7	1,2	8,9	
	EV/Ingresos (x)	1,3	1,4	1,7	1,9	1,6	1,6	0,9	1,6	0,7	1,2	4,1	
	EV/EBITDA (x)	7,9	8,2	7,3	10,1	8,4	5,5	5,6	11,0	5,7	6,9	27,3	
	EV/EBIT (x)	8,8	10,4	10,7	12,2	10,5	6,0	6,4	27,3	9,9	12,4	30,1	
	ROE	36,3	13,8	14,7	28,7	23,4	16,3	19,9	n.a.	6,7	14,3	30,5	
	FCF Yield (%)	11,3	5,1	7,1	7,5	7,7	10,6	10,4	n.a.	8,3	9,8	n.a.	
	DPA	2,41	0,34	2,19	0,91	1,46	0,26	0,36	0,00	0,03	0,16	0,00	
Dvd Yield	3,9%	3,1%	4,1%	3,1%	3,5%	5,2%	10,5%	0,0%	3,0%	4,7%	0,0%		

Nota 1: Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Factset). 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).

Nota 3: Se incluyen las principales referencias del sector Media en España (pese a no ser comparables en términos estrictos de negocio con VTSG).

Nota 4 El cambio de perímetro producido en julio 2020 (ejercicio en el que solamente se consolidan cinco meses de la compañía integrada) distorsiona cualquier métrica de crecimiento en 2021e vs 2020e.

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

Estados Unidos. IEF Servicios de Análisis S.L.U. no está inscrito en Estados Unidos y, por lo tanto, no está sujeto a la normativa de dicho país sobre la elaboración de análisis y la independencia de los analistas. Este informe se distribuirá únicamente a los principales inversores institucionales de EE.UU., con arreglo a la exención de inscripción estipulada por la Normativa 15a-6 de la Ley del 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
30-Jul-2021	n.a.	3,79	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2021 - Bajamos estimaciones	David López Sánchez
02-Mar-2021	n.a.	3,94	n.a.	n.a.	Avance de resultados 12m 2020	David López Sánchez
29-Ene-2021	n.a.	3,86	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	David López Sánchez

