

RENTA VARIABLE - ESPAÑA

Sector: Maquinarias

Fecha del informe: 1 mar 2021

Hora distribución: 8:10

Resultados 12m 2020 - Subimos estimaciones

Precio de Cierre: EUR 9,00 (26 feb 2021)

Resultados 12m 2020

Opinión ⁽¹⁾: Por encima de lo esperadoImpacto ⁽¹⁾: Subimos estimaciones

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

+34 915 904 226

Desarrollos Especiales de Sistemas de Anclajes (DESA) es un grupo industrial de pequeño tamaño con sede en Barcelona (España), especializado (>60 años) en la producción y comercialización de fijaciones, grapas y herramientas empleadas en los sectores de la construcción, la industria y la agricultura. Con presencia internacional (c. 30% s/Ingresos). Controlada por sus accionistas de referencia (c.75% del capital).

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	16,1	19,4
EV (Mn EUR y USD) ⁽²⁾	28,2	34,1
Número de Acciones (Mn)	1,8	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	10,00 / 9,54 / 9,00	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación ⁽³⁾	0,0	
Refinitiv / Bloomberg	DESA.MC / DESA.SM	
Cierre año fiscal	31-Dic	

Estructura Accionarial (%)

Maden S.A.	29,9
SARM S.A.	20,0
Gestión Ixua S.L.	16,3
Miembros del Consejo	8,9
Free Float	24,9

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2020	2021e	2022e	2023e
Nº Acc. ajustado (Mn)	1,8	1,8	1,8	1,8
Total Ingresos	39,7	41,7	44,1	47,0
EBITDA Rec. ⁽⁴⁾	3,3	3,7	4,2	5,0
% Var.	33,9	11,4	13,4	18,2
% EBITDA Rec./Ing.	8,4	8,9	9,5	10,6
% Var EBITDA sector ⁽⁵⁾	-13,1	17,5	18,2	9,6
Beneficio neto	0,9	1,6	2,0	2,5
BPA (EUR)	0,51	0,91	1,11	1,42
% Var.	11,6	78,6	22,1	28,5
BPA ord. (EUR)	0,71	0,91	1,11	1,42
% Var.	42,4	28,0	22,1	28,5
Free Cash Flow Rec. ⁽⁶⁾	4,1	0,1	1,7	2,0
Pay-out (%)	50,0	50,0	50,0	50,0
DPA (EUR)	0,25	0,45	0,55	0,71
Deuda financiera neta	11,5	11,4	8,9	5,9
DN / EBITDA Rec.(x)	3,5	3,1	2,1	1,2
ROE (%)	7,0	11,4	12,0	12,9
ROCE (%) ⁽⁶⁾	3,8	6,7	7,8	9,6

Ratios y Múltiplos (x) ⁽⁷⁾

PER	17,7	9,9	8,1	6,3
PER Ordinario	12,7	9,9	8,1	6,3
P/BV	1,2	1,1	0,9	0,8
Dividend Yield (%)	2,8	5,0	6,2	7,9
EV/Ventas	0,71	0,68	0,64	0,60
EV/EBITDA Rec.	8,5	7,6	6,7	5,7
EV/EBIT	20,0	11,6	9,7	7,7
FCF Yield (%) ⁽⁶⁾	25,3	0,9	10,4	12,6

(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 0,3Mn mayor por la aplicación de NIIF 16.

(5) Sector: TR Europe Industrial Machinery and Equipment.

(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, Refinitiv y Lighthouse.

Resultados muy buenos, no cotizados

LA RECUPERACIÓN DEL NEGOCIO (+1,6% a/a 4T) REDUCE LA CAÍDA DE INGRESOS (EUR 39,7Mn 2020; -6,7% a/a, vs. -9,2% 9M20), vs. caídas de doble dígito de algunos competidores. Los resultados refuerzan su estrategia de diversificación de negocio hacia menor "ciclicidad" (c. +8% a/a en su división agraria) y vía canales de distribución (con su división retail empatando vs. -1y). Lo que compensa parcialmente las caídas de doble dígito registradas por su división industrial y de construcción (c. -12% respectivamente).

MAXIMIZANDO SU EBITDA Rec. (EUR 3,3Mn, +33,9% a/a) Y SU RENTABILIDAD (EBITDA Rec./INGRESOS 8,4%, +2,5p.p. a/a). DESA recoge los frutos de las reestructuraciones implementadas durante los dos últimos años (-10,5% en gastos operativos vs. -2y), resultando en EUR 1,4Mn EBIT 2020 (+15,6% a/a).

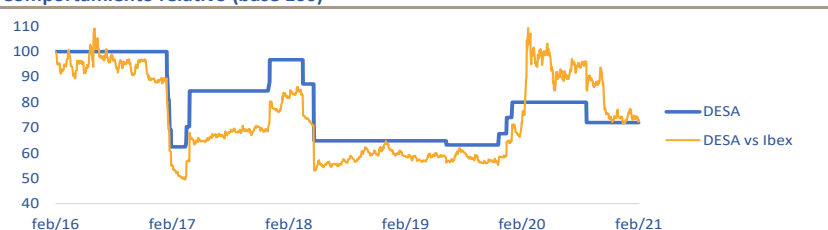
Y REDUCIÉNDOSE DRÁSTICAMENTE SU ENDEUDAMIENTO (3,5X DN/EBITDA Rec. 2020, c. -50% a/a), que se sitúa en niveles aceptables, finalizando 2020 con EUR 11,5Mn DN (c. -25,8% a/a). La desinversión en circulante (-27,1% a/a en existencias) ha sido clave en este proceso, contribuyendo con EUR +3,4Mn al CF, aunque debería revertirse (parcialmente) en el c/p.

LOS BUENOS RESULTADOS NOS LLEVAN A REVISAR NÚMEROS (AL ALZA), al adelantar +1y nuestro escenario en EBITDA Rec. y +2y en rentabilidad (8,3% EBITDA Rec./Ingresos 2022e). Vemos factible que el Grupo alcance el umbral de EUR 5,0Mn en EBITDA Rec. +2y. Un proceso que estrechará su diferencial de rentabilidad vs. el sector (EBITDA Rec./Ingresos 10,6% 2023e, vs. 11,4% en el sector de amplia gama).

EN CONCLUSIÓN, DESA HACE GALA DE SU CAPACIDAD PARA DEFENDER SU RENTABILIDAD EN UN CONTEXTO ADVERSO (SIN COTIZARSE). La disciplina en costes y la búsqueda de eficiencias operativas son pilares en la estrategia de un Grupo que busca "crecer", contando con un balance "sano" (DN/EBITDA < 2x +2y). En un contexto de incertidumbre, una TACC orgánica alineada a la industria (+6,2% +2y) elevará el EBIT a EUR 3,7Mn +2y (+37,2% TACC +2y, en línea con el sector), alineándose su rentabilidad a de la industria (7,8% EBIT/Ingresos 2023e).

En este escenario, es previsible la vuelta al dividendo en 2021 (50% pay-out), ofreciendo atractivos retornos (5% DVD yield, c. 3x vs. la industria), algo que pasa desapercibido en el mercado (11,6x EV/EBIT, -40% vs. sector). La cotización arrastra un diferencial de c. -30% (-1y) vs. el Ibx Small Cap y su benchmark.

Comportamiento relativo (base 100)



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	0,0	0,0	-10,0	0,0	-25,6	-28,0
vs Ibx 35	-3,2	-1,5	1,9	-1,8	-10,5	-26,9
vs Ibx Small Cap Index	-6,9	-9,0	-28,3	-4,2	-38,2	-64,8
vs Eurostoxx 50	-1,2	-3,5	-11,5	-2,3	-29,2	-42,0
vs Índice del sector ⁽⁵⁾	-0,8	-10,5	-31,2	-7,3	-42,4	-63,3

Resultados 12m20

Revisión de estimaciones: al alza

Tabla 1. Resultados 12m 2020

(EUR Mn)	2020	2019	2020 vs 2019	2020 (Est.)	2020 (Est. vs Real)	4T20	4T20 vs 4T19
Total Ingresos	39,7	42,5	-6,7%	39,6	0,3%	10,2	1,6%
EBITDA Rec.⁽¹⁾	3,3	2,5	33,9%	3,0	12,7%	1,0	151,2%
<i>Rec. EBITDA / Ing.</i>	<i>8,4%</i>	<i>5,8%</i>	<i>2,5 p.p.</i>	<i>7,5%</i>	<i>0,9 p.p.</i>	<i>10,1%</i>	<i>6,0 p.p.</i>
EBITDA	2,8	2,4	18,8%	2,5	15,6%	0,8	153,4%
<i>EBITDA / Ing.</i>	<i>7,1%</i>	<i>5,6%</i>	<i>1,5 p.p.</i>	<i>6,2%</i>	<i>0,9 p.p.</i>	<i>7,7%</i>	<i>4,6 p.p.</i>
EBIT	1,4	1,2	15,6%	1,0	39,1%	0,3	n.a.
BAI	1,2	1,1	17,0%	0,9	43,6%	-52,8	n.a.
BN	0,9	0,8	11,6%	0,7	23,4%	-0,1	63,4%
BN ordinario	1,3	0,9	42,4%	1,3	-4,0%	0,0	110%
FCF Recurrente	4,1	-1,0	490,0%	3,7	11,1%		
Deuda Neta	11,5	15,6	-25,9%	12,4	-7,0%		
DN/EBITDA Rec.	3,5 x	6,3 x	-2,8 x	4,2 x	-0,7 x		

(1) No incluye activaciones ni gastos no recurrentes.

Tabla 2. Revisión de estimaciones

EUR Mn	2021e (Nuevo)	Revisión (%)	2022e (Nuevo)	Revisión (%)	2023e (Nuevo)
Total Ingresos	41,7	0,7%	44,1	1,1%	47,0
EBITDA (Recurrente)	3,7	16,4%	4,2	16,0%	5,0
<i>Cto. EBITDA Rec.</i>	<i>11,4%</i>	<i>3,6 p.p.</i>	<i>13,4%</i>	<i>-0,4 p.p.</i>	<i>18,2%</i>
<i>EBITDA Rec. / Ventas</i>	<i>8,9%</i>	<i>1,2 p.p.</i>	<i>9,5%</i>	<i>1,2 p.p.</i>	<i>10,6%</i>
EBIT	2,4	24,9%	2,9	22,8%	3,7
Beneficio Neto	1,6	14,4%	2,0	13,4%	2,5
Free Cash Flow Rec.	0,1	-55,8%	1,7	69,1%	2,0
<i>DN / EBITDA Rec.</i>	<i>3,1 x</i>	<i>-0,7 x</i>	<i>2,1 x</i>	<i>-0,7 x</i>	<i>1,2 x</i>

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2021e	2022e	2023e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	0,3	1,8	2,1	52,7			
Market Cap	16,1	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	11,5	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2020)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	1,9%	Coste de la deuda neta			1,7%	2,2%	
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)	0,4%	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)	1,1	B (Refinitiv y Lighthouse)			1,0	1,2	
Coste del Equity	10,3%	Ke = Rf + (R * B)			8,9%	11,8%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	58,3%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	41,7%	D			=	=	
WACC	6,7%	WACC = Kd * D + Ke * E			5,8%	7,6%	
G "Razonable"	2,0%				2,0%	1,5%	

(1) El valor perpetuo refleja el VAN del FCF a partir del último año estimado con el WACC y G del escenario base.

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
RAWLPLUG SA	RWLP.WA	72,4	n.a.	n.a.	6,1	n.a.	0,8	n.a.	12,8%	11,4%	n.a.
NORMA GROUP SE	NOEJ.DE	1.256,0	53,3	n.a.	15,7	39,2%	1,7	7,4%	10,9%	5,6%	15,7%
GRANGES AB	GRANG.ST	1.138,9	14,3	16,9%	8,2	11,8%	0,9	8,6%	11,2%	9,8%	n.a.
MOMENTUM GROUP AB	MMGRB.ST	679,8	15,2	n.a.	8,4	n.a.	1,0	n.a.	12,1%	n.a.	n.a.
CHRISTIAN BERNER TECH T	CBTTb.ST	56,1	14,1	10,9%	8,6	9,3%	1,0	8,5%	11,2%	10,3%	n.a.
TRIFAST PLC	TRFT.L	205,2	16,3	n.a.	10,9	n.a.	1,1	n.a.	10,0%	5,7%	31,9%
ILLINOIS TOOL WORKS INC	ITW	53.025,6	25,5	8,3%	17,8	5,8%	5,0	4,4%	28,0%	4,1%	6,3%
Actores con amplia gama de productos			23,1	12,0%	10,8	16,5%	1,6	7,2%	13,7%	7,8%	18,0%
BARNES GROUP INC	B	2.196,0	29,2	27,3%	13,6	15,5%	2,7	10,0%	20,1%	4,5%	24,0%
BUFAB AB	BUFAB.ST	801,0	21,1	10,5%	14,0	7,4%	1,9	4,6%	13,2%	n.a.	n.a.
SFS GROUP AG	SFSNCHF.xbc	3.905,1	23,4	n.a.	12,9	n.a.	2,4	n.a.	18,6%	3,3%	n.a.
GEORG FISCHER AG	FIN.S	4.371,8	25,5	n.a.	13,7	n.a.	1,5	5,6%	11,0%	2,9%	21,3%
BERGMAN & BEVING AB	BERGb.ST	269,1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
BOSSARD HOLDING AG	BOS.S	1.166,8	20,2	n.a.	12,6	n.a.	1,7	n.a.	13,4%	3,5%	n.a.
Actores especializados en alta tecnología			23,9	18,9%	13,4	11,4%	2,0	6,7%	15,3%	3,5%	22,7%
DESA	DESA.MC	16,1	9,9	25,2%	7,6	15,8%	0,7	6,2%	8,9%	0,9%	n.a.

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	10,5%	4,6	6,1x
Central	9,5%	4,2	6,7x
Min	8,5%	3,8	7,5x

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 22e			➔	FCF Rec./Yield 22e			
EBITDA 22e	1,4%	1,6%	1,8%		Escenario	FCF Rec./Yield 22e		
4,6	2,2	2,1	2,0		Max	13,7%	13,2%	12,6%
4,2	1,8	1,7	1,6		Central	11,0%	10,4%	9,9%
3,8	1,3	1,2	1,2		Min	8,3%	7,7%	7,2%

Anexo 1. Proyecciones financieras⁽¹⁾

Balance (EUR Mn)	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	TACC	
Inmovilizado inmaterial	0,5	0,5	0,6	1,1	0,5	0,3	0,1	(0,2)		
Inmovilizado material	10,8	11,2	11,4	13,0	13,9	13,7	13,6	13,4		
Otros activos no corrientes	2,5	2,3	2,0	1,7	1,5	1,5	1,5	1,5		
Inmovilizado financiero	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	19,2	20,5	22,2	22,7	19,5	21,0	22,1	23,4		
Total activo	33,0	34,4	36,2	38,5	35,4	36,5	37,2	38,2		
Patrimonio neto	10,7	11,5	12,7	12,5	13,5	15,1	17,9	21,4		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	0,6	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2		
Deuda financiera neta	13,2	12,6	13,4	15,6	11,5	11,4	8,9	5,9		
Pasivo circulante	8,5	9,7	9,3	9,4	9,6	9,2	9,6	10,1		
Total pasivo	33,0	34,4	36,2	38,5	35,4	36,5	37,2	38,2		
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	16-20	20-23e
Total Ingresos	34,6	38,1	41,1	42,5	39,7	41,7	44,1	47,0	3,4%	5,8%
<i>Cto.Total Ingresos</i>	<i>1,7%</i>	<i>9,9%</i>	<i>7,8%</i>	<i>3,5%</i>	<i>-6,7%</i>	<i>5,0%</i>	<i>5,8%</i>	<i>6,7%</i>		
Coste de ventas	(20,6)	(23,2)	(24,5)	(25,7)	(23,8)	(25,2)	(26,5)	(28,3)		
Margen Bruto	14,0	14,9	16,6	16,8	15,9	16,5	17,5	18,7	3,1%	5,7%
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>40,5%</i>	<i>39,0%</i>	<i>40,3%</i>	<i>39,6%</i>	<i>40,0%</i>	<i>39,6%</i>	<i>39,8%</i>	<i>39,9%</i>		
Gastos de personal	(7,2)	(7,4)	(7,7)	(7,8)	(7,3)	(7,4)	(7,5)	(7,6)		
Otros costes de explotación	(5,0)	(5,2)	(6,3)	(6,5)	(5,3)	(5,4)	(5,8)	(6,2)		
EBITDA recurrente	1,8	2,2	2,6	2,5	3,3	3,7	4,2	5,0	16,2%	14,3%
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>	<i>39,3%</i>	<i>21,8%</i>	<i>15,3%</i>	<i>-2,9%</i>	<i>33,9%</i>	<i>11,4%</i>	<i>13,4%</i>	<i>18,2%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>5,3%</i>	<i>5,8%</i>	<i>6,2%</i>	<i>5,8%</i>	<i>8,4%</i>	<i>8,9%</i>	<i>9,5%</i>	<i>10,6%</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	0,1	-	-	(0,1)	(0,5)	-	-	-		
EBITDA	1,9	2,2	2,6	2,4	2,8	3,7	4,2	5,0	10,3%	20,6%
Depreciación y provisiones	(0,8)	(0,9)	(1,0)	(1,0)	(1,2)	(1,1)	(1,1)	(1,1)		
Gastos capitalizados	-	-	0,1	0,0	-	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
EBIT	1,1	1,3	1,7	1,2	1,4	2,4	2,9	3,7	6,7%	37,2%
<i>Cto.EBIT</i>	<i>191,9%</i>	<i>17,1%</i>	<i>31,5%</i>	<i>-27,1%</i>	<i>15,6%</i>	<i>72,0%</i>	<i>19,7%</i>	<i>25,6%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>	<i>3,1%</i>	<i>3,3%</i>	<i>4,1%</i>	<i>2,9%</i>	<i>3,6%</i>	<i>5,8%</i>	<i>6,6%</i>	<i>7,8%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,3)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	0,8	1,1	1,5	1,1	1,2	2,2	2,7	3,5	13,3%	41,1%
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>	<i>702,8%</i>	<i>40,8%</i>	<i>42,0%</i>	<i>-29,7%</i>	<i>17,0%</i>	<i>79,0%</i>	<i>22,1%</i>	<i>28,5%</i>		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	0,8	1,1	1,5	1,1	1,2	2,2	2,7	3,5	13,3%	41,1%
Impuestos	(0,1)	(0,2)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,6)	(0,7)	(1,0)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>14,4%</i>	<i>21,7%</i>	<i>19,0%</i>	<i>23,8%</i>	<i>27,4%</i>	<i>27,4%</i>	<i>27,4%</i>	<i>27,4%</i>		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	0,6	0,8	1,2	0,8	0,9	1,6	2,0	2,5	8,7%	41,1%
<i>Cto.Beneficio neto</i>	<i>590,0%</i>	<i>28,8%</i>	<i>46,8%</i>	<i>-33,8%</i>	<i>11,6%</i>	<i>79,0%</i>	<i>22,1%</i>	<i>28,5%</i>		
Beneficio ordinario neto	0,6	0,8	1,2	0,9	1,3	1,6	2,0	2,5	22,2%	26,3%
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>n.a.</i>	<i>47,4%</i>	<i>46,8%</i>	<i>-27,7%</i>	<i>42,4%</i>	<i>28,4%</i>	<i>22,1%</i>	<i>28,5%</i>		
Cash Flow (EUR Mn)	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	16-20	20-23e
EBITDA recurrente						3,7	4,2	5,0	16,2%	14,3%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(0,2)	(0,2)	(0,2)		
Var.capital circulante						(1,9)	(0,7)	(0,9)		
Cash Flow operativo recurrente						1,6	3,3	3,9	39,3%	-15,7%
CAPEX						(0,7)	(0,7)	(0,8)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,2)	(0,2)	(0,2)		
Impuestos						(0,6)	(0,7)	(1,0)		
Free Cash Flow Recurrente						0,1	1,7	2,0	n.a.	-20,7%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						0,1	1,7	2,0	47,7%	-19,3%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	0,8	1,0		
Variación de Deuda financiera neta						(0,1)	(2,5)	(3,0)		

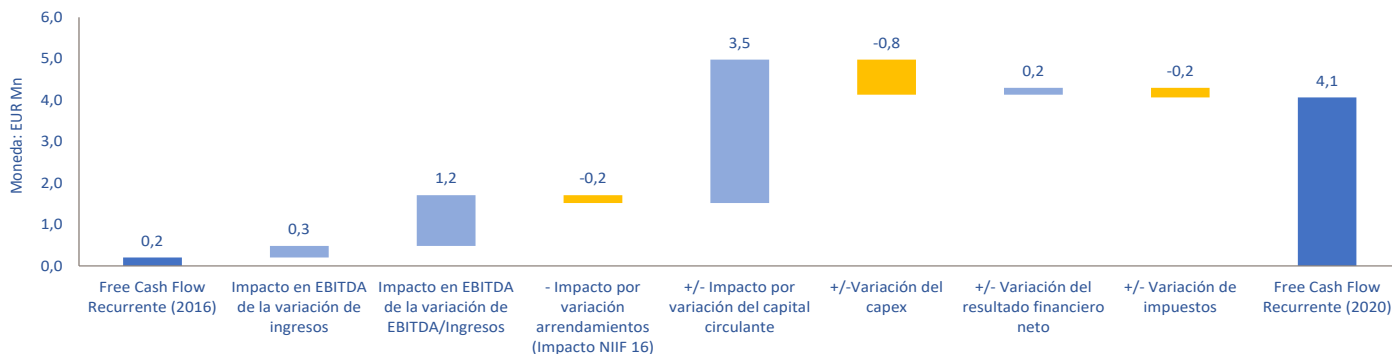
Nota 1: Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 0,3Mn mayor por la aplicación de NIIF 16.

Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow⁽¹⁾

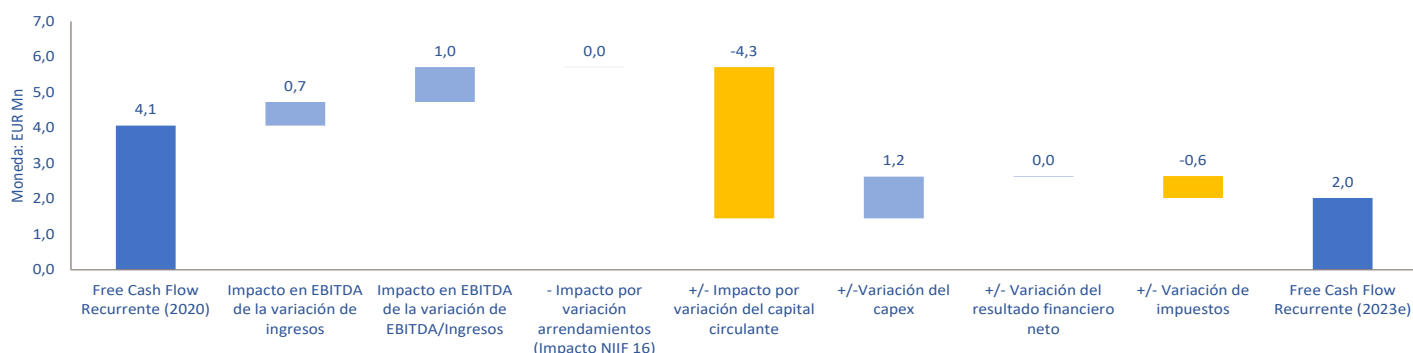
A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	TACC	
								17-20	20-23e
EBITDA recurrente	2,2	2,6	2,5	3,3	3,7	4,2	5,0	14,4%	14,3%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	21,8%	15,3%	-2,9%	33,9%	11,4%	13,4%	18,2%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	5,8%	6,2%	5,8%	8,4%	8,9%	9,5%	10,6%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
+/- Var. Capital circulante	(0,1)	(2,1)	(0,4)	3,4	(1,9)	(0,7)	(0,9)		
= Cash Flow operativo recurrente	2,1	0,5	1,9	6,5	1,6	3,3	3,9	44,8%	-15,7%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	23,9%	-78,0%	298,6%	245,8%	-75,1%	105,2%	17,3%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	5,6%	1,1%	4,4%	16,4%	3,9%	7,5%	8,3%		
- CAPEX	(1,1)	(1,3)	(2,5)	(1,9)	(0,7)	(0,7)	(0,8)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
- Impuestos	(0,2)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,6)	(0,7)	(1,0)		
= Free Cash Flow recurrente	0,6	(1,2)	(1,0)	4,1	0,1	1,7	2,0	86,0%	-20,7%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	212,3%	-294,5%	15,2%	490,0%	-96,6%	n.a.	20,5%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	1,7%	n.a.	n.a.	10,3%	0,3%	3,8%	4,3%		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	(0,1)	(0,5)	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	0,3	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	0,6	(1,2)	(1,1)	3,9	0,1	1,7	2,0	82,7%	-19,3%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	145,1%	-294,5%	7,1%	437,6%	-96,4%	n.a.	20,5%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	3,9%	n.a.	n.a.	25,3%	0,9%	10,4%	12,6%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	3,9%	n.a.	n.a.	24,0%	0,9%	10,4%	12,6%		
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	0,2	0,6	(1,2)	(1,0)	4,1	0,1	1,7		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	0,2	0,2	0,1	(0,2)	0,2	0,2	0,3		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	0,2	0,2	(0,2)	1,0	0,2	0,3	0,5		
= Variación EBITDA recurrente	0,4	0,3	(0,1)	0,8	0,4	0,5	0,8		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	(0,2)	0,0	0,0	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	0,0	(2,0)	1,7	3,8	(5,3)	1,2	(0,2)		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	0,4	(1,7)	1,4	4,6	(4,9)	1,7	0,6		
+/- Variación del CAPEX	0,0	(0,2)	(1,3)	0,6	1,3	(0,0)	(0,0)		
+/- Variación del resultado financiero neto	0,1	0,0	0,0	(0,0)	(0,0)	0,0	0,0		
+/- Variación de impuestos	(0,1)	(0,1)	0,0	(0,1)	(0,3)	(0,1)	(0,2)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	0,4	(1,9)	0,2	5,1	(3,9)	1,5	0,3		
Free Cash Flow Recurrente	0,6	(1,2)	(1,0)	4,1	0,1	1,7	2,0		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
EBIT	1,3	1,7	1,2	1,4	2,4	2,9	3,7	3,5%	37,2%
<i>* Tasa fiscal teórica</i>	21,7%	19,0%	23,8%	27,4%	27,4%	27,4%	27,4%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,4)	(0,7)	(0,8)	(1,0)		
EBITDA recurrente	2,2	2,6	2,5	3,3	3,7	4,2	5,0	14,4%	14,3%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
+/- Var. Capital circulante	(0,1)	(2,1)	(0,4)	3,4	(1,9)	(0,7)	(0,9)		
= Cash Flow operativo recurrente	2,1	0,5	1,9	6,5	1,6	3,3	3,9	44,8%	-15,7%
- CAPEX	(1,1)	(1,3)	(2,5)	(1,9)	(0,7)	(0,7)	(0,8)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,4)	(0,7)	(0,8)	(1,0)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	0,8	(1,1)	(0,9)	4,2	0,3	1,8	2,1	74,0%	-20,1%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	63,5%	-238,1%	15,9%	553,7%	-93,3%	544,7%	17,8%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	2,1%	n.a.	n.a.	10,6%	0,7%	4,1%	4,5%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	0,3	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	0,8	(1,1)	(0,9)	4,5	0,3	1,8	2,1	77,8%	-21,8%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	165,6%	-238,1%	15,9%	584,0%	-93,7%	544,7%	17,8%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	2,8%	n.a.	n.a.	14,8%	1,0%	6,4%	7,6%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	2,8%	n.a.	n.a.	15,8%	1,0%	6,4%	7,6%		

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

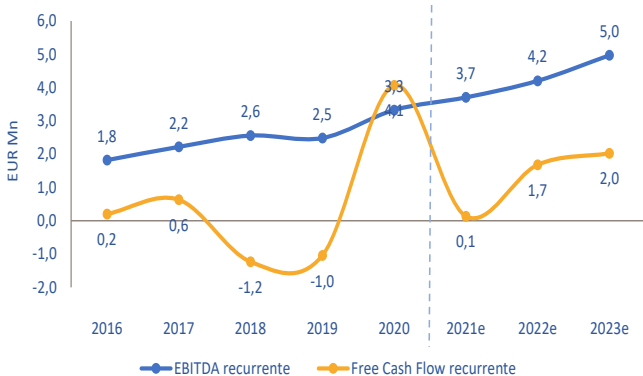
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2016 - 2020)



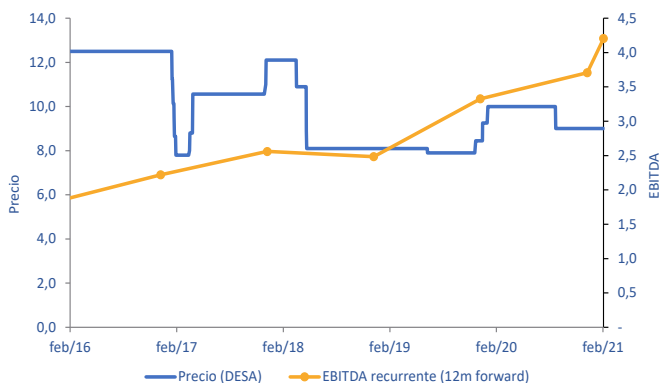
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2020 - 2023e)



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 Mln	Fuente
Market Cap	16,1	
+ Minoritarios	-	Rdos. 12m 2020
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,6	Rdos. 12m 2020
+ Deuda financiera neta	11,5	Rdos. 12m 2020
- Inmovilizado financiero	0,0	Rdos. 12m 2020
+/- Otros		Rdos. 12m 2020
Enterprise Value (EV)	28,2	

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	23,7	36,9	31,9	31,9	32,2	34,1	34,6	38,1	41,1	42,5	39,7	41,7	44,1	47,0	5,3%	5,8%
Cto. Total ingresos	117,3%	55,4%	-13,4%	-0,1%	1,1%	5,7%	1,7%	9,9%	7,8%	3,5%	-6,7%	5,0%	5,8%	6,7%		
EBITDA	(0,7)	1,7	(0,2)	0,4	1,2	1,2	1,9	2,2	2,6	2,4	2,8	3,7	4,2	5,0	19,4%	20,6%
Cto. EBITDA	n.a.	331,8%	-113,1%	295,2%	177,4%	-1,8%	62,4%	15,7%	15,3%	-6,8%	18,8%	30,8%	13,4%	18,2%		
EBITDA/Ingresos	n.a.	4,6%	n.a.	1,4%	3,7%	3,5%	5,5%	5,8%	6,2%	5,6%	7,1%	8,9%	9,5%	10,6%		
Beneficio neto	0,4	0,0	(1,0)	(0,6)	(1,7)	(0,1)	0,6	0,8	1,2	0,8	0,9	1,6	2,0	2,5	7,9%	41,1%
Cto. Beneficio neto	157,2%	-91,8%	n.a.	41,4%	-193,4%	92,1%	590,0%	28,8%	46,8%	-33,8%	11,6%	79,0%	22,1%	28,5%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	1,5	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8		
BPA (EUR)	0,29	0,02	-0,55	-0,32	-0,94	-0,07	0,36	0,47	0,69	0,46	0,51	0,91	1,11	1,42	5,7%	41,0%
Cto. BPA	n.a.	-93,3%	n.a.	41,4%	n.a.	92,1%	n.a.	29,1%	46,9%	-33,8%	11,6%	78,6%	22,1%	28,5%		
BPA ord. (EUR)	0,18	0,04	-0,47	-0,23	-0,08	0,00	0,32	0,47	0,69	0,50	0,71	0,91	1,11	1,42	14,5%	26,2%
Cto. BPA ord.	n.a.	-75,8%	n.a.	51,9%	66,3%	n.a.	n.a.	47,7%	46,9%	-27,7%	42,4%	28,0%	22,1%	28,5%		
CAPEX	(0,3)	(0,7)	(0,1)	(0,4)	(0,5)	(0,8)	(1,1)	(1,1)	(1,3)	(2,5)	(1,9)	(0,7)	(0,7)	(0,8)		
CAPEX/Vtas %	1,3%	2,0%	0,4%	1,2%	1,6%	2,3%	3,1%	2,8%	3,0%	5,9%	4,9%	1,6%	1,6%	1,6%		
Free Cash Flow	1,4	0,8	(0,7)	0,6	(0,0)	(1,2)	(1,4)	0,6	(1,2)	(1,1)	3,9	0,1	1,7	2,0	10,6%	-19,3%
DN/EBITDA (x) ⁽³⁾	n.a.	7,6x	n.a.	24,9x	9,1x	10,1x	6,9x	5,7x	5,2x	6,5x	4,1x	3,1x	2,1x	1,2x		
PER (x)	42,2x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	34,5x	25,8x	11,8x	18,6x	17,7x	9,9x	8,1x	6,3x		
EV/Vtas (x)	1,04x	0,97x	1,08x	1,06x	1,05x	1,03x	1,04x	0,93x	0,87x	0,72x	0,69x	0,68x	0,64x	0,60x		
EV/EBITDA (x) ⁽³⁾	n.a.	21,1x	n.a.	n.a.	28,1x	29,6x	18,8x	16,0x	13,9x	12,8x	9,6x	7,6x	6,7x	5,7x		
Comport. Absoluto	22,5%	2,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-3,2%	-33,1%	4,3%	6,5%	0,0%	0,0%	0,0%		
Comport. Relativo vs Ibex 35	48,4%	17,4%	4,9%	-17,6%	-3,5%	7,7%	2,1%	-9,9%	-21,3%	-6,7%	26,0%	-1,8%				

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 0,3Mn 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

		Actores con amplia gama de productos					Actores especializados en alta tecnología					DESMA		
EUR Mn		NORMA GROUP SE	RAWLPLUG SA	GRANGES AB	MOMENTUM GROUP AB	TRIFAST PLC	Average	GEORG FISCHER AG	BOSSARD HOLDING AG	BUFAB AB	SFS GROUP AG	BARNES GROUP INC	Average	DESMA
Datos Mercado	Ticker (Reuters)	NOEJ.DE	RWLP.WA	GRANG.ST	MMGRB.ST	TRFT.L		FIN.S	BOS.S	BUFAB.ST	SFSNCHF.xbc	B		DESMA.MC
	País	Germany	Poland	Sweden	Sweden	U.K.		Switzerland	Switzerland	Sweden	Switzerland	USA		Spain
	Market cap	1.256,0	72,4	1.138,9	679,8	205,2		4.371,8	1.166,8	801,0	3.905,1	2.196,0		16,1
	Enterprise value (EV)	1.612,3	143,2	1.420,8	895,6	239,0		4.782,2	1.343,7	939,8	3.913,8	2.713,8		28,2
Información financiera básica	Total Ingresos	940,2	183,0	1.535,3	888,2	220,1		3.155,6	796,9	507,5	1.626,6	997,7		41,7
	Cto.Total Ingresos	-1,0%	6,4%	42,0%	32,1%	9,3%	17,8%	10,6%	8,2%	8,7%	5,5%	7,1%	8,0%	5,0%
	2y TACC (2021e - 2023e)	7,4%	n.a.	8,6%	n.a.	n.a.	8,0%	5,6%	n.a.	4,6%	n.a.	10,0%	6,7%	6,2%
	EBITDA	102,4	23,5	172,2	107,1	21,9		347,9	106,8	67,2	302,9	200,3		3,7
	Cto. EBITDA	n.a.	-3,6%	54,0%	22,2%	17,7%	22,6%	39,9%	14,5%	7,7%	5,7%	4,4%	14,4%	30,8%
	2y TACC (2021e - 2023e)	39,2%	n.a.	11,8%	n.a.	n.a.	25,5%	n.a.	n.a.	7,4%	n.a.	15,5%	11,4%	15,8%
	EBITDA/Ingresos	10,9%	12,8%	11,2%	12,1%	10,0%	11,4%	11,0%	13,4%	13,2%	18,6%	20,1%	15,3%	8,9%
	EBIT	37,1	15,5	110,4	51,6	17,3		226,1	87,1	50,3	211,6	129,2		2,4
	Cto. EBIT	n.a.	-6,7%	91,8%	n.a.	26,9%	37,4%	74,8%	15,5%	13,3%	7,7%	8,3%	23,9%	72,0%
	2y TACC (2021e - 2023e)	86,1%	n.a.	15,7%	n.a.	n.a.	50,9%	17,6%	n.a.	9,8%	n.a.	21,1%	16,2%	22,6%
	EBIT/Ingresos	4,0%	8,5%	7,2%	5,8%	7,9%	6,7%	7,2%	10,9%	9,9%	13,0%	12,9%	10,8%	5,8%
Beneficio Neto	23,3	8,4	77,7	37,7	12,5		167,0	65,8	32,9	168,0	76,0		1,6	
Cto. Beneficio Neto	n.a.	-15,6%	118,0%	67,7%	31,6%	50,4%	84,7%	16,3%	12,0%	9,9%	44,8%	33,5%	79,0%	
2y TACC (2021e - 2023e)	98,0%	n.a.	17,3%	n.a.	n.a.	57,6%	21,4%	n.a.	n.a.	n.a.	25,9%	23,7%	25,2%	
CAPEX/Ventas	4,4%	5,3%	5,2%	n.a.	1,9%	4,2%	4,9%	3,9%	1,2%	6,5%	4,5%	4,2%	-1,6%	
Free Cash Flow	70,4	8,3	111,1	n.a.	11,7		127,6	40,7	n.a.	127,3	98,5		0,1	
Deuda financiera Neta	334,2	53,2	255,5	242,5	0,1		120,6	125,1	137,4	(155,3)	432,8		11,4	
DN/EBITDA (x)	3,3	2,3	1,5	2,3	0,0	1,9	0,3	1,2	2,0	(0,5)	2,2	1,0	3,1	
Pay-out	n.a.	28,3%	23,2%	45,7%	41,9%	34,8%	39,7%	49,5%	33,3%	41,0%	34,5%	39,6%	50,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	53,3	n.a.	14,3	15,2	16,3	24,8	25,5	20,2	21,1	23,4	29,2	23,9	9,9
	P/BV (x)	2,0	n.a.	1,7	2,2	n.a.	2,0	3,1	3,8	3,6	2,9	1,8	3,1	1,1
	EV/Ingresos (x)	1,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,1	1,5	1,7	1,9	2,4	2,7	2,0	0,7
	EV/EBITDA (x)	15,7	6,1	8,2	8,4	10,9	9,9	13,7	12,6	14,0	12,9	13,6	13,4	7,6
	EV/EBIT (x)	43,4	9,2	12,9	17,4	13,8	19,3	21,1	15,4	18,7	18,5	21,0	19,0	11,6
	ROE	2,3	8,1	12,5	n.a.	7,4	7,6	12,7	20,2	16,8	13,4	6,5	13,9	11,4
	FCF Yield (%)	5,6	11,4	9,8	n.a.	5,7	8,1	2,9	3,5	n.a.	3,3	4,5	3,5	0,9
	DPA	0,30	0,07	0,21	0,34	0,04	0,19	16,19	3,56	0,29	1,84	0,52	4,48	0,45
	Dvd Yield	0,8%	3,3%	2,0%	2,6%	0,0%	1,7%	1,5%	2,0%	1,4%	1,8%	1,2%	1,6%	5,0%

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 IFAF 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 IFAF Servicios de Análisis S.L.U. El Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) y/o su filial IFAF 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. IFAF Servicios de Análisis tiene como objetivo la publicación de (al menos) un informe o nota trimestral de actualización de la compañía analizada.

Estados Unidos. IFAF 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
01-Mar-2021	n.a.	9,00	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2020 - Subimos estimaciones	Ana Isabel González García, CIAA
28-Ene-2021	n.a.	9,00	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones: Al alza	Ana Isabel González García, CIAA
30-Oct-2020	n.a.	9,00	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2020	Ana Isabel González García, CIAA
29-Sep-2020	n.a.	9,00	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2020	Ana Isabel González García, CIAA
02-Jul-2020	n.a.	10,00	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones: A la baja	Ana Isabel González García, CIAA
02-Mar-2020	n.a.	10,00	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2019	Ana Isabel González García, CIAA
23-Dic-2019	n.a.	8,45	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	Ana Isabel González García, CIAA

