

## RENTA VARIABLE – ESPAÑA

Sector: Automóviles – Componentes de Automoción

Fecha del informe: 22 nov 2018

Hora de distribución: 00:00 CET

Inicio de Cobertura

Precio de cierre: EUR 12,68 (21 de noviembre 2018)

Lingotes Especiales es una pequeña compañía industrial española (Valladolid) especializada en diseño, fundición y mecanizado de piezas de acero para la industria de automoción, donde es líder en sistemas de frenado: cuota del 12% del mercado europeo de discos de freno (60% s/Vtas). Vende a los grandes fabricantes de autos europeos.

David López Sánchez – +34 91 590 42 26  
david.lopez@lighthouse-ieaf.com

### Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	126,8	144,4
EV (Mn EUR y USD)	138,7	
Número de Acciones (Mn)	10	
-12m (Máx/Med/Mín EUR)	20,70 / 17,10 / 12,68	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,2	
Rotación (%) <sup>(1)</sup>	31,4	
Thomson Reuters / Bloomberg	LGT.MC / LGT SM	

### Estructura Accionarial (%)

Consejo de Administración	55,0
Mallorquina de Seguros	6,0
Free Float	39,0

### Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2017	2018e	2019e	2020e
Total Ingresos	104,2	117,8	122,0	124,4
EBITDA	16,7	19,1	21,0	22,7
% Var	-12,1	14,5	9,9	7,9
% Mg EBITDA / Ing.	16,0	16,2	17,2	18,2
% Var EBITDA sector <sup>(2)</sup>	2,1	0,9	7,0	5,6
Beneficio neto	8,9	10,2	11,6	12,9
BPA (EUR)	0,89	1,02	1,16	1,29
% Var	-14,9	14,1	13,4	11,9
BPA Ord (EUR)	0,89	1,02	1,16	1,29
% Var	-14,9	14,1	13,4	11,9
Free Cash Flow	0,6	5,2	12,7	14,0
Pay-out (%)	78,4	74,3	74,3	74,3
DPA (EUR)	0,70	0,76	0,86	0,96
Deuda financiera neta	10,7	12,5	7,4	1,9
DN / EBITDA (x)	0,6	0,7	0,4	0,1
ROE (%)	21,1	22,4	23,4	24,0
ROCE (%)	18,6	18,2	20,0	22,7

### Ratios y Múltiplos (x)

PER	14,2	12,4	11,0	9,8
PER Ordinario	14,2	12,4	11,0	9,8
P/BV	3,0	2,8	2,6	2,4
Dividend Yield (%)	5,5	6,0	6,8	7,6
EV/Ventas	1,3	1,2	1,1	1,1
EV/EBITDA	8,3	7,2	6,6	6,1
FCF Yield (%)	0,8	4,1	10,0	11,1

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

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

(2) Crecimiento del EBITDA esperado (consenso) para el sector de referencia del valor (Stoxx Europe 600 Auto & Auto Parts).

(3) El índice de referencia del sector se refiere al Stoxx Europe 600 Auto & Auto Parts.

## El ciclo no lo es todo

**EL CAMBIO DE MIX (Y EL CICLO) HAN SIDO EL GRAN MOTOR DEL NEGOCIO (2013-2017) ...** LGT ha presentado unas tasas de crecimiento significativas durante el período 2013-2017, elevando su cifra de ingresos un 15,3% con una mejora de su margen EBITDA de c.4 p.p. explicada, principalmente, por el cambio de mix hacia productos de mayor valor añadido (61,4% en 2017 frente a 55,1% en 2013). Y por un entorno cíclico favorable.

**... Y LO SEGUIRÁ SIENDO EN LOS PRÓXIMOS TRES AÑOS (2018E-2020E).** La estrategia de LGT se centra en seguir creciendo con mejoras de rentabilidad. Consideramos que continuará incrementando su margen EBITDA/Ingresos, con potencial de alcanzar el 18,2% en 2020e (16,0% 2017) gracias a una continua evolución del mix hacia piezas mecanizadas (de mayor valor añadido). Un driver ajeno al ciclo. Y capaz de compensar la probable desaceleración y su efecto en el sector autos.

**SEGUIRÁ CRECIENDO MÁS QUE EL SECTOR.** Tras el salto en tamaño (16-17), LGT ralentiza su crecimiento, en gran medida por la desaceleración cíclica. El EBITDA pasaría a crecer la mitad: +10,7% (TACC 17-20e; vs +23,6% 13-17). Pero seguirá por encima de su sector (diferencial estable, 2p.p.).

**DRÁSTICA CAÍDA DEL CAPEX A PARTIR DEL EJERCICIO 2019E.** En 2016 y 2017 LGT realizó un agresivo plan de inversión (18,9% y 9,6% CAPEX/Vtas) con el objetivo de mejorar sus líneas de mecanizado y fundición. A medio plazo la Compañía ya no requiere de inversiones significativas adicionales y esperamos una normalización del CAPEX recurrente a niveles del 3,5% (e) sobre ventas a partir del ejercicio 2019e.

**RECUPERACIÓN DEL FCF A PARTIR DEL EJERCICIO 2018E.** La normalización del CAPEX (otro driver al margen del ciclo) y niveles de circulante por debajo del 5% s/Ingresos implican un "rebote" del FCF: EUR 0,6 Mn 2017 vs EUR 14,0 Mn 2020e. El FCF Yield saltaría por encima del 11% (e) (vs 9% del sector).

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



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	-13,2	-24,6	-26,3	-28,8	38,3	367,5
vs Ibex 35	-14,6	-19,7	-17,8	-19,9	58,6	404,9
vs Ibex Small Cap Index	-11,0	-9,5	-27,3	-24,8	4,5	257,7
vs Eurostoxx 50	-12,2	-18,5	-16,3	-21,2	51,1	353,0
vs Índice del sector <sup>(3)</sup>	-13,1	-14,2	-6,0	-9,3	60,5	357,9

## ¿Crecer con el ciclo en contra?

El comportamiento de LGT a lo largo de los últimos 5 años ha sido excepcional desde un punto de vista estricto de generación de negocio y rentabilidad. Ahora la pregunta es solo una: ¿lo visto hasta ahora es sostenible? Contestar esa pregunta exige un mínimo análisis del salto de escala del período 2013-2017. Lo que dará criterio a la hora de valorar si esta “historia de éxito” es sostenible.

### A) 2013 – 2017: despegue en ingresos, márgenes y EBITDA

**Ingresos y EBITDA, +15,3% y +23,6% (TACC 2013 – 2017) con un incremento del margen de +3,9p.p.**

**En el período 2013 - 2017 todas las partidas de la cuenta de resultados crecieron a doble dígito:** Ingresos y EBITDA, +15,3% y +23,6% TACC, respectivamente. El margen EBITDA, se incrementó en más de un 30% (12,1% vs 16,0%), alcanzando un diferencial de más de +3p.p. en 2017 frente al sector. Esencialmente puede decirse que la compañía cambia en tres direcciones: 1) Tamaño, 2) Rentabilidad operativa, y 3) Modelo de negocio, orientándose hacia productos de mayor valor añadido.

**El motor de estos cambios, a nuestro juicio, ha sido triple también:** i) el aprovechamiento de una fuerte posición comercial en un momento cíclico favorable (producción de autos UE en el período: +13,9%); ii) la capacidad tecnológica de crecer en piezas mecanizadas (vs brutas), en las que el margen es sensiblemente mayor, cambiando su mix de ingresos. La mejora del margen EBITDA del período 2013-2017 se explica por la evolución del mix de ventas, donde las piezas mecanizadas alcanzan un 61,4% en el ejercicio 2017 (55,1% al cierre del ejercicio 2013); y iii) El incremento del CAPEX, imprescindible para crecer y que ha lastrado el crecimiento del Free Cash Flow. LGT generó un FCF recurrente en 2017 de EUR 0,6Mn frente a los EUR 8,2Mn generados en 2013 debido al gran plan de inversión de los años 2016 y 2017 (EUR 18,1Mn y EUR 10,0Mn respectivamente) y que disparó el CAPEX/Ingresos al 18,9% y 9,6% (vs c. 8% del sector).

**Estructura financiera sólida con una DN/EBITDA de 0,6x a cierre de 2017**

Todo este cambio ha podido autofinanciarse, sin llevar a la Compañía a ratios de endeudamiento arriesgados, manteniendo la DN/EBITDA inferior a 1,0x en todo el período (por debajo del sector: 1,5x), lo que garantiza la estabilidad financiera y flexibilidad para continuar creciendo de forma sostenida.

### B) 2018e – 2020e: y ahora, ¿qué?

La pregunta sobre la sostenibilidad de un proceso de estas características es lógica, lo que exige una revisión de la situación actual de los principales drivers que han impulsado al negocio durante los últimos años:

**Ingresos y EBITDA, 6,1% y +10,7% (TACC 2017 – 2020e) con posibilidad de mejorar el margen en +2,0p.p.**

**i) El ciclo aparece como la principal incertidumbre:** PIB UE 2018e, +2,0% (vs 2,4%, 2017), desacelerándose aún más en 2019e (+1,9%), y en riesgo de más revisiones a la baja. Junto a ello, factores específicos del sector autos, como la guerra comercial USA o los cambios regulatorios sobre el diésel (como el nuevo protocolo de emisiones WLTP), lo que podría resultar en una bajada de la producción de automóviles en Europa (expectativas actuales de producción de automóviles para los ejercicios 2018e y 2019e, 2,3% y 2,6% respectivamente; vs 2,6% 2017; pero en riesgo de revisión a la baja).

**ii) La capacidad tecnológica de crear piezas de mayor valor añadido continuará siendo motor de crecimiento del negocio,** ya que esperamos que continúe la mejora en el mix de ventas, con mayor peso de las piezas mecanizadas (más ligeras, de mejores márgenes), y que esperamos representen un 65% de la cifra de negocios en 2020e (61,4% en 2017). Lo que prolongaría la mejora del margen EBITDA (17,2% 2019e, 18,2% 2020e).

**La normalización del CAPEX permitirá la recuperación del FCF en los años 2019e y 2020e**

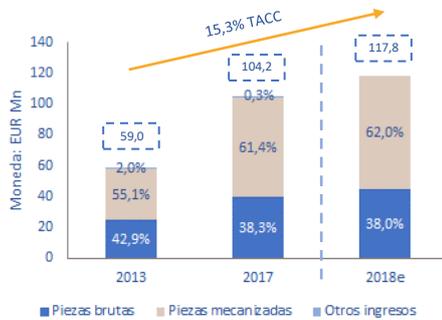
**iii) La normalización del CAPEX será el principal driver para la recuperación del FCF en los ejercicios 2019e y 2020e.** No prevemos que la Compañía necesite de inversiones significativas adicionales en los próximos 3 años, lo que actuará como motor de la generación de caja con potencial de alcanzar un FCF de EUR 14,0Mn en 2020e.

**La conclusión es simple:** LGT enfrenta una posible desaceleración cíclica en buenas condiciones de balance y posición competitiva y previsiblemente será capaz de mantener su gap de rentabilidad frente al sector. La recuperación del FCF, en un contexto de reducción del Capex a menos de la mitad (2019e vs 2017) parece imparable, lo que llevaría el FCF Yield al 10,0% 2019e y 11,1% 2020e (frente a un FCF Yield del 9,0% del sector).

**Descripción del negocio**

**“Rara avis”: un nicho rentable en el sector autos...**

**Gráfico 1. Evolución del mix de ingresos**



Lingotes Especiales (LGT) es una pequeña compañía industrial española (EUR 130 Mn, Market Cap) especializada en el diseño, desarrollo, fundición y mecanizado de piezas de acero destinadas principalmente a la industria de automoción, donde mantiene una posición de liderazgo en sistemas de frenado: cuota del 12% del mercado de discos de freno en Europa.

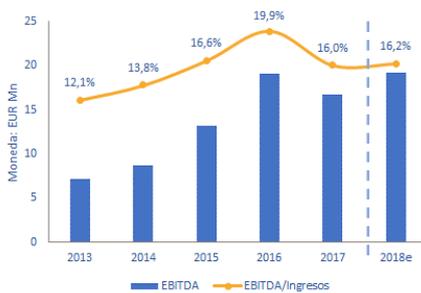
El mercado de referencia de LGT está formado por los grandes OEMs (Original Equipment Manufacturer) de la industria de automoción, siendo sus principales productos: discos de freno (60%), piezas de motor y chasis (20%) y otros componentes de acero de alto valor añadido (20%).

**Globalidad “europea”**

LGT está ubicada en Valladolid (España), con capacidad para suministrar sus productos a los principales fabricantes de vehículos europeos (Alemania, Francia, Italia y UK: 70% de la capacidad productiva de la UE). Sus exportaciones representan entre el 70 y el 80% de su cifra de negocios, siendo Europa y España la principal fuente de sus ingresos (67,9% y 26,9% respectivamente en 2017). Este mix de ingresos no ha variado en la última década. La concentración de clientes es muy elevada (75% de ventas, 4 fabricantes europeos).

Aunque en 2014, LGT adquirió un 20% de Lavacast Private para constituir una planta de fundición y mecanizado en Kalol (Gujarat, India; EUR 1,2 Mn) su exposición a emergentes es marginal. Y no hay “historia” significativa de crecimiento inorgánico.

**Gráfico 2. Evolución del EBITDA y margen**



**El cambio de mix de producto ha sido el driver de crecimiento (y lo seguirá siendo)**

Puede considerarse a LGT un operador de nicho en un sector en el que el tamaño es crítico (con tendencia a la concentración; pero sin beneficiarse de la integración “aguas arriba” del sector autos). LGT produce piezas mecanizadas (61,4%, 2017; producto de mayor valor añadido y margen) y piezas de acero brutas fundidas (38,3%). En los últimos cinco años el cambio de mix ha sido decisivo: (> 7 p.p de incremento en el peso de piezas mecanizadas desde 2013). Este aspecto es esencial por tres motivos:

1. Explica el salto en tamaño de la compañía (duplicando ingresos, 2018e vs 2013).
2. Explica la ganancia de margen (c. 4 p.p, EBITDA/Ingresos).
3. Avala la que es estrategia futura de LGT: seguir incrementando el peso en el mix de piezas mecanizadas (inversión de un 2%/año de ingresos en I+D).

**Gráfico 3. Evolución del EBITDA vs EV/EBITDA**



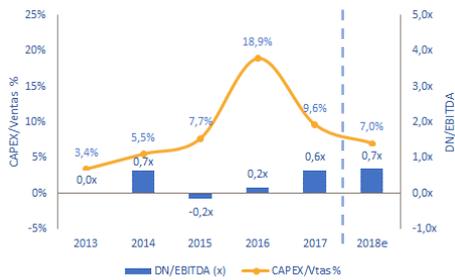
**Salto en tamaño: “hecho”**

Durante los ejercicios 2016 y 2017, la Compañía desarrolló un agresivo plan de inversión (18,9% y 9,6% CAPEX/Ingresos respectivamente), para materializar el cambio de mix. Este pico de inversión es coyuntural y revertirá a la media histórica (Capex/Ingresos, 4-6%) a partir de 2018. El “salto de escala” ya está hecho. Y su efecto es evidente: TACC 2013 – 2017 del 15,3%, 23,6% y 37,5% en Ingresos, EBITDA y Beneficio Neto, respectivamente. En el mismo periodo, los ingresos del Sector (Componentes de Automoción) crecieron al 6,2% (TACC).

Todo ello explica el otro “salto” de LGT: el paso de 5,2x EV/EBITDA (2013) al 7,2x actual...

Pero el “salto en tamaño” puede considerarse finalizado.

**Gráfico 4. Evolución de la Deuda neta vs Capex**

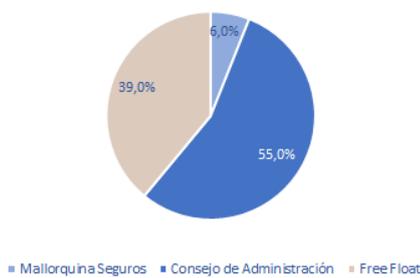


**Bajo apalancamiento en todas las fases del ciclo**

Pese a operar en un sector cíclico, los contratos que mantiene la Compañía con sus principales clientes otorgan visibilidad de resultados a 3-4 años vista. Con capacidad para transmitir al precio las fluctuaciones de las materias primas (chatarra).

LGT mantiene ratios de endeudamiento sistemáticamente reducidos: DN/EBITDA siempre por debajo de 1,0x en los últimos 5 años (pico de 2,7x en 2009; apalancamiento siempre por debajo del sector), incluso en años de gran esfuerzo en CAPEX (2016 y 2017). La gestión del balance, la estructura del capital y la política de dividendos, no parecen ni una oportunidad ni un riesgo.

**Gráfico 5. Estructura accionarial**



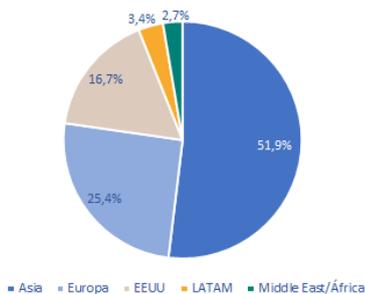
**Un accionariado históricamente estable**

El Consejo de Administración controla de forma directa e indirecta cerca de un 55% del capital, que junto con Previsión Mallorquina de Seguros (6%) se mantienen como accionistas de referencia. Lo que deja el free float por encima del 39% (aprox).

Accionistas de control que no han variado en la práctica a lo largo de los últimos 10 años y con aparente vocación de permanencia. Los cambios en el accionariado no son, a priori, un factor a tomar en cuenta.

## ¿Por qué driver apostar?: ¿ciclo? ¿tecnología? ¿regulación?

**Gráfico 6. Distribución de la producción global de vehículos de pasajeros**



Fuente: ACEA

La industria de automoción es una industria cíclica, intensiva en capital y expuesta a fuertes cambios regulatorios. Además, actualmente se encuentra inmersa en un fuerte proceso de transformación, provocado, principalmente, por el cambio tecnológico, y su efecto en la demanda de los consumidores. Esta situación obliga a los principales OEMs y a sus proveedores (LGT entre ellos), a evolucionar e innovar. Así, las principales palancas que moverán el sector serán el crecimiento de la producción de automóviles y la innovación tecnológica.

Los principales OEMs se centrarán en la innovación (conectividad, coche eléctrico, y asistencia en conducción). Y esperamos que se produzca un incremento en la externalización de los productos con menor carga tecnológica, lo que favorecerá a los proveedores de componentes (LGT).

### Europa: Entorno de desaceleración

c.95% del total de ingresos de LGT proviene de los principales fabricantes de vehículos europeos, donde según la ACEA (European Automobile Manufacturers Association), las tendencias macro continúan siendo sólidas a pesar de la ligera reducción en las estimaciones de crecimiento del PIB hasta el 2,0% para el 2018 y 1,9% para 2019e: consecuencia de las medidas proteccionistas de USA y las negociaciones sobre la resolución del Brexit.

**Gráfico 7. Ventas de LGT vs producción de automóviles en Europa**



Fuente: ACEA

### Sector autos: inevitablemente cíclico

La industria del automóvil representa el 6,8% del PIB de la UE (13,3 Mn de empleos, 2017). En 1S18, el sector autos europeo representó el 25,4% de la producción mundial de vehículos de pasajeros, únicamente superado por China con un 28,0% de la producción mundial.

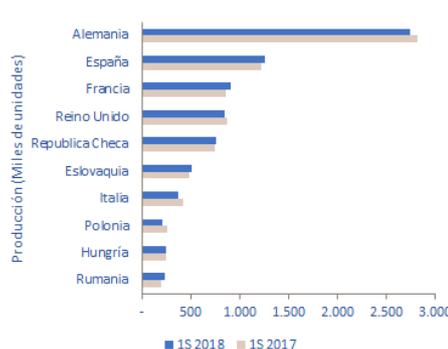
El sector autos es un sector típicamente cíclico, con muy alta correlación del PIB de la Unión Europea con la producción de vehículos (19,6 Mn 2017; +2,6% vs 2007; último pico de ciclo).

**Gráfico 8. Evolución de la producción de automóviles en Europa vs evolución del PIB UE**



Fuente: ACEA & Eurostat.

**Gráfico 9. Distribución de la producción de vehículos de pasajeros por país (1S17 – 1S18)**



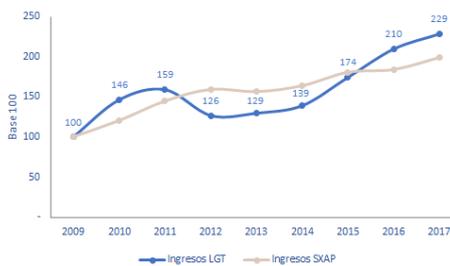
Fuente: ACEA

Según ACEA, en 1S18, la fabricación de automóviles en Europa alcanzó los 10,2 millones (+2,2% vs 1S17; totalmente en línea con el PIB 2018e), aunque con ligeras diferencias entre regiones. Por un lado, la fabricación de vehículos dentro de la Unión Europea se incrementó ligeramente (+1,6%) mientras que la producción en Rusia y Ucrania se incrementó considerablemente (+16,5% y +20,1% respectivamente).

Dentro de la UE, la producción de vehículos creció principalmente en Francia (+5,1%) y España (+3,2%), mientras que decreció en países como Italia (-11,7%), Alemania (-2,9%) y UK (-2,6%).

La UE es exportadora neta de vehículos (5,4 Mn unidades, 2017), siendo EEUU el principal destino (20,3% de las exportaciones, 2017), por lo que las medidas proteccionistas planteadas por USA pueden impactar negativamente sobre las estimaciones del sector, así como presionar sus márgenes a medio y largo plazo (2019e-2020e).

**Gráfico 10. Comparación del crecimiento de ingresos de LGT vs Ingresos SXAP<sup>1</sup> (Base 100)**



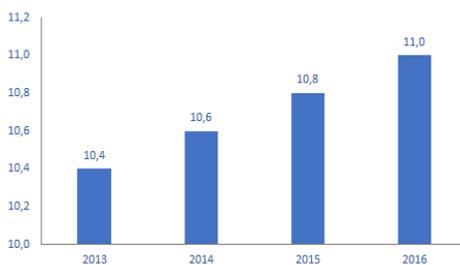
Nota 1: Ingresos SXAP hace referencia al crecimiento de ingresos de las compañías que componen el índice STOXX Europe 600 Automobiles & Parts (Ticker: .SXAP)

**Gráfico 11. Comparación de EBITDA/Ingresos LGT vs EBITDA/Ingresos SXAP<sup>1</sup>**



Nota 1: EBITDA/Ingresos SXAP hace referencia a la evolución del EBITDA/Ingresos de las compañías que componen el índice STOXX Europe 600 Automobiles & Parts (Ticker: .SXAP)

**Gráfico 12. Evolución de la antigüedad media (años) del parque de vehículos ligeros en Europa**



Fuente: ACEA

**Gráfico 14. Índice SXAP<sup>1</sup> vs Euro Stoxx 50 (-5y)**



Nota 1: Índice SXAP hace referencia al índice STOXX Europe 600 Automobiles & Parts

**Componentes: correa de transmisión de la disrupción en el sector autos**

Dentro del sector autos europeo, la cadena de valor se compone de (i) fabricantes de vehículos (OEMs), donde los 10 principales representan c.80% del mercado y (ii) proveedores de componentes entre los que destacan Gestamp, Cie Automotive, Plastic Omnium, Faurecia, Bosch, Continental o Brembo. Algunos proveedores (LGT), no sólo producen y suministran componentes directamente a los OEMs, sino que colaboran con ellos de forma determinante en el proceso de diseño y desarrollo del producto.

La industria europea de componentes alcanzó ingresos de EUR 373.700 Mn (2017), de los que 1,35% correspondieron a sistemas de frenado, segmento en el que compite LGT, y que mostró un crecimiento del 14,4% (2017) vs 9,0% del sector componentes (Fuente: Bloomberg).

Los sistemas de frenado se están viendo impulsados por la creciente demanda de sistemas de seguridad, así como por la regulación, lo que está produciendo un incremento en la demanda de discos de freno (c.60% del volumen de negocio de LGT), debido a que aportan menores distancias de frenado, menores costes de mantenimiento y mayor vida útil que los frenos de tambor. Otra tendencia del mercado es la reducción del peso de los vehículos (menor consumo de combustible, menor contaminación), y que lleva a los fabricantes de componentes a inversión en I+D para aligerar el peso de las piezas. Todos los cambios del sector autos implican cambios inmediatos en la industria de componentes.

**Sector maduro: crecimiento estructural moderado y espacio para “nichos”**

Componentes es una industria madura, bajo crecimiento (5,9% TACC, 2012-17), y márgenes razonables (11,3%, 2017).

En este contexto los “nichos” son factibles. Si analizamos la evolución de LGT y su mercado, desde 2009 LGT muestra tasas de crecimiento superiores a su índice de referencia (10,9% TACC vs 9,0% TACC), con márgenes superiores a los de la mayoría de sus competidores, y muy similares a los de Brembo, un fabricante con presencia global y capitalización de c. EUR 3.100 Mn (LGT < EUR 150 Mn).

**Tabla 13. LGT vs principales competidores**

Compañía	Mkt. Cap	EV	Pais	Cto. Ingresos 12-17	EBITDA/Vtas 2017	Deuda/EBITDA (x) 2017	PER (x)
Brembo SPA	3.210,7	3.479,6	Italia	12,1%	18,8%	0,4	12,0
Haldex AB	288,7	322,1	Suecia	-0,2%	9,5%	0,1	17,1
SHW AG	132,3	162,4	Alemania	4,2%	10,3%	(0,8)	13,0
Scandinavian brake systems	8,5	68,2	Dinamarca	-4,9%	8,3%	7,6	2,6
<b>Lingotes Especiales</b>	<b>126,8</b>	<b>138,7</b>	<b>España</b>	<b>12,5%</b>	<b>16,0%</b>	<b>0,6</b>	<b>14,2</b>
<b>Sistemas de frenado</b>				<b>10,7%</b>	<b>15,8%</b>	<b>1,3</b>	<b>14,8</b>
<b>Componentes de automoción</b>				<b>5,9%</b>	<b>11,3%</b>	<b>1,5</b>	<b>10,6</b>
<b>Industria de automoción</b>				<b>5,1%</b>	<b>11,8%</b>	<b>1,8</b>	<b>14,9</b>

**Momento sectorial incierto. O negativo... Pero el “partido” no es igual para todos**

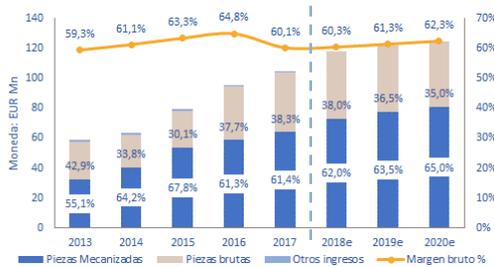
El momentum no es bueno para el sector autos. Tampoco para el de componentes: 1) Hipersensibilidad a PIB en un contexto de evidente desaceleración cíclica; 2) Regulación en contra (el ejemplo del diésel es ilustrativo); 3) Necesidad de digerir el impacto del cambio tecnológico; y 4) Impacto negativo en el consumidor, que retrasa decisiones de compra ante la incertidumbre regulatoria y técnica. Lo que actúa como efecto multiplicador sobre el mal momento del ciclo.

Tanto el contexto de revisión a la baja del PIB de la Unión Europea como los riesgos específicos del sector apuntan a crecimientos por debajo del 2% en la producción de vehículos en 2019e.

Pese a este entorno, hay segmentos con mejores perspectivas. Como sistemas de frenado donde el riesgo de cambio tecnológico es inferior (no hay efecto por la transición de gasolina a híbridos o eléctricos). Y el tipo de producto implica una relación muy estable cliente/proveedor, dada la enorme exigencia de calidad de este tipo de componentes. El riesgo de pérdida de clientes, con independencia de la fase del ciclo, es bajo.

## Tras el “salto de escala”: ¿cuál es el siguiente paso?

**Gráfico 15. Evolución del mix de ingresos (2013 – 2020e)**



Los resultados de 2017 muestran un crecimiento de ingresos del 9,0% y consolidan el salto de escala de los últimos cinco años (TACC 2013 – 2017 del 15,3% en ingresos).

El incremento de ingresos 2017 se vio impulsado tanto por las ventas nacionales como por las exportaciones (+15,3% y +6,8% respectivamente), aunque con una reducción del margen bruto superior a 4 p.p respecto al ejercicio 2016. La bajada del margen bruto tiene dos causas:

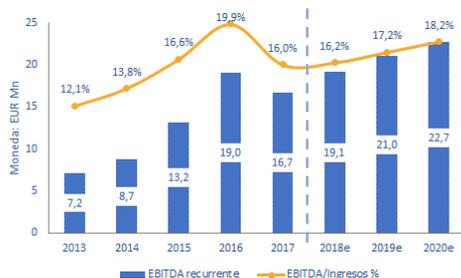
1. Periodo de “ramp-up” asociado al acoplamiento de las inversiones 2016 - 17 con el inicio de fabricación de nuevos modelos en España.
2. Incremento continuado en el coste del acero que no ha sido traspasado al 100% a los precios de venta (por la política de revisión trimestral de precios).

Los resultados 3T18 muestran continuidad en el crecimiento (+17,1% y +21,5% en Ingresos y EBITDA, respectivamente). Este crecimiento de LGT implica un crecimiento muy superior al de la producción de turismos en Europa (+ 2,2% 1S18, Fuente: AECA).

De hecho, pese a la rebaja de expectativas en Europa: PIB UE 2018e, +2,0% (vs 2,4%, 2017), desacelerándose aún más en 2019e (+1,9%), el mercado de automoción continuaría creciendo a buen ritmo (+2,3% y +2,6% en 2018e y 2019e respectivamente vs 2,6% 2017). Dada la visibilidad a 3-4 años vista de los ingresos de LGT, consideramos que se encuentra bien posicionada para aprovechar ese crecimiento y estimamos ingresos +6,1% TACC para el periodo 2017-2020e, alcanzando EUR 124,4Mn en 2020e (doblando la facturación de 2013).

Con todo, el crecimiento en ingresos visto en los últimos cinco años (2013-17) y que ha tenido su “estrambote” en 2018e (+13,1%) gracias a la inercia de las últimas inversiones de 2017, se normaliza a partir de 2019e (+3,5%) y 2020e (+2,0%). Ajustando su comportamiento al del PIB de la Unión Europea (altamente correlacionado con la producción de vehículos).

**Gráfico 16. Evolución del EBITDA y Margen EBITDA (2013 – 2020e)**



### Continúa la mejora de márgenes pese a la normalización de ingresos

Una fortaleza evidente de LGT son sus márgenes, con un margen EBITDA/Ingresos superior al 10% durante todo el periodo 2013-2017 con un máximo del 19,9% durante el ejercicio 2016, muy superior a la media de su sector. Márgenes muy similares a los de Brembo, un fabricante con presencia global y capitalización de c. EUR 3,100 Mn (Ingresos 2,5 Bn).

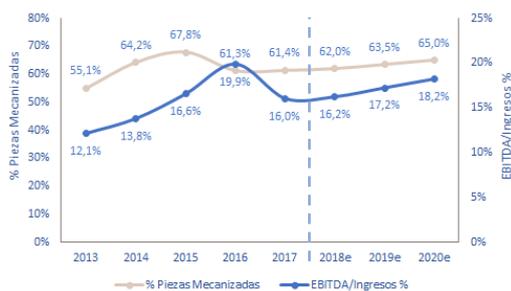
El incremento de márgenes durante el periodo 2013 - 2017 (> 4 p.p) se explica (además del “salto en tamaño”) por el cambio del mix de ventas, con un mayor peso de las piezas mecanizadas (incremento > 7 p.p desde 2013) de mayor valor añadido y, por tanto, mayores márgenes que las piezas brutas.

Además, a pesar de la reducción del margen EBITDA durante el año 2017 respecto a 2016 los resultados del 3T 2018 muestran ya una ligera mejora, con un crecimiento del margen EBITDA de 0,6 p.p vs 3T 2017, empezando a reflejar que la puesta en marcha de los nuevos proyectos, así como el acoplamiento de las inversiones realizadas durante 2016 y 2017 están resultando acertadas para el negocio.

**Tabla 17. LGT Margen EBITDA (%) vs principales competidores**

Compañía	2013	2014	2015	2016	2017
Brembo SPA	13,5%	15,1%	16,9%	19,0%	18,8%
Haldex AB	10,7%	12,4%	12,2%	9,7%	9,5%
SHW AG	9,8%	9,5%	9,2%	10,7%	10,3%
Scandinavian brake systems	7,3%	6,5%	8,3%	6,4%	8,3%
<b>Lingotes Especiales</b>	<b>12,1%</b>	<b>13,8%</b>	<b>16,6%</b>	<b>19,9%</b>	<b>16,0%</b>

**Gráfico 18. Evolución del mix de piezas mecanizadas vs EBITDA/Ingresos (2013-2017)**



Consideramos esencial la estrategia de la Compañía hacia un incremento de piezas mecanizadas en el mix de ventas, que esperamos representen un 65% de la cifra de negocios en 2020e (61,4% en 2017), prolongando la mejora del margen EBITDA/Ingresos (+2,2 p.p. vs 2017), que hará de palanca en el crecimiento del EBITDA (TACC del 10,7% para el período 2017 – 2020e).

**Beneficio Neto: una “historia” puramente industrial (y nada financiera...)**

En el caso de LGT, por debajo de la línea de EBIT no hay sorpresas. Sin impacto en P/L significativo por costes financieros. Sin participadas. Y con un coste fiscal estable y predecible (25%). El “equity story” pivota casi exclusivamente en la capacidad de la compañía de rentabilizar su posición competitiva. Es decir: de seguir creciendo en márgenes y EBITDA.

En este contexto, el crecimiento esperado en EBITDA debiera traducirse en uno muy similar en términos de Beneficio Neto (TACC 17-20e, +13,1%).

LGT, pese a su evidente exposición al ciclo, y (quizá) gracias a su tamaño, cuenta con una elevada flexibilidad de costes que le hace adaptarse rápidamente a la situación de mercado. Lo que ha permitido generar un beneficio neto positivo durante los últimos 10 años (apéndice 3. Comportamiento histórico), incluso en situaciones de crisis económica global (2009-2012). En 2009 (punto álgido de esa crisis) la caída de ingresos del 40,1% se vio compensada con una reducción de los costes de explotación del 35,6%. La capacidad de generación de beneficios de la Compañía muestra una gran consistencia.

**Gráfico 19. CAPEX vs ventas (LGT vs sector<sup>1</sup>)**



Nota 1: El Capex/Vtas del sector corresponde a los componentes del índice STOXX Europe 600 Automobiles & Parts

**CAPEX 2019e: Vuelta a la normalidad...**

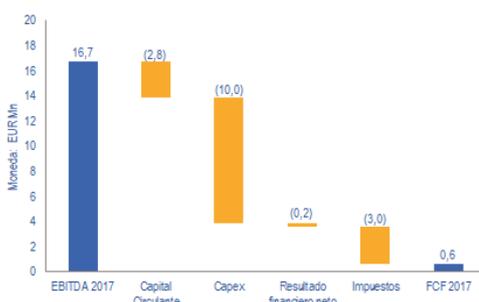
LGT ha invertido en CAPEX una media del 9,0% de su cifra de negocios durante el período 2013-2017 frente a un 5,5% de su sector. Las inversiones en CAPEX fueron especialmente relevantes durante los ejercicios 2016 y 2017 con el objetivo de ampliar la capacidad de producción y la tecnología de sus plantas para reducir costes y mejorar el proceso productivo de piezas de mayor valor añadido.

Este esfuerzo ha permitido a LGT ampliar tanto su capacidad de producción como su cartera de productos, incluyendo nuevas composiciones de materiales durante el ejercicio 2017, así como un incremento en el número de piezas de mayor valor añadido. La planta de fundición cuenta con unos hornos de inducción capaces de fundir 170.000 Tn de acero brutas, encontrándose actualmente a un 95% de su capacidad total. Dadas las fuertes inversiones realizadas durante los ejercicios anteriores, esperamos que para los años 2019e y 2020e el CAPEX se normalice en tasas cercanas al 3,5% sobre la cifra de negocios (temporalmente por debajo de amortización; pero con tendencia a equilibrarse con ésta en el largo plazo).

**Gestión del circulante: “clave” en términos de FCF**

Dada la exposición de LGT al sector automoción, su capital circulante resulta relativamente volátil dependiendo de la fase en la que se encuentren sus proyectos en curso, con un gap de EUR 7,7Mn durante el período 2013-2017 (max de EUR 6,8Mn 2014 y min de EUR -0,9Mn en 2016). Sin embargo, a pesar del “salto de escala” del período, LGT ha mantenido relativamente estables sus necesidades de capital circulante (EUR 4,5Mn durante 2013 frente a EUR 3,6Mn en 2017). A largo plazo trabajamos con la hipótesis de un impacto nulo del circulante en términos de FCF.

**Gráfico 20. Impactos en el Free Cash Flow 2017**

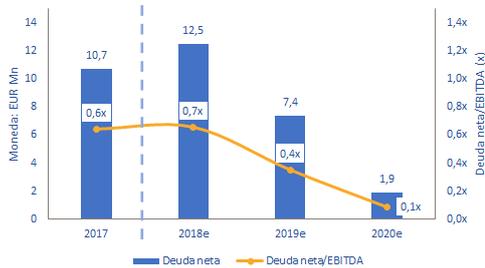


**Free cash Flow: impulsado por el crecimiento del EBITDA y el control del CAPEX**

La generación de caja de LGT se ha visto negativamente impactada durante los ejercicios 2016 y 2017 por el esfuerzo en CAPEX; con un impacto negativo de cercano al 60% sobre el EBITDA generado en 2017.

La normalización del CAPEX en tasas cercanas al 3,5% sobre ventas y el crecimiento del EBITDA (TACC 10,7% 2017-2020e), serán el principal motor del crecimiento de la generación de caja (EUR 14,0Mn en 2020e frente a EUR 5,2Mn en 2018e).

**Gráfico 21. Evolución de la deuda neta**



**Solidez financiera: DN/EBITDA inferior a 1,0x**

LGT ha mantenido ratios de endeudamiento sistemáticamente reducidos, con una DN/EBITDA siempre por debajo de 1,0x en los últimos 5 años (con un máximo de 2,7x en 2009; 0,6x al cierre del 1S18).

Asumimos que la capacidad de generación de caja de la Compañía para el periodo 2017-2020e permitirá mantener niveles de DN/EBITDA inferiores a 1,0x (por debajo de la media del sector: 1,5x), y con posibilidad de reducirlos hasta alcanzar niveles de caja neta a partir del ejercicio 2021. La posición financiera de LGT es especialmente interesante en el entorno en que se moverá el sector en los próximos años. Con potencial necesidad de inversión para adaptar su producto a los cambios tecnológicos del sector. Y con oportunidades de consolidación dentro de su propio segmento (Componentes de Automoción – Frenos).

**Gráfico 22. Remuneración al accionista**



**Pay-out: estable y afianzado por encima del 70%**

En junio de 2018 LGT repartió un dividendo (2017) por acción de EUR 0,70/acc (yield 5,5%, Pay/Out 78,4%). LGT ha consolidado un Pay-out superior al 70% durante el periodo 2013-2017.

Asumimos un Pay-out del 74,3% para el periodo 2018e-2020e (yield inicial por encima del 6,0%; aumentando gradualmente hasta tasas del 7,6% en 2020e).

**Inputs de valoración**

**Inputs de valoración – Descuento de flujos de caja**

Inputs de valoración	2018e	2019e	2020e	Perpétuo			
Free Cash Flow "To the Firm"	5,4	13,0	14,2	257,0			
<b>Market Cap</b>	<b>126,8</b>	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	10,7	Deuda bancaria neta de Caja (último año cerrado)					
					<b>Inputs favorables</b>	<b>Inputs desfavorables</b>	
Coste de la deuda	1,2%	Coste de la deuda neta				1,0%	1,5%
Tasa fiscal efectiva (T)	25,1%	T (tomando la tasa fiscal del último año cerrado)				=	=
Coste de la Deuda Neta	0,9%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)				0,7%	1,1%
Risk free rate (rf)	1,6%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)				=	=
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)				5,5%	6,5%
Beta (B)	1,0	B (Thomson Reuters)				0,9	1,1
Coste del Equity	7,6%	Ke = Rf + (R*B)				6,6%	8,8%
Equity / (Equity + Deuda Neta)	92,2%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)				=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	7,8%	D				=	=
WACC	7,1%	WACC = Kd*D + Ke*E				6,1%	8,2%
G "Razonable"	1,5%					2,0%	1,0%

**Inputs de valoración – múltiplos**

Compañía	Mkt. Cap	PER 18e	BPA 18e-20e	EV/EBITDA 18e	EBITDA 18e-20e	EV/Vtas 18e	Ingresos 18e - 20e	EBITDA/Vtas 18e	FCF yield 18e	FCF 18e-20e
CIE Automotive	2.930,9	13,6	-10,9%	8,3	8,0%	1,4	5,8%	17,2%	6,6	15,4%
Gestamp	3.225,8	13,5	15,0%	6,5	9,2%	0,7	7,3%	11,3%	n.a.	n.a.
Faurecia	5.673,3	9,0	10,1%	3,3	7,6%	0,4	6,1%	11,2%	8,4	15,9%
Voestalpine	5.255,2	7,1	7,6%	5,0	4,2%	0,7	1,2%	13,3%	11,8	-2,3%
<b>Proveedores de componentes</b>		<b>10,8</b>	<b>5,4%</b>	<b>5,8</b>	<b>7,3%</b>	<b>0,8</b>	<b>5,1%</b>	<b>13,3%</b>	<b>8,9</b>	<b>9,6%</b>
Haldex AB	288,7	14,2	18,6%	6,5	11,6%	0,7	6,6%	10,0%	2,9	88,9%
Brembo SPA	3.210,7	11,2	6,5%	6,9	4,8%	1,3	5,2%	19,0%	3,4	36,7%
SHW AG	132,3	11,0	23,3%	4,6	17,1%	0,4	9,8%	8,2%	n.a.	n.a.
<b>Sistemas de frenado</b>		<b>12,2</b>	<b>16,1%</b>	<b>6,0</b>	<b>11,2%</b>	<b>0,8</b>	<b>7,2%</b>	<b>12,4%</b>	<b>3,2</b>	<b>62,8%</b>
Lingotes Especiales	126,8	12,4	12,6%	7,2	8,9%	1,2	2,7%	16,2%	4,1%	63,8%

**Inputs de valoración – Análisis de sensibilidades (2019e)**

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 19e	EBITDA 19e	EV/EBITDA 19e
Max	18,2%	22,2	6,2x
Central	17,2%	21,0	6,6x
Min	16,2%	19,8	7,0x

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

**Análisis de sensibilidad del FCF (2019e)**

EBITDA 19e	CAPEX/Vtas 19e			→	Escenario	FCF - Yield 19e		
	2,5%	3,5%	4,5%			Max	Central	Min
22,2	15,2	13,9	12,7		Max	12,0%	11,0%	10,0%
21,0	13,9	12,7	11,5		Central	11,0%	10,0%	9,1%
19,8	12,7	11,5	10,3		Min	10,0%	9,1%	8,1%

## ¿Qué puede salir mal?

Consideramos riesgos aquellos que puedan tener un impacto significativo negativo en nuestras proyecciones, principalmente en el resultado operativo y en el free cash flow:

- 1. Ralentización en el cambio de mix.** En los últimos años el cambio de mix a piezas mecanizadas (61,4% 2017 vs 55,1% 2013) ha resultado decisivo en el salto en tamaño de la Compañía, siendo el principal driver de la mejora del margen EBITDA/Ingresos (18,2% 2020e vs 16,2% 2018e) en nuestras proyecciones. Una disminución del 2% en el peso de piezas mecanizadas en 2019e (61,4% frente al estimado de 63,5%) produciría un impacto negativo sobre el Free Cash Flow de EUR 1,9 Mn (-14,7% del FCF proyectado en 2019e).
- 2. El Capex no se reduce.** Tras el “salto” en inversión de 2016-17 y parte del 2018e estimamos una normalización del CAPEX, revirtiendo al 3,5% s/ Ingresos en los ejercicios 2019e y 2020e. Un incremento de las necesidades de inversión hasta niveles del 7-8% sobre ingresos produciría un impacto negativo sobre el Free Cash Flow de EUR 4,3Mn – EUR 5,4Mn (c. 40% del FCF 2019e).
- 3. La gestión del capital circulante.** Pese al salto en tamaño, LGT ha sido capaz de mantener estables sus necesidades de circulante (EUR 4,5Mn 2013 frente a EUR 3,6Mn 2017). Sin embargo, el capital circulante fluctuará en función de la fase en la que se encuentren los proyectos en curso, con un gap de EUR 7,7Mn entre el máximo alcanzado en 2014 y el mínimo de 2016 (EUR 6,8Mn y EUR -0,9Mn, respectivamente).
- 4. Concentración de clientes.** Cerca del 75% de los ingresos de LGT dependen de cuatro clientes. La pérdida de alguno sus principales clientes, así como la pérdida de cuota de mercado de éstos derivada de cambios en las tendencias del mercado y cambios regulatorios (tensiones sobre el diésel en España y nuevo protocolo de emisiones WLTP en Europa), impactaría negativamente sobre nuestras estimaciones de ingresos.
- 5. Repercusión de costes de materia prima y energía.** LGT repercute a sus clientes las subidas del precio de materias primas (chatarra) y coste energético. Pero, las revisiones de precios de venta no se realizan de forma inmediata, sino trimestralmente, con presión a la baja en los márgenes durante períodos continuados de subida del precio del acero. En nuestro modelo se considera un margen EBITDA/Ingresos del 17,2% para el ejercicio 2019e (+1,2p.p. vs 2017). Una subida del 10% en los costes de materias primas (no transferida a precios de venta), reduciría el margen EBITDA 4,0p.p., con una caída del FCF 19e del 28,8%.
- 6. Industria cíclica.** LGT opera en una industria cíclica y muy competitiva, influenciada tanto por la desaceleración de Europa, como por factores específicos de la industria de automoción (guerra comercial en EEUU, los cambios regulatorios sobre el diésel en Europa, Brexit). Cualquier contracción que afecte al sector de automoción impactará negativamente en el volumen de ingresos de LGT. Una caída del 10% del EBITDA en 2019e vs 2018e tendría un impacto negativo sobre el FCF 19e cercano al 22%.
- 7. Tecnología.** Un riesgo de más largo plazo. Aunque los cambios tecnológicos anticipados por los consumidores pueden afectar a la demanda a corto y medio plazo.

## Solo estabilidad (Consejo, equipo directivo, política de dividendos...)

El Corporate Governance de LGT es razonable y con nula tendencia al cambio. El Consejo es, esencialmente, la "propiedad" (c.55% del accionariado; directa o indirectamente). Baja presencia de consejeros ejecutivos "puros" (sin participación accionarial significativa).

- 1. LGT cuenta con un Consejo de Administración muy estable** (sin variaciones significativas durante los últimos diez años). Según los estatutos, se establece una duración del cargo de consejero de cuatro años, haciéndose la renovación por mitades, cada dos años, para que la renovación del Consejo no pueda ser total. Pero, "de facto" no hay limitación de mandato.
- 2. La retribución de los consejeros está fijada en el 8% del beneficio neto** (siempre que se distribuya un mínimo del 9% sobre el capital social a dividendos), limitado a un importe máximo (y total) de EUR 350.000. Durante el ejercicio 2009 y ante la situación de recesión económica, el Consejo decidió suspender su remuneración, demostrando así su alineación con los intereses del accionariado.
- 3. El Consejo de Administración se mantiene como accionista de referencia** controlando cerca del 55% del capital. Plena alineación de intereses con los minoritarios.
- 4. Equipo directivo con una elevada experiencia en el sector automoción.** Y larga antigüedad en la Compañía. Pleno foco en el crecimiento orgánico. En 2014 aparece la única operación corporativa "significativa" (-10y): la adquisición del 20% de Lavacast Private, para construir una planta de fundición y mecanizado en la India (EUR 1,2Mn; 14% s/ EBITDA 2014). El track record de inversión es "industrial (vs financiera)", "negocio recurrente (vs crecimiento no orgánico)" y "autofinanciación (vs apalancamiento)".
- 5. Equipo directivo sin incentivo al cumplimiento de objetivos vía bonus.** Pero, paralelamente, alta exposición del comité de dirección al precio de la acción (controla, directa o indirectamente, c.20% del capital).
- 6. Política de dividendos muy estable,** con Pay-Out superiores al 70% durante los últimos 5 años. Y alta rentabilidad (dividend yield, >5,5% 2017). Solo aparecen excepciones en 2012 y 2009, cuando la crisis económica llevó al Consejo a suspender el dividendo por prudencia.

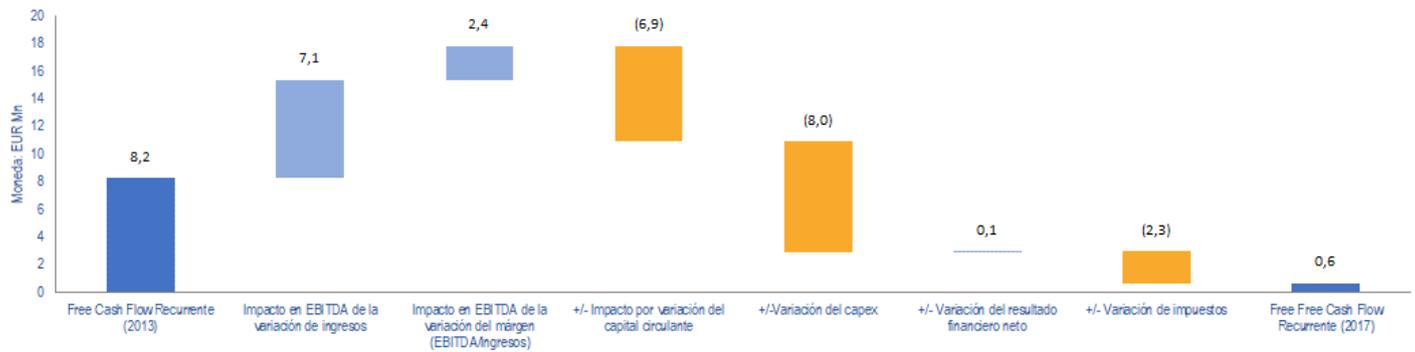
## Apéndice 1. Estados financieros

<b>Balance (EUR Mn)</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>		
Inmovilizado inmaterial	0,8	1,0	0,3	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4		
Inmovilizado material	30,5	30,6	31,6	45,6	49,5	52,4	51,3	50,3		
Otros activos no corrientes	0,4	0,8	0,9	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6		
Inmovilizado financiero	0,0	1,2	1,2	0,9	0,7	0,7	0,7	0,7		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	15,6	17,8	18,4	20,6	28,8	29,5	30,2	30,5		
<b>Total activo</b>	<b>47,3</b>	<b>51,3</b>	<b>52,4</b>	<b>68,0</b>	<b>80,1</b>	<b>83,7</b>	<b>83,2</b>	<b>82,6</b>		
Patrimonio neto	33,3	32,1	35,8	41,4	42,3	45,4	49,4	53,8		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	2,9	2,6	2,3	2,0	1,9	1,9	1,9	1,9		
Deuda financiera neta	0,0	5,7	(2,2)	3,1	10,7	12,5	7,4	1,9		
Pasivo circulante	11,1	11,0	16,5	21,5	25,2	23,8	24,5	24,9		
<b>Total pasivo</b>	<b>47,3</b>	<b>51,3</b>	<b>52,4</b>	<b>68,0</b>	<b>80,1</b>	<b>83,7</b>	<b>83,2</b>	<b>82,6</b>		
									<b>TACC</b>	
<b>Pérdidas y Ganancias (EUR Mn)</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>13-17</b>	<b>17-20</b>
<b>Total ingresos</b>	<b>59,0</b>	<b>63,3</b>	<b>79,5</b>	<b>95,6</b>	<b>104,2</b>	<b>117,8</b>	<b>122,0</b>	<b>124,4</b>	<b>15,3%</b>	<b>6,1%</b>
<i>Cto. Total ingresos</i>	n.a.	7,3%	25,5%	20,3%	9,0%	13,1%	3,5%	2,0%		
Coste de ventas	(24,0)	(24,6)	(29,2)	(33,7)	(41,6)	(46,8)	(47,2)	(46,9)		
<b>Margen Bruto</b>	<b>35,0</b>	<b>38,7</b>	<b>50,3</b>	<b>62,0</b>	<b>62,6</b>	<b>71,0</b>	<b>74,8</b>	<b>77,5</b>	<b>15,7%</b>	<b>7,4%</b>
<i>Margen Bruto (s/Ingresos)</i>	59,3%	61,1%	63,3%	64,8%	60,1%	60,3%	61,3%	62,3%		
Gastos de personal	(15,8)	(17,2)	(19,9)	(24,1)	(26,7)	(30,2)	(31,3)	(31,9)		
Otros costes de explotación	(12,1)	(12,8)	(17,2)	(18,9)	(19,2)	(21,7)	(22,4)	(22,9)		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>7,2</b>	<b>8,7</b>	<b>13,2</b>	<b>19,0</b>	<b>16,7</b>	<b>19,1</b>	<b>21,0</b>	<b>22,7</b>	<b>23,6%</b>	<b>10,7%</b>
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	n.a.	22,0%	50,8%	44,6%	-12,1%	14,5%	9,9%	7,9%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	12,1%	13,8%	16,6%	19,9%	16,0%	16,2%	17,2%	18,2%		
Gastos de reestructuración	-	-	-	-	-	-	-	-		
Otros gastos no recurrentes	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>EBITDA</b>	<b>7,2</b>	<b>8,7</b>	<b>13,2</b>	<b>19,0</b>	<b>16,7</b>	<b>19,1</b>	<b>21,0</b>	<b>22,7</b>	<b>23,6%</b>	<b>10,7%</b>
<i>Cto. EBITDA</i>	n.a.	22,0%	50,8%	44,6%	-12,1%	14,5%	9,9%	7,9%		
<i>EBITDA/Ingresos</i>	12,1%	13,8%	16,6%	19,9%	16,0%	16,2%	17,2%	18,2%		
Depreciación y provisiones	(3,7)	(3,6)	(4,0)	(3,8)	(5,0)	(5,3)	(5,4)	(5,3)		
Gastos capitalizados	0,1	0,2	-	-	0,6	-	-	-		
<b>EBIT</b>	<b>3,5</b>	<b>5,3</b>	<b>9,2</b>	<b>15,2</b>	<b>12,4</b>	<b>13,8</b>	<b>15,6</b>	<b>17,4</b>	<b>36,8%</b>	<b>12,0%</b>
<i>Cto. EBIT</i>	n.a.	51,0%	72,2%	65,8%	-18,8%	11,7%	13,0%	11,4%		
<i>EBIT/Ingresos</i>	6,0%	8,4%	11,5%	15,9%	11,9%	11,7%	12,8%	14,0%		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,1)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	(0,8)	(0,2)	-	-	-		
<b>Beneficio ordinario</b>	<b>3,2</b>	<b>5,0</b>	<b>8,9</b>	<b>14,2</b>	<b>11,9</b>	<b>13,6</b>	<b>15,4</b>	<b>17,3</b>	<b>39,0%</b>	<b>13,1%</b>
<i>Cto. Beneficio ordinario</i>	n.a.	57,1%	77,7%	59,3%	-16,1%	14,1%	13,4%	11,9%		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio antes de impuestos</b>	<b>3,2</b>	<b>5,0</b>	<b>8,9</b>	<b>14,2</b>	<b>11,9</b>	<b>13,6</b>	<b>15,4</b>	<b>17,3</b>	<b>39,0%</b>	<b>13,1%</b>
Impuestos	(0,7)	(1,0)	(2,2)	(3,7)	(3,0)	(3,4)	(3,9)	(4,3)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	21,2%	20,7%	24,5%	26,1%	25,1%	25,1%	25,1%	25,1%		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio neto</b>	<b>2,5</b>	<b>4,0</b>	<b>6,7</b>	<b>10,5</b>	<b>8,9</b>	<b>10,2</b>	<b>11,6</b>	<b>12,9</b>	<b>37,3%</b>	<b>13,1%</b>
<i>Cto. Beneficio neto</i>	n/a	58,1%	69,1%	56,0%	-14,9%	14,1%	13,4%	11,9%		
<b>Beneficio ordinario neto</b>	<b>2,5</b>	<b>4,0</b>	<b>6,7</b>	<b>10,5</b>	<b>8,9</b>	<b>10,2</b>	<b>11,6</b>	<b>12,9</b>	<b>30,9%</b>	<b>13,1%</b>
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	n.a.	58,1%	69,1%	56,0%	-14,9%	14,1%	13,4%	11,9%		
									<b>TACC</b>	
<b>Flujo de caja (EUR Mn)</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>13-17</b>	<b>17-20</b>
<b>EBITDA recurrente</b>						<b>19,1</b>	<b>21,0</b>	<b>22,7</b>	<b>23,6%</b>	<b>10,7%</b>
Var. Capital circulante						(2,1)	0,0	0,1		
<b>Cash Flow operativo recurrente</b>						<b>17,1</b>	<b>21,0</b>	<b>22,8</b>	<b>5,4%</b>	<b>18,0%</b>
Capex						(8,2)	(4,3)	(4,4)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,2)	(0,2)	(0,1)		
Impuestos						(3,4)	(3,9)	(4,3)		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>						<b>5,2</b>	<b>12,7</b>	<b>14,0</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>
Gastos de reestructuración y otros						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
<b>Free Cash Flow</b>						<b>5,2</b>	<b>12,7</b>	<b>14,0</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(7,0)	(7,6)	(8,6)		
<b>Variación de Deuda financiera neta</b>						<b>1,8</b>	<b>(5,1)</b>	<b>(5,4)</b>		

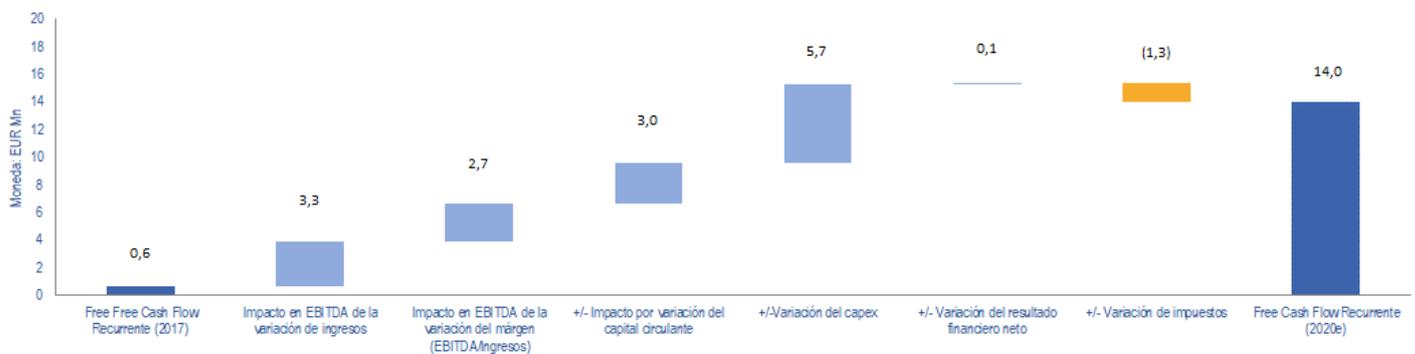
## Apéndice 2. Analítica del Free Cash Flow

A) Análisis del FCF (EUR Mn)	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	TACC	
								14-17	17-20
<b>EBITDA Recurrente</b>	<b>8,7</b>	<b>13,2</b>	<b>19,0</b>	<b>16,7</b>	<b>19,1</b>	<b>21,0</b>	<b>22,7</b>	<b>24,2%</b>	<b>10,7%</b>
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	22,0%	50,8%	44,6%	-12,1%	14,5%	9,9%	7,9%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	13,8%	16,6%	19,9%	16,0%	16,2%	17,2%	18,2%		
+/- Var. Capital circulante	(0,7)	1,8	2,5	(2,8)	(2,1)	0,0	0,1		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>8,0</b>	<b>15,0</b>	<b>21,5</b>	<b>13,9</b>	<b>17,1</b>	<b>21,0</b>	<b>22,8</b>	<b>20,2%</b>	<b>18,0%</b>
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	-28,8%	87,2%	43,9%	-35,6%	23,2%	23,1%	8,5%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	12,6%	18,8%	22,5%	13,3%	14,5%	17,2%	18,3%		
- Capex	(3,5)	(6,1)	(18,1)	(10,0)	(8,2)	(4,3)	(4,4)		
- Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow	(0,3)	(0,3)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,1)		
- Impuestos	(1,0)	(2,2)	(3,7)	(3,0)	(3,4)	(3,9)	(4,3)		
<b>= Free Cash Flow recurrente</b>	<b>3,2</b>	<b>6,4</b>	<b>(0,5)</b>	<b>0,6</b>	<b>5,2</b>	<b>12,7</b>	<b>14,0</b>	<b>-41,4%</b>	<b>n.a.</b>
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	-61,5%	102,1%	n.a.	n.a.	n.a.	143,4%	10,2%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	5,0%	8,0%	-0,5%	0,6%	4,4%	10,4%	11,3%		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(0,9)	0,9	(0,2)	0,4	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow</b>	<b>2,3</b>	<b>7,3</b>	<b>(0,7)</b>	<b>1,0</b>	<b>5,2</b>	<b>12,7</b>	<b>14,0</b>	<b>-23,7%</b>	<b>n.a.</b>
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	-73,4%	223,7%	n.a.	n.a.	n.a.	143,4%	10,2%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	2,5%	5,0%	-0,4%	0,5%	4,1%	10,0%	11,1%		
<i>Free Cash Flow Yield (s/Mkt Cap)</i>	1,8%	5,7%	-0,5%	0,8%	4,1%	10,0%	11,1%		
<b>B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (EUR Mn)</b>									
<b>Free Cash Flow recurrente (Año -1)</b>	<b>8,2</b>	<b>3,2</b>	<b>6,4</b>	<b>(0,5)</b>	<b>0,6</b>	<b>5,2</b>	<b>12,7</b>		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	0,5	2,2	2,7	1,7	2,2	0,7	0,4		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	1,1	2,2	3,2	(4,0)	0,2	1,2	1,2		
<b>= Variación EBITDA recurrente</b>	<b>1,6</b>	<b>4,4</b>	<b>5,9</b>	<b>(2,3)</b>	<b>2,4</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>		
+/- Impacto por variación del capital circulante	(4,8)	2,5	0,7	(5,3)	0,8	2,1	0,1		
<b>= Variación del Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>(3,2)</b>	<b>7,0</b>	<b>6,6</b>	<b>(7,7)</b>	<b>3,2</b>	<b>3,9</b>	<b>1,8</b>		
+/- Variación del Capex	(1,5)	(2,6)	(12,0)	8,1	1,8	4,0	(0,1)		
+/- Variación del resultado financiero neto	0,0	0,0	0,0	(0,0)	0,0	0,0	0,1		
+/- Variación de impuestos	(0,4)	(1,1)	(1,5)	0,7	(0,4)	(0,5)	(0,5)		
<b>= Variación del Free Cash Flow recurrente</b>	<b>(5,1)</b>	<b>3,2</b>	<b>(6,9)</b>	<b>1,1</b>	<b>4,6</b>	<b>7,5</b>	<b>1,3</b>		
<b>Free Cash Flow recurrente</b>	<b>3,2</b>	<b>6,4</b>	<b>(0,5)</b>	<b>0,6</b>	<b>5,2</b>	<b>12,7</b>	<b>14,0</b>		
<b>C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)</b>									
<b>EBIT</b>	<b>5,3</b>	<b>9,2</b>	<b>15,2</b>	<b>12,4</b>	<b>13,8</b>	<b>15,6</b>	<b>17,4</b>	<b>32,4%</b>	<b>12,0%</b>
<i>* Tasa fiscal efectiva</i>	20,7%	24,5%	26,1%	25,1%	25,1%	25,1%	25,1%		
<b>= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)</b>	<b>(1,1)</b>	<b>(2,3)</b>	<b>(4,0)</b>	<b>(3,1)</b>	<b>(3,5)</b>	<b>(3,9)</b>	<b>(4,4)</b>		
<b>EBITDA Recurrente</b>	<b>8,7</b>	<b>13,2</b>	<b>19,0</b>	<b>16,7</b>	<b>19,1</b>	<b>21,0</b>	<b>22,7</b>	<b>24,2%</b>	<b>10,7%</b>
+/- Var. Capital circulante	(0,7)	1,8	2,5	(2,8)	(2,1)	0,0	0,1		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>8,0</b>	<b>15,0</b>	<b>21,5</b>	<b>13,9</b>	<b>17,1</b>	<b>21,0</b>	<b>22,8</b>	<b>20,2%</b>	<b>18,0%</b>
- Capex	(3,5)	(6,1)	(18,1)	(10,0)	(8,2)	(4,3)	(4,4)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(1,1)	(2,3)	(4,0)	(3,1)	(3,5)	(3,9)	(4,4)		
<b>= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente</b>	<b>3,4</b>	<b>6,6</b>	<b>(0,6)</b>	<b>0,8</b>	<b>5,4</b>	<b>12,9</b>	<b>14,1</b>	<b>-39,2%</b>	<b>n.a.</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	-59,8%	93,2%	n.a.	n.a.	n.a.	139,1%	9,7%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	0,1	0,1	(0,0)	0,0	0,0	0,1	0,1		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(0,9)	0,9	(0,2)	0,4	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow "To the Firm"</b>	<b>2,6</b>	<b>7,6</b>	<b>(0,7)</b>	<b>1,1</b>	<b>5,4</b>	<b>13,0</b>	<b>14,2</b>	<b>-23,7%</b>	<b>n.a.</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	-71,2%	196,5%	n.a.	n.a.	n.a.	139,0%	9,7%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	2,5%	4,8%	-0,4%	0,6%	3,9%	9,3%	10,2%		
<i>Free Cash Flow "To the Firm" - Yield (s/EV)</i>	1,8%	5,5%	-0,5%	0,8%	3,9%	9,3%	10,3%		

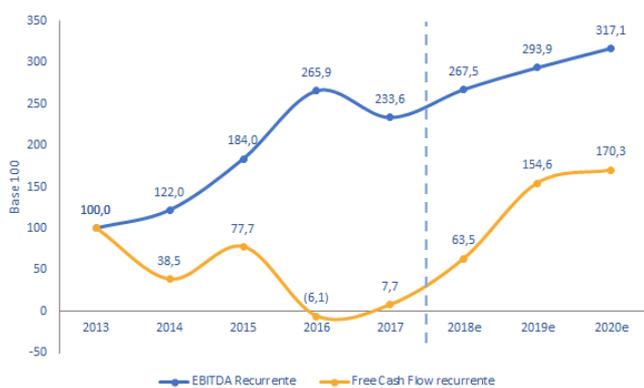
**Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2013 – 2017)**



**Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2017 – 2020e)**



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



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



### Apéndice 3. Comportamiento histórico<sup>1</sup>

Comportamiento histórico <sup>1</sup> (EUR Mn)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	TACC	
												2018e	07-17
Total ingresos	73,8	76,1	45,6	66,7	72,4	57,6	59,0	63,3	79,5	95,6	104,2	117,8	3,5%
Cto. Total ingresos	4,2%	3,1%	-40,1%	46,3%	8,6%	-20,4%	2,4%	7,3%	25,5%	20,3%	9,0%	13,1%	
EBITDA	10,2	10,1	5,1	11,7	10,4	5,0	7,2	8,7	13,2	19,0	16,7	19,1	5,1%
Cto. EBITDA	55%	-0,3%	-49,6%	129,5%	-11,6%	-51,3%	42,0%	22,0%	50,8%	44,6%	-12,1%	14,5%	
EBITDA/Ingresos	13,8%	13,3%	11,2%	17,6%	14,3%	8,7%	12,1%	13,8%	16,6%	19,9%	16,0%	16,2%	
Beneficio neto	3,4	3,1	0,7	4,4	3,6	0,3	2,5	4,0	6,7	10,5	8,9	10,2	10,3%
Cto. Beneficio neto	173%	-8,3%	-78,3%	561,3%	-17,9%	-92,9%	876,0%	58,1%	69,1%	56,0%	-14,9%	14,1%	
CAPEX/Vtas %	4,8%	7,8%	8,8%	8,9%	3,9%	4,6%	3,4%	5,5%	7,7%	18,9%	9,6%	7,0%	
CAPEX	(3,5)	(5,9)	(4,0)	(5,9)	(2,8)	(2,7)	(2,0)	(3,5)	(6,1)	(18,1)	(10,0)	(8,2)	
Free Cash Flow	3,9	(2,0)	2,7	7,1	1,8	2,0	8,5	2,3	7,3	(0,7)	1,0	5,2	-12,8%
DN/EBITDA (x)	1,3x	1,7x	2,7x	0,6x	0,7x	1,4x	0,0x	0,7x	-0,2x	0,2x	0,6x	0,7x	
PER (x)	11,7x	10,5x	48,1x	7,3x	7,4x	93,8x	13,1x	9,4x	12,5x	13,5x	19,9x	12,4x	
EV/Vtas (x)	0,7x	0,6x	1,0x	0,6x	0,5x	0,5x	0,6x	0,7x	1,0x	1,5x	1,8x	1,2x	
EV/EBITDA (x)	5,2x	4,9x	9,1x	3,3x	3,3x	6,2x	5,2x	4,9x	6,8x	5,2x	10,9x	7,2x	
Comport. Absoluto (LGT)	-44,3%	-15,1%	-1,0%	-2,6%	-16,8%	-9,4%	36,7%	24,8%	123,3%	69,0%	25,4%	-28,8%	
Comport. Relativo vs Ibex 35	-48,1%	40,2%	-23,7%	18,0%	-4,2%	-4,9%	12,6%	20,4%	140,5%	72,5%	16,7%	-19,9%	

Nota 1: Los múltiplos son históricos salvo en 2018e en que se da el múltiplo a fecha de este informe. El comportamiento absoluto y relativo corresponde a cada ejercicio (1/1 a 31/12).

### Apéndice 4. Principales competidores<sup>1</sup>

Moneda: EUR Mn	CIE Automotive	Componentes de automoción			Media	Sistemas de frenado <sup>2</sup>			Lingotes Esp.	
		Gestamp	Faurecia	Voestalpine		Brembo SPA	Haldex AB	SHW AG		
<b>Market Data</b>	Ticker (Reuters)	CIEA.MC	GEST.MC	EPED.PA	VOES.VI		BRBI.MI	HLDX.ST	SW1.DE	LGT.MC
	País	España	España	Francia	Austria		Italia	Suecia	Alemania	España
	Market cap	2.930,9	3.225,8	5.673,3	5.255,2	4.271,3	3.210,7	288,7	132,3	126,8
	Enterprise value (EV)	4.423,8	6.299,3	6.505,4	9.023,6	6.563,0	3.479,6	322,1	162,4	138,7
<b>Información financiera básica</b>	Total ingresos	3.082,5	8.577,2	17.870,2	13.446,4	10.744,1	2.636,5	495,3	427,5	117,8
	Cto. Total ingresos	-17,2%	4,6%	5,4%	4,3%	-0,8%	7,0%	9,2%	6,7%	13,1%
	2y TACC (2018e - 2020e)	5,8%	7,3%	6,1%	1,2%	5,1%	5,2%	6,6%	9,8%	2,7%
	EBITDA	531,3	972,0	1.995,1	1.789,3	1.321,9	501,8	49,5	35,0	19,1
	Cto. EBITDA	-1,5%	9,7%	3,8%	12,5%	6,1%	8,2%	14,9%	-15,2%	14,5%
	2y TACC (2018e - 2020e)	8,0%	9,2%	7,6%	4,2%	7,3%	4,8%	11,6%	17,1%	8,9%
	EBITDA/Ingresos	17,2%	11,3%	11,2%	13,3%	13,3%	19,0%	10,0%	8,2%	16,2%
	Beneficio neto	372,8	268,1	745,1	644,5	507,6	263,2	21,3	7,0	10,2
	Cto. Beneficio neto	44,4%	-6,9%	11,5%	-21,2%	6,9%	-1,7%	165,2%	-31,1%	14,1%
	2y TACC (2018e - 2020e)	-10,9%	15,0%	10,1%	7,6%	5,4%	6,5%	18,6%	23,3%	12,6%
CAPEX/Vtas %	7,6%	9,7%	6,4%	7,3%	7,7%	9,8%	5,2%	7,6%	7,0%	
Free Cash Flow	192,9	(202,8)	479,2	619,4	272,2	110,7	8,3	(1,7)	5,2	
Deuda financiera neta	892,6	2.220,6	197,6	3.347,1	1.664,5	172,4	72,5	19,0	12,5	
DN/EBITDA (x)	1,7	2,3	0,1	1,9	1,5	0,3	1,5	0,5	0,7	
Pay-out	20,5%	28,6%	24,0%	37,3%	27,6%	28,2%	27,0%	27,1%	74,3%	
<b>Múltiplos y Ratios</b>	PER (x)	13,6	13,5	9,0	7,1	10,8	11,2	14,2	11,0	12,4
	P/BV (x)	2,6	1,8	1,7	0,9	1,7	3,1	1,8	1,1	2,8
	EV/Vtas (x)	1,4	0,7	0,4	0,7	0,8	1,3	0,7	0,4	1,2
	EV/EBITDA (x)	8,3	6,5	3,3	5,0	5,8	6,9	6,5	4,6	7,2
	ROE	35,2	15,6	20,6	10,4	20,4	23,0	15,0	8,9	22,4
	FCF Yield (%)	6,6	n.a.	8,4	11,8	8,9	3,4	2,9	n.a.	4,1
	Dvd Yield	2,6%	2,4%	3,2%	4,6%	3,2%	2,4%	2,0%	1,4%	6,0%

Nota 1: Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado 2018e (Thomson Reuters). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias 2018e (Lighthouse)

Nota 2: No se incluyen datos de mercado para Scandinavian Brake Systems (Ticker: SBS.CO) al no existir consenso de mercado para 2018e y siguientes

## 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 su departamento es directivo, ejecutivo, asesor o miembro del Consejo de Administración del emisor y/o una de sus subsidiarias.
10. El Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., actúa en calidad de corredor del Emisor por los honorarios anticipados correspondientes.
11. El contenido de este informe ha sido revisado por el emisor con anterioridad a su publicación.
12. El emisor ha realizado cambios en el contenido del informe antes de su distribución.

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

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

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

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

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

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

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

### Histórico de recomendaciones

<i>Fecha Informe</i>	<i>Recomendación</i>	<i>Precio (EUR)</i>	<i>P. Objetivo (EUR)</i>	<i>Plazo validez</i>	<i>Motivo informe</i>	<i>Analista</i>
22-nov.-18	n.a.	12,68	n.a.	n.a	Inicio Cobertura	David López Sánchez