



Full Company Report

Reason: Initiation of coverage

6 March 2019

Buy

Recommendation unchanged

Share price: EUR **0.44**

closing price as of 12/03/2019

Target price: EUR **1.00**

Target Price unchanged

Upside/Downside Potential **127.3%**

Reuters/Bloomberg

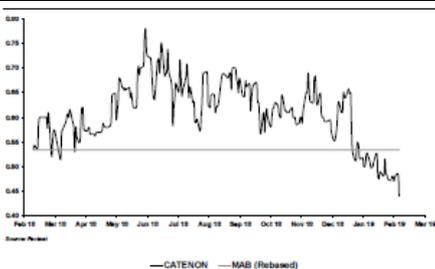
CATN.MC/COM SM

Market capitalisation (EURm)	9
Current N° of shares (m)	19
Free float	60%
Daily avg. no. trad. sh. 12 mth	25
Daily avg. trad. vol. 12 mth (m)	30.32
Price high/low 12 months	0.44 / 0.78
Abs Perfs 1/3/12 mths (%)	-11.65/-36.23/-22.81

Key financials (EUR)	12/17	12/18e	12/19e
Sales (m)	13	11	13
EBITDA (m)	1	2	2
EBITDA margin	11.2%	16.2%	17.6%
EBIT (m)	1	1	1
EBIT margin	4.2%	8.0%	11.2%
Net Profit (adj.)(m)	0	1	1
ROCE	9.6%	19.4%	27.3%
Net debt/(cash) (m)	4	1	0
Net Debt Equity	1.8	0.4	0.0
Net Debt/EBITDA	2.5	0.8	0.0
Int. cover(EBITDA/Fin.int)	5.3	(510.6)	(625.5)
EV/Sales	1.1	1.0	0.6
EV/EBITDA	9.5	5.9	3.5
EV/EBITDA (adj.)	9.5	5.9	3.5
EV/EBIT	25.3	12.0	5.4
P/E (adj.)	nm	18.5	8.8
P/BV	5.4	3.0	1.7
OpFCF yield	4.3%	17.5%	15.6%
Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%
EPS (adj.)	0.00	0.03	0.05
BVPS	0.12	0.18	0.28
DPS	0.00	0.00	0.00

Shareholders

Javier Ruiz de Azcárate Varela * 23%; Miguel Ángel Navarro Barquín 12%; José María de Retana 3%;



Analyst(s)

Eduardo Garcia Arguelles

eduardo.garciaarguelles@gvcgaesco.es

+34 914 367 810

Tecnología al servicio de la búsqueda global de talento

Cátenon (COM) es una multinacional española de base tecnológica dedicada a la búsqueda y selección global de profesionales. A través de su plataforma tecnológica in-house (UPICK), basada en la arquitectura del conocimiento e inteligencia del dato, puede localizar candidatos idóneos en cualquier parte del mundo, evaluarlos y presentarlos en real-time desde otros lugares mediante el uso de entrevistas técnicas filmadas. COM opera en más de 100 países (con un claro split entre actividades de venta/operación) y posee >2k clientes a nivel global. De hecho, aproximadamente, un 75% de las empresas del IBEX-35 son clientes suyos. COM cuenta con tres áreas de actividad: (1) Procesos de selección global (73,7% top-line18e), (2) soluciones llave en mano y RPOs para grandes cuentas (26,3%) y (3) Otros (resto, aún incipiente).

➤ **Empresa cada vez más acíclica.** El core driver de COM para su negocio altamente escalable no se corresponde con las magnitudes macroeconómicas de los países en los que está presente, sino con su tasa de rotación laboral (tiende a aumentar -pasando de una media de 5,6 años en 2016 a 2,3/2,4 para países avanzados en la actualidad- y con ella el mercado de búsqueda de personal cualificado). El mercado mundial comprende c.460bnUSD y registra un fuerte crecimiento (CARG+15/20%) explicado por el desarrollo económico, capacitación de los empleados y el déficit de profesionales cualificados en emergentes.

➤ **Uno de sus principales hándicaps, el control de WC en alto crecimiento.** El proceso para encontrar al candidato es como sigue: (I) captación y outsourcing con acceso al dato, (II) screening, filtrado/evaluación y (III) presentación de los candidatos. La facturación de la compañía se rige por el mismo patrón, periodificándose los pagos en 1/3 del importe contratado a medida que avanza en cada fase y con un período medio de pago de 60 días. Estimamos expansión tanto en procesos como en fee medio anual con CAR17/22e del +2,4% y +1,5%.

➤ **Saneamiento finalizado con éxito.** En 2012 tomaron la decisión de realizar un cambio en su modelo de expansión de modo que no se dependiera en demasía de la financiación exterior. Ello supuso una profunda reestructuración con una caída en su cifra de facturación de cerca del 26% y obteniendo EBITDA negativo en 2013 (-0,7mEUR). Se cerró una plataforma de consultores de operaciones que la compañía poseía localizada en Europa y se trasladó a India ya que el coste de un consultor/ingeniero indio es aproximadamente 10x menos que el de otro europeo. COM mantiene hubs por husos horarios en Pune (India), México D.F. y Madrid.

➤ **Valoración conservadora con potencial cercano al 130% en caso base.** Empleamos el método de DCF (WACC 16,3%, g 1,75%, EV/EBITDA y PER residuales del 4,7x y 4,5x con peso del 36%) para fijar nuestro PO de 1EUR/acc. sin tener en cuenta ampliaciones de capital o M&A futuro. Evaluamos diferentes escenarios en función del número de procesos, comisión, revenue managers y tasa de finalización para la variabilidad del PO (best/worst case).

➤ **Fórmulas imaginativas para afrontar las fuertes inversiones tecnológicas futuras.** COM podría firmar JVs con el fin de sufragar conjuntamente el capex. En términos recurrentes y sin considerar este hecho, estimamos que su capex/ventas se situaría en únicamente el 1% para años futuros. Con anterioridad, la ventaja competitiva del sector radicaba en la propiedad de sus propias bases de datos de candidatos. En la actualidad, la diferenciación en la selección de talento se explica por la selección del dato mediante big data e inteligencia artificial.

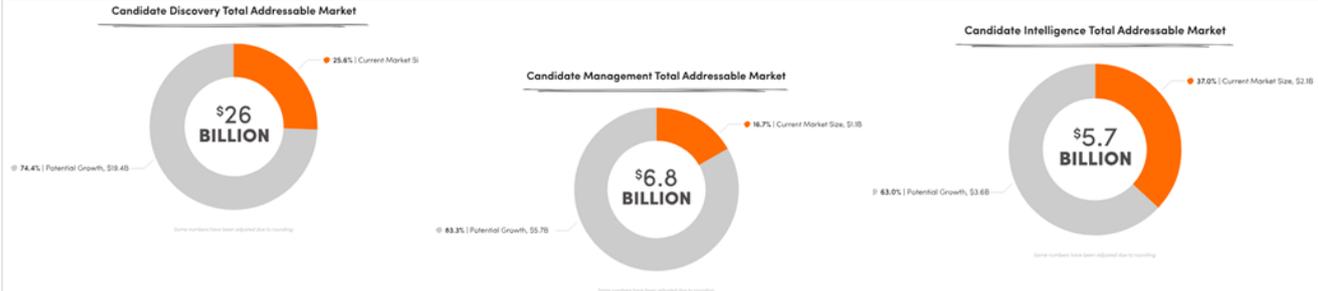


CONTENIDOS

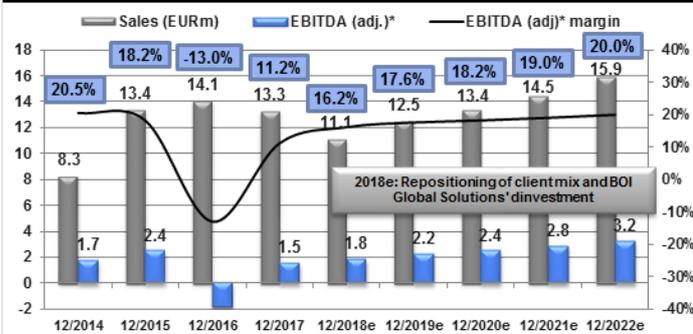
Investment Case en 7 gráficos	3
Investment Case: tecnología al servicio de la búsqueda global del candidato perfecto	4
Preguntas & Respuestas	9
Diagrama SWOT	13
Evolución estelar de la industria de búsqueda de talento	14
Segmentos de mercado de adquisición de talento	20
Aumentan las necesidades de encontrar el candidato perfecto a nivel global	22
El valor futuro de Catenon: la arquitectura del conocimiento	25
Principales pipelines de Catenon	27
¿Para qué es necesaria tecnología state-of-the-art en el mundo de la selección de personal?	28
El error como fuente de aprendizaje y transformación	29
Proposición de valor diferenciada basada en plataforma WEB ²	31
Matriz de evaluación de candidatos	33
¿Qué depara el futuro según Catenon?	34
Puntos transformacionales en la historia de Catenon	35
Resultados 9M18. Expansión sustancial de márgenes	40
Estimaciones 2017/22e. Apalancándose en inversiones ya materializadas	42
Top-line virando hacia el alto valor, favorecido por la fortaleza del recruiting	42
Opex: al servicio de la monetización de ingresos tras las ingentes inversiones realizadas	47
Sostenibilidad en la expansión de márgenes dada la escalabilidad del negocio	48
Intensidad de inversión en clara reducción, existen otras "fórmulas"	50
Generación positiva de FCF en aceleración	51
Priorizando la acertada gestión del circulante	52
Óptimo nivel de apalancamiento	53
Créditos fiscales pendientes de aplicación	56
Ausencia de dividendos por ahora, primando la sostenibilidad del negocio	56
Potencial actualización de su Plan Estratégico	57
Valoración	58
DCF 17/22e. Valoración caracterizada por su resistencia en diversos escenarios	58
Comparables: alta fragmentación de mercado y divergencia entre players	60
Evolución dispar del precio de la acción, aunque sensiblemente superior al índice en el largo plazo	65
Estructura de Capital. Con predominio de los socios fundadores	70
CdA. Mayoría de independientes	72
Riesgos potenciales	74
Anexo I. Descripción de comparables cotizadas	80
Anexo II. Principales KPIs operativos y financieros de las más relevantes peers cotizados	82
Anexo III. Clasificación de principales compañías de adquisición de talento a nivel mundial	88
Anexo IV. El poder de las redes sociales en nuestro tiempo	92
Anexo V, Tasa de paro en los países con mayor posicionamiento de Catenon	93
Anexo VI. Tendencias demográficas, top 30 de núcleos urbanos por población (1950/2025*)	95
Anexo VII. Activaciones de proyectos y descripción	96

Investment Case en 7 gráficos

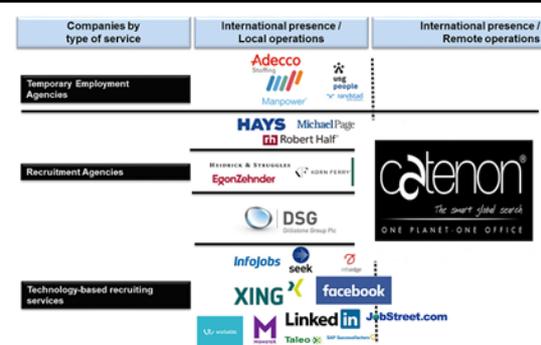
HIGH STRUCTURAL UPSIDE FOR THE MARKET.... CARG +15/20% is possible...



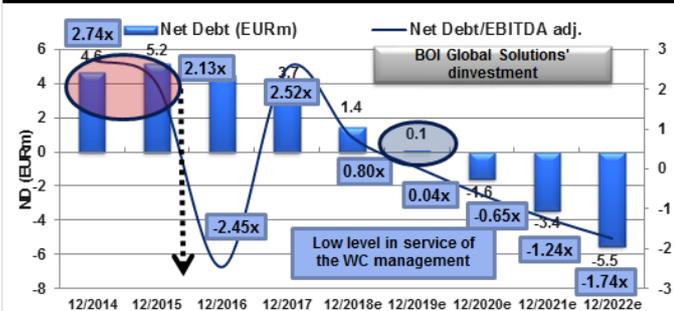
CATENON. TOP-LINE, EBITDA & PROFITABILITY



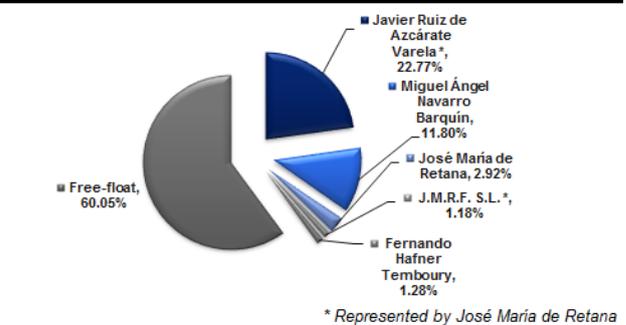
CATENON. POSITIONING MATRIX. LOCAL & GLOBAL MARKET



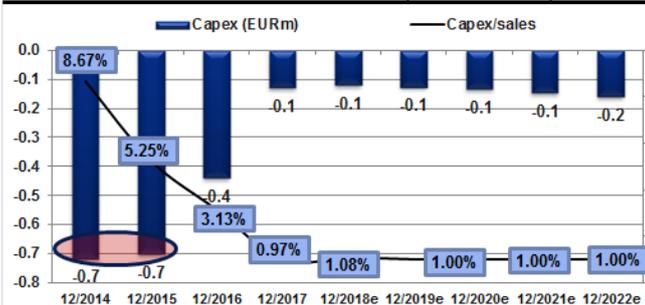
CATENON. HEALTHY & SUSTAINABLE LEVELS OF DEBT AFTER RESTRUCTURING



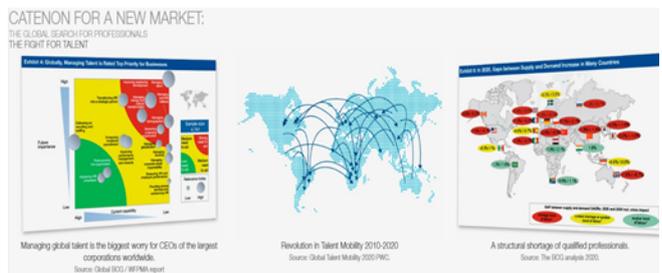
CATENON. CAPITAL STRUCTURE (2018, latest reported)



CATENON. REDUCED RECURRENT CAPEX/SALES (excl. Future M&A)



CATENON. VALUE PROPOSITION



Source: Catenon, 2017 The Starr Conspiracy & GVC Gaesco Beka

Investment Case: tecnología al servicio de la búsqueda global del candidato perfecto

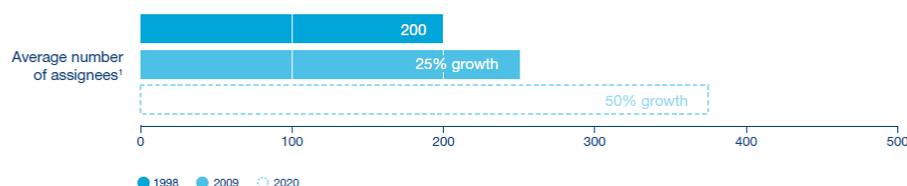
Estos son los principales puntos en los que se sustenta nuestro investment case,

- **Principales palancas de valor.** El principal activo de COM es su **actual y futura base de clientes altamente fragmentada** (generalmente en Europa con ninguno de ellos representando más del 10% de su facturación). A ello se une su capacidad de presentar candidatos que otros competidores no podrían, la separación de sus áreas de ventas (países donde los márgenes sean más atractivos) y producción (posicionamiento con fuerza laboral en áreas geográficas con bajos costes salariales) gracias a su plataforma desarrollada in-house (UPick), su experiencia global y la habilidad de presentar profesionales cualificados en cualquier parte del mundo en real-time. Gracias al fuerte grado de **conectividad** ya implementado por la empresa, ésta puede analizar a cualquier candidato globalmente. A ello se suman factores como el incremento demográfico esperado en algunos de los grandes núcleos urbanos en los que Catenon tiene operaciones (véase Anexo VI, Tendencias demográficas del top-30 de núcleos urbanos a nivel mundial 1950-2025).

El catalizador core de la industria se corresponde con el incremento de la **rotación laboral** y no con la tasa de paro (Anexo V, Tasa de paro en los países con mayor posicionamiento de Catenon). Gracias al mayor grado de penetración de internet, las ofertas ganan más visibilidad y surgen más candidatos a las mismas; todo ello en real-time. Esto junto con el mayor grado de cualificación, permiten una mayor rotación. Llegados a este punto, es importante reseñar que ello no tiene nada que ver con la tasa de desempleo, pues ésta engloba en algunos casos a una parte de la población que deja de buscar empleo activamente o bien que no lo encontrará.

Considerando el futuro, y poniendo como ejemplo el caso de EE.UU., en cuestión de 5 años el 48% de la población empleada ya no será por relación laboral tradicional sino que trabajará por proyectos a través de plataformas. En consecuencia, **las tendencias del mercado van por la adquisición de talento independientemente de si existe contrato laboral o no** (profesionales trabajando en varias compañías por proyectos).

The mobile population in large organisations is increasing

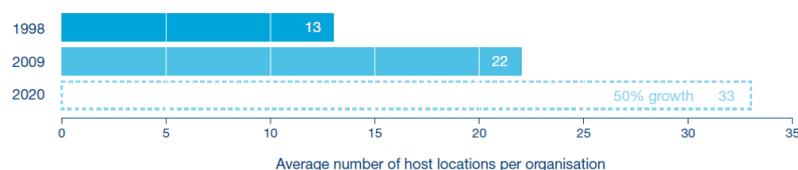


1. 2020 projection: As the business model of an organisation evolves from multinational to international to global—the assignee mix shifts accordingly (from 80% of assignees from HQ, to 60% from HQ to 40% from HQ). Assignee numbers continue to increase and the definitions of mobility have broadened—even with an increase in assignee numbers, costs may be flat due to changes in package design and focus on lower cost alternatives. Assignee type mix has evolved from 50% executive to 10% executive.

Source: PwC international mobility database—sample 900 companies

Companies are hosting assignees in more countries than ever before

The average number of host locations supported by a global organisation continues to rise



Source: PwC international mobility database—sample 900 companies

En el caso de Cátenon, la compañía está enfocada en los puestos de mayor valor. Ello implica perfiles altamente cualificados con una experiencia mínima de 5 años. El ciclo de empleabilidad de éstos no se correlaciona con los índices generales de desempleo de cada país.

Ello permite no sólo aumentar el número de procesos por la mayor rotación laboral (CARG17/22e +2,4%) sino también los honorarios medios de Cátenon en cada uno de éstos (CARG17/22e +1,5%) por su mayor complejidad, altos requerimientos y dimensión global. Estos dos KPIs, entre otros, permitirán asegurar a la empresa un sólido crecimiento de su división de Procesos & RPOs para grandes cuentas con CARG17/22e del +2,9% vs. +5% de proyectos llave en mano (división con márgenes medios inferiores).

- **Resolviendo la ecuación... ¿cómo buscar un candidato a lo largo y ancho del mundo por un consultor basado en otro lugar geográfico para presentarlo a un cliente en otra ubicación? Todo ello en real time.**

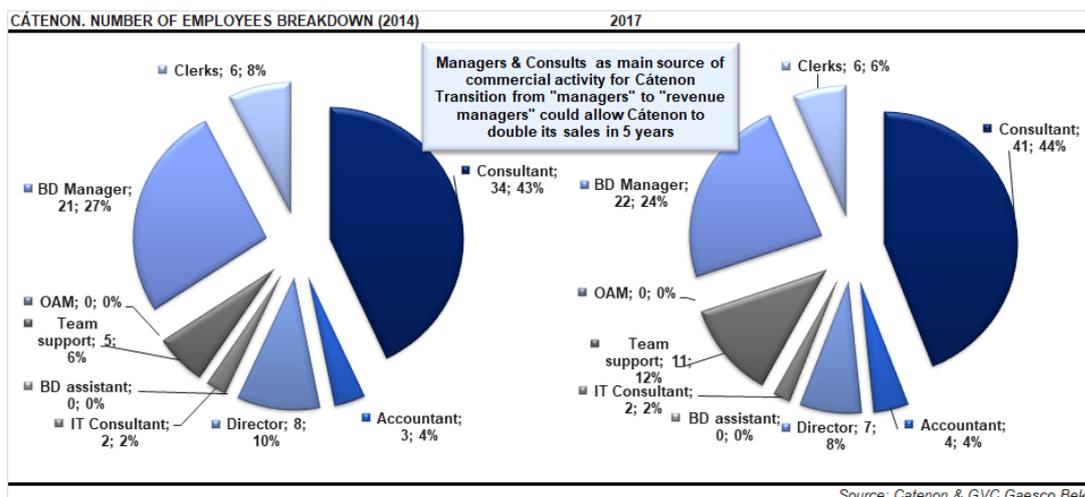
Con anterioridad, especialmente en los años 2000, el elemento más diferenciador entre empresas de similar tipología a Cátenon era la extensión de sus bases de datos de candidatos. En cambio ahora, ante el ingente volumen de información tratada, el sector debería poner el foco en la tecnología (de hecho, Cátenon fue la primera empresa del mundo en ofrecer a sus clientes entrevistas grabadas para la selección de candidatos) que les permita seleccionar el candidato más adecuado.

Cátenon propone un business case a su cliente, graba entrevistas a los candidatos (primera empresa del mundo en implementar entrevistas multimedia) con preguntas seleccionadas y realiza una matriz de experiencia funcional a cada candidato. Este proceso es completamente personalizable en función de los deseos de los clientes.

Un elemento en el que Cátenon difiere de sus competidores es en la inexistencia de especialistas por área funcional. Desde la empresa piensan que ello no es eficiente desde un punto de vista de costes y el propio cliente es quien mejor conoce su negocio. Sus competidores emplean a consultores supuestamente “especializados” en cada área funcional. Sin embargo, en gran parte de los casos y analizando los CVs de estos consultores, no podrían catalogarse como especialistas en dichos campos. El hecho de tener verdaderos especialistas no es posible por la propia estructura de costes de las firmas. Con todo, Cátenon optó por filmar la parte técnica de la entrevista laboral con cada candidato como parte del business case pactado con el cliente.

En el caso concreto de Cátenon, la empresa poseía en plantilla a cierre de 2017 de 41 consultores (+20,6% en período 2014/17) con cerca de una visita a la semana de éstos a clientes según la propia compañía. **El target del management en referencia a este punto entrañaría pasar de esa única visita a alrededor de cinco a la semana. Ello podría implicar, según Cátenon, duplicar sus ventas en un período de 5 años.**

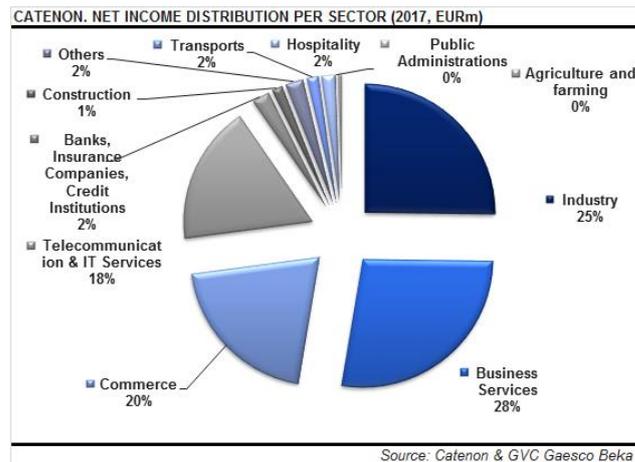
De acuerdo con el management, actualmente entre un 10/20% del tiempo de proceso se dedica a funciones de ventas, relación con el cliente y controles de calidad. En cambio, la ejecución/producción copan por ahora entre el 80/90%. Esta proporción, en nuestra opinión, tenderá a equilibrarse en favor de la comercialización una vez que la estandarización y eficiencias implementadas se materialicen en su totalidad.



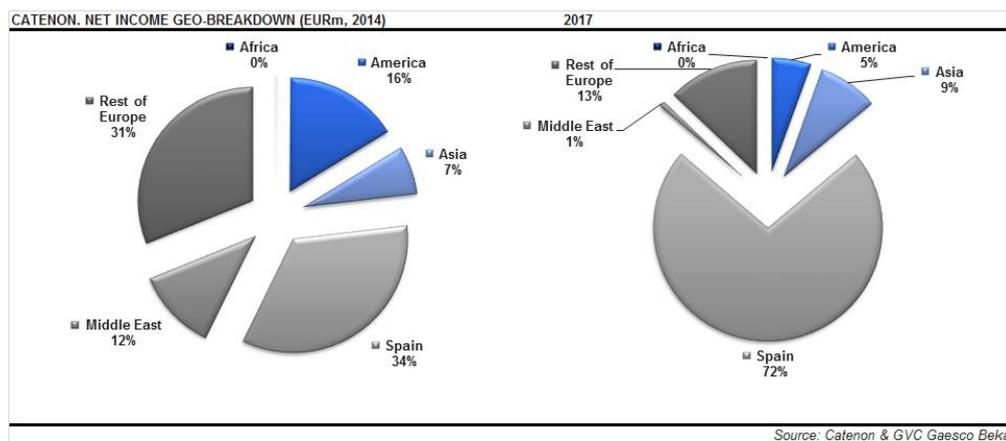
- **Óptimo time-to-market para Catenon (nativo digital).** Su propuesta de valor es diferencial frente a otros competidores y se basa en las siguientes ventajas competitivas: **(I)** Know-how para el tratamiento de millones de datos; **(II)** Retención de conocimiento dentro de la empresa; **(III)** Existencia de transferencia de comisiones entre oficinas para operaciones internacionales; **(IV)** Calidad homogénea a nivel mundial; **(V)** Información en tiempo real para el cliente; **(VI)** Resultados en informe multimedia online; **(VII)** Reducción del tiempo hasta la finalización de elección del candidato de hasta un 80% frente a otros players (máximo 20 días); **(VIII)** Separación de actividades de venta en países con honorarios altos de producción frente a países con costes laborales reducidos entre otras.
- **Saneamiento ya finalizado.** La reestructuración llevada a cabo por la compañía tuvo un cuádruple objetivo: (I) reducción del riesgo operativo de su modelo de negocio mediante el desapalancamiento junto con la generación de caja, (II) amplios recortes en coste de personal (-30,4% en 2012/17), (III) óptimo nivel de deuda que protege a la compañía no sólo de rigideces de circulante sino también de contracciones extremas en materia de CFOp y (IV) el afloramiento de valor para los accionistas.

La intensidad de capex fue elevada en Catenon durante el período 2014/16 suponiendo cash outflows medios de 0,6mEUR y 1,86mEUR acumulados en el período. Con la entrada en funcionamiento efectivo de la plataforma SMAPICK, y gran parte de las inversiones ya materializadas en años precedentes, los niveles de capex serán altamente reducidos (entre 0,12/0,2mEUR, capex/ventas en el entorno del 1% únicamente).

- **Amplia diversificación de su top-line tanto en materia geográfica como por actividad de sus clientes.** Actualmente no existe ningún cliente que suponga más del 10% de la facturación. El cliente más representativo de cara a su aportación a la cifra de ventas facturó c.500kEUR/anuales (6,1% del pipeline y únicamente el 4,5% top-line18e total).



Como se observa en los gráficos siguientes, Catenon realizó un **repliegue en lo que respecta a su expansión internacional** como parte del proceso de reestructuración comentado con anterioridad. De este modo, los ingresos del mercado doméstico pasaron de representar el 34% del top-line en 2014, al 72% en 2017 (incluyendo procesos internacionales).



- **A pesar de los resultados 9M18 en términos de ingresos, la compañía está enfocada a incrementar su rentabilidad.** Los resultados mostraron una aceleración en la caída de las ventas netas en el 3T18 explicada por la desconsolidación de los ingresos de la participada especializada en outsourcing, BOI Solutions (c.0,9mEUR ingresos 3T18e). Excluyendo dicho efecto, el top-line neto habría decrecido orgánicamente en el LFL c.-4,4% a/a est en el 3T18 estanco.

Se aprecia una mejora relevante del margen bruto tanto en el 3T18 como en los 9M18 como consecuencia de las medidas de eficiencia y reestructuración llevadas a cabo por la compañía; también la desconsolidación del negocio de BOI Solutions con márgenes muy limitados de entre el 2/4%. El catalizador más relevante para la expansión de márgenes vista (M. EBITDA 46,4%, +34,2 p.p. a/a en los 9M18) tuvo que ver con la decisión estratégica de la compañía de centrar sus actividades en los clientes más rentables, recurrentes y de menor riesgo comercial / operativo.

- **Con lo mejor por llegar...** Esperamos que Cátenon presente una actualización de su Plan Estratégico en el medio plazo. En nuestra opinión, éste se basará en los siguientes pilares para potenciar la extracción de ingresos,

- I. **B2B, Creación de valor en su core business de búsquedas de candidatos individualizadas a nivel global.** Éste posee por lo general un margen bruto cercano al 40% y se caracteriza por la compleja predictibilidad de los ingresos y menor recurrencia de los mismos. Adicionalmente, se da un alto coste de adquisición de clientes.

Manteniendo y potenciando su pipeline principal al ser el mayor generador de caja, esperamos que Cátenon opte por una estrategia de búsqueda de partnerships mediante licencias/franquicias locales que rebajen los riesgos que podrían suponer una expansión orgánica demasiado acelerada como acaeció en el pasado.

- II. **B2B, Outsourcing de Departamentos de Selección (RPO, Recruitment Process Outsourcing).** La recurrencia de los ingresos es mucho más elevada que en el caso anterior al tratarse de contratos de entre 2/3 años. Sin embargo, su margen bruto es frecuentemente menor (c.20%). La compañía ya inició este segundo pipeline en 2016 aunque en sus memorias anuales no descompone completamente la cifra de negocio generada en este ámbito.

Pensamos que Cátenon puede hacer valer la ventaja competitiva que suponen su ya desarrollada plataforma tecnológica UPick y sus hubs de operaciones tanto en Asia, América y Europa, ya que en este segmento la cercanía al cliente final y la capa de valor que aporta la tecnología del dato es vital.

- III. **Aprovechando la disrupción tecnológica.** Mediante la creación de JVs y/o participaciones cruzadas con empresas especializadas, Cátenon podría incrementar su know-how racionalizando capex simultáneamente. Estas colaboraciones pondrían el foco en el mejor uso del dato, la inteligencia artificial, biometría, algoritmos semánticos... Con todo, ambas empresas podrían beneficiarse de los canales de venta de Cátenon.

Aunque el mercado de adquisición de talento se podría clasificar como maduro según la curva del ciclo de vida de la innovación, no así las subcategorías que lo componen. Este es el caso de algunas de ellas como puede ser la de tecnología para la conexión con candidatos que clasificaríamos dentro de la “adopción temprana”.

LABOR MARKET . TECHNOLOGY ADOPTION LIFE CYCLE



Source: 2017 The Starr Conspiracy & GVC Gaesco Beka

Preguntas & Respuestas

Estas son las cuestiones más frecuentemente abordadas tanto por nosotros en la realización de este informe como por nuestros propios clientes,

- I. **¿Cuál es la fuente de ingresos fundamental para la compañía? ¿En qué consiste su modelo de negocio?** El top-line del core business de Catenon (B2B) se basa en el cobro de facturas a clientes periodificadas en función de las fases del proceso de selección del candidato ideal, para un puesto de trabajo global.

Las ventas contratadas anuales de la compañía se obtienen mediante los siguientes inputs: número de procesos (% de los mismos en cada una de las tres fases: búsqueda, presentación y elección final de candidatos) y honorarios medios. Éstos últimos suelen oscilar entre los 9k y 11k por proceso en función de su complejidad. La volatilidad de esta rama de negocio principal es elevada, pero también es la que posee un mayor margen bruto (c.40%).

- II. **La práctica de referrals (recomendaciones de amigos y otros profesionales) sigue resolviendo cerca del 75% de incorporación de profesionales en compañías españolas... ¿podría seguir expandiéndose perjudicando el modelo de negocio de Catenon?** A nivel mundial, el sistema de referrals opera cubriendo entre un 60% y 80% de los puestos disponibles. Por tanto, si el mercado total supone una cifra de negocio a nivel global de 60bnUSD (excl. referrals), el segmento de operación de Catenon se circunscribe a entre el 30% y 40% restante que contrata a empresas de búsqueda.

En consecuencia, por referencias personales aún se cubre c.70% de posiciones y el otro c.30% se consigue mediante la contratación de firmas de selección. Al ser cada vez más complejo el puesto de trabajo a cubrir, la tendencia natural implica una expansión del mercado de selección.

En cualquier caso, el peso del sistema por referencias está reduciéndose con el tiempo al ser menos eficiente ante el mercado laboral, especificaciones de los candidatos, volumen de información y puestos cada vez más complejos.

- III. **¿Transformación finalizada con éxito o queda más por hacer?** Pensamos que, aunque el proceso de reestructuración está prácticamente finalizado a todos los niveles (opex, capex, reposicionamiento del mix de ingresos, perfil crediticio,...) es hora de que Catenon maximice su monetización de ingresos en procesos globales y RPOs para grandes cuentas. Para ello fue clave el paso de managers tradicionales a "revenue managers" cuyas prioridades son la maximización de la obtención de ingresos, materialización de contratos con grandes empresas, incremento sustancial del número semanales de visitas a clientes,...

Por otro lado, con la puesta en funcionamiento de SMAPICK a finales de 2018 se revolucionarán los procesos internos de la compañía e incrementará sensiblemente la percepción de valor para los clientes finales. Ello unido a una cada vez más refinada gestión del conocimiento y la adición de nuevas tecnologías procedentes de JVs con tech partners (ej. colaboración en área de biometría) permitirán una extraordinaria mejora de la posición competitiva de Catenon.

- IV. **¿Qué proporción de la base de costes de la empresa es fija?** Consideramos que actualmente, la gran parte de los costes de Catenon son fijos dada la naturaleza de su core business B2B de captación de talento para clientes a nivel global. Si consideramos gastos de personal fijos (parte recurrente en fijos y variable en variables), el opex fijo total de la compañía oscilaría entre el 73/74%; siendo el resto variable, especialmente ligado a la evolución del negocio y por tanto de las ventas.

En consecuencia, y una vez llevadas a cabo gran parte de las inversiones necesarias en intangibles como la plataforma tecnológica SMAPICK y

reestructuración de costes, Cátenon está en una buena posición para potenciar al máximo la escalabilidad de su modelo de negocio de modo que, según nuestras estimaciones, cada EUR adicional de ingresos se transforme en al menos 0,7EUR de EBITDA.

- V. **¿Expansión internacional sostenible?** Años atrás y echando un vistazo a su Plan Estratégico de salida al MAB en 2011 podía observarse como la apertura masiva de oficinas a nivel internacional cobró un alto protagonismo (véase tabla adjunta). Sin embargo, el foco en la actualidad cambió con la atención puesta en la tecnología, el tratamiento del dato y optimización del proceso de industrialización del recruiting.

CÁTENON. INTERNATIONAL EXPANSION.

Offices	Country	Region	Opening Date	Number of Managers	Number of Consultants	Average number of searches	Average Fee (EURk)
Madrid	Spain	Spain	March-2000	6	8	225	10,500
Barcelona	Spain	Spain	January-2004	5	4	155	10,500
Amsterdam	The Netherlands	Rest of Europe	January-2008	1	1	18	19,500
Paris	France	Rest of Europe	July-2008	4	3	85	13,500
Copenhagen	Denmark	Rest of Europe	January-2008	0	0	0	-
Munich	Germany	Rest of Europe	January-2008	1	-	8	15,500
Hamburg (closed in 2015)	Germany	Rest of Europe	June-2010	-	-	-	-
Düsseldorf (closed in 2015)	Germany	Rest of Europe	November-2010	-	-	-	-
Warsaw (closed in 2015)	Germany	Rest of Europe	April-2011	-	-	-	-
Sao Paolo	Brazil	Americas	March-2010	0	0	2	6,500
Pune	India	Asia	July-2010	1	7	3	5,500
Dubai (closed in 2013)	Dubai	Middle East	April-2010	-	-	-	-
Mexico DF	Mexico	Americas	September-2010	3	2	54	14,800
Hong Kong (closed in 2013)	China	Asia	October-2011	-	-	-	-
Singapore	Singapore	Asia	July-2011	1	0	8	21,000
Istanbul	Turkey	Rest of Europe	November-2010	1	2	89	7,600
Rio de Janeiro (closed in 2016)	Brazil	Americas	September-2011	-	-	-	-
Riyadh	Saudi Arabia	Middle East	September-2013	0	0	2	10,300
Jeddah	Saudi Arabia	Middle East	December-2013	0	0	1	10,300
Mumbai	India	Asia	July-2010	5	9	170	9,400
Delhi	India	Asia	April-2017	1	0	7	7,500
TOTAL OFFICES (2018) = 15				2	3	55,1	11,600

Source: Cátenon & GVC Gaesco Beka. Latest information available

Por lo general, y de acuerdo a datos históricos reportados, las oficinas comerciales (entre 1 y 5 empleados y diferentes de las de producción) de Cátenon pueden llegar de media a conseguir el mandato de unos 200 procesos anuales de recruitment global una vez que están a pleno rendimiento (del quinto año en funcionamiento en adelante). Tenemos en cuenta este hecho para, en nuestras estimaciones, calcular la evolución del número de procesos totales a nivel de Grupo.

- VI. **¿Por qué la creación de JVs si Cátenon ya realizó los mayores esfuerzos de inversión en tecnología en el pasado?** En nuestras estimaciones actuales, no contemplamos ninguna componente de capex más allá de la orgánica. En sus resultados 2017, Cátenon mencionó que *“a lo largo de 2017 inició conversaciones para aliarse con un socio industrial –empresa de desarrollo e integradora de primer nivel– para desarrollar conjuntamente una plataforma de Adquisición de Talento sobre la base de SMAPICK; valorando la opción de lanzar la comercialización conjunta de una versión del mismo SMAPICK como SaaS-Cloud API. La nueva plataforma permitirá una mayor flexibilidad para desarrollar aplicaciones ad-hoc al cliente y soluciones 100% mobile”*.
- VII. **¿Cuál es el principal riesgo a nuestro modo de ver de la compañía?** La mayor fuente de incertidumbre para Cátenon y para sus accionistas podría decirse que se encuentra ya acotada y bien gestionada. El core business de Cátenon de procesos de selección y búsqueda de talento a nivel global es deficitario estructuralmente en lo que a circulante se refiere. Ello se explica por el sistema de pago en función de hitos hasta la finalización de la selección del candidato final. El proceso puede interrumpirse o retrasarse en función de las necesidades del cliente y otros factores

exógenos con el consiguiente perjuicio al CFOp de la compañía. ¿Cuáles son las medidas a tomar para aminorar este efecto?

- a. **Incremento del peso del pipeline RPOs con grandes cuentas.** Esta tipología de ingresos, aunque posee menores márgenes, son más recurrentes y pueden servir como amortiguamiento en caso de alta volatilidad de la actividad de procesos de selección global.
- b. **Mantener una estructura de deuda liviana** en la que la compañía sea completamente capaz de autofinanciar el circulante mediante su generación de caja.
- c. **Controlar los niveles de inversión gracias a su estrategia de JVs con tecnológicas/start-ups** de modo que no mermen demasiado el CFOp, o lleven hacia una expansión desmedida con un incremento brusco en el número de procesos que la compañía no estaría preparada para asimilar. De este modo, Cátenon pretende exportar el know-how y soluciones tecnológicas de otras industrias trasladándola a la suya propia.

VIII. **¿Existe un potencial riesgo de salida de papel?** Pensamos que la estructura de capital de Cátenon es estable aunque altamente fragmentada. Este último factor junto con la caída de sus acciones desde su salida al MAB (ampliación de capital por el 10%, 5mEUR brutos para financiar expansión, nuevas oficinas y desarrollos IT), hacen desde nuestro punto de vista a la empresa susceptible de ser opada en el medio/largo plazo.

Actualmente los fundadores ostentan una participación conjunta del 35,3% del capital y no pensamos que de momento vayan a reducir sus participaciones al estar fuertemente implicados en la gestión y ostentar los cargos de Presidente (Javier Ruiz de Azcárate) y CEO (Miguel Ángel Navarro) entre otros.

En nuestra opinión, en caso de producirse una oferta de un competidor, private equity u otro actor de mercado deberá contar con la luz verde de los fundadores por tratarse de personal clave para el correcto funcionamiento de la compañía y **ofrecerse una prima de al menos un 30% sobre nuestro precio objetivo en el caso base de 1EUR/acc.** En caso de no realizarse por la totalidad u ofrecerse un precio inferior sólo tendría un calificativo: “oportunista”.

Mencionar que a cierre de 2017, la autocartera de Cátenon ascendió al 0,26% del capital social de la Sociedad Dominante (48.364 acciones). Cátenon está llevando a cabo un **programa de buy-back** anunciado el pasado 28-Sept-2018 por un importe máximo de 300kEUR (461.538 acciones equivalentes al 2,46% de su capital). El número de acciones propias finalmente adquirido dependerá del nivel de cotización de Cátenon. La citada adquisición de acciones se podrá mantener durante 180 días desde el anuncio y este plazo podrá prorrogarse en 90 días adicionales. Actualmente, se ejecutaron alrededor de 230,2kacciones (12,3% del total) del programa de recompra (máximo 10% del capital social incl. autocartera con precio mínimo de 0,5EUR/acc. y máximo de 4EUR/acc.).

No esperamos la ejecución de ampliaciones de capital en el corto/medio plazo.

IX. **¿Planes de M&A futuro en el horizonte?** No pensamos que en estos momentos la estrategia de la empresa pase por una fusión y/o adquisición a gran escala dada la situación adversa que supone la caída del precio de sus acciones en los últimos años cuando lo mejor para Cátenon está por llegar. A priori y desde nuestro punto de vista un canje accionarial, consecuencia directa de un movimiento corporativo, no sería positivo para los accionistas históricos (aunque como todo depende de las condiciones finales de la operación y la potencial generación de valor futura).

Nos inclinamos más por la creación de JVs y partnerships tecnológicos que potencien el modelo de negocio actual de la empresa.

- X. **¿Está Catenon expuesta de manera significativa a la volatilidad de divisas?**
 Gran parte de los ingresos del Grupo están denominados en EUR. Por lo general, las filiales operan casi por completo en sus divisas locales siendo las más relevantes el real brasileño, lira turca, rupia india y peso mexicano. En cualquier caso, como se observa en la tabla el peso de las tres primeras divisas no es demasiado relevante en top-line y opex.

CATENON. THE MOST IMPORTANT CURRENCIES WEIGHTS.		
2018 estimates	Top-line	Opex
MXN	11,600,000	9,300,000
vs. EUR	533,000	427,000
% total	4.8%	4.6%
INR	44,000,000	43,000,000
vs. EUR	545,852	533,446
% total	4.9%	5.7%
SGD	141,000	49,000
vs. EUR	91,980	31,965
% total	0.8%	0.3%

Source: Catenon & GVC Gaesco Beka

En lo que respecta a capex y deuda, la única divisa en la cual se denominan es el EUR.

Véase apartado de Riesgos Potenciales, tipo de cambio.

- XI. **¿Existe un riesgo latente de incremento de gastos financieros para Catenon ante un potencial cambio en la política monetaria del BCE en 2019?** Nuestra respuesta a esta pregunta es clara y negativa. Las personas aprenden de sus errores y las empresas con un buen management también. Ese es el caso de Catenon que tras una situación traumática a consecuencia de un desmedido plan de expansión y elevada deuda pasó a ser fuertemente cautelosa con sus niveles de apalancamiento.
- A cierre de 2012, los gastos financieros netos representaron un elevado 53,8% del EBIT. Sin embargo, dada la fuerte expansión proyectada para años sucesivos junto con la reducción orgánica de deuda y su coste medio; estimamos que éstos únicamente representarán el 8,6% (neto) del EBIT20e.
- XII. **¿Tendrán las nuevas normas contables IFRS impacto en la compañía?** Catenon emplea para la elaboración de sus Estados Financieros las normas Spanish GAAP (no IAS). En consecuencia, y según el CFO de la compañía, no se prevé en el corto plazo la trasposición de la NIIF 16 al plan contable español.
- Por otro lado, el impacto de las NIIF15/9 aún no se conoce por no estar recogidas en el Spanish GAAP y no haberse dado la trasposición efectiva.

Diagrama SWOT

CÁTENON. SWOT ANALYSIS

Fortalezas	Debilidades
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Modelo de negocio acíclico dependiente de tasa de rotación laboral de personal cualificado ▪ Arquitectura del conocimiento avanzada ▪ Software y soluciones tecnológicas únicas y desarrolladas in-house ▪ Fragmentada base de clientes. Más de 2.000 clientes. Aproximadamente el 75% del IBEX-35 ▪ Coste laboral de área de operaciones reducido con outsourcing a países como India y México ▪ Dispersión geográfica y por sectores de su top-line ▪ Escalabilidad de su modelo de negocio ▪ Estabilidad de su núcleo accionarial con la presencia relevante de sus fundadores ▪ Saneada situación financiera ▪ Potencial estructural de la gestión de talento en el mercado laboral a nivel mundial. Crecimientos de doble dígito ▪ Ejecución en tiempo real del proceso de selección de candidatos ▪ Know-how en big data e inteligencia artificial ▪ Generación de caja y B. Neto positivo. Fase de ramp-up finalizada ▪ Auditor fiable (Mazars) ▪ Sector por el momento no regulado y altamente fragmentado ▪ Sin litigios legales a destacar ▪ Sin goodwill por el momento ▪ Separación entre venta y producción 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Alta volatilidad de su top-line ▪ Potenciales tensiones de circulante estructurales del sector ▪ Falta de músculo financiero y masa crítica ▪ Inexistencia de dividendo por el momento ▪ Parte de los procesos aún manuales pendientes de parametrización de requisitos ▪ Incorrecto time-to-market años atrás. Fallida internacionalización en 2012/13 ▪ Falta de Plan Estratégico cuantificado y publicado ▪ Baja liquidez y volumen negociado vs. compañías Continuo/IBEX. ▪ Negocio intensivo en capital
Oportunidades	Amenazas
<ul style="list-style-type: none"> ▪ JVs con tecnológicas para flexibilizar el capex ▪ Entrada en nuevos países mediante franquiciados ▪ Potencial target de M&A ▪ Expansión orgánica hacia otros segmentos de negocio ▪ Internacionalización en LatAm y países europeos mediterráneos ▪ Baja penetración aún en España de los mercados laborales en el ámbito digital ▪ Elevados múltiples pagados en histórico de operaciones de M&A del sector 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Limitaciones regulatorias de protección de datos personales ▪ Restricciones en el acceso al dato por parte de tecnológicas ▪ Potencial riesgo de overhang ▪ Riesgo de fluctuación de FX. Especialmente MXN, INR y SGD a consecuencia de la internacionalización ▪ Riesgo de tipos de interés ▪ Grandes competidores (Hays, Adecco, Heidrick&Struggles, Manpower, Robert Half,...) con mayor poder de fijación de precios y economías de escala ▪ Potenciales ampliaciones de capital si no generan el suficiente valor ▪ Dependencia del management y know-how de personal clave

Source: Catenon & GVC Gaesco Beka

Evolución estelar de la industria de búsqueda de talento

En el siglo XX, el mercado de búsqueda de candidatos para un puesto laboral se basaba en la tenencia de bases de datos propias de candidatos locales. De eso hemos pasado en la actualidad a una industria del dato y global caracterizada por la transformación digital tanto de las compañías como de los propios procesos de selección de personal. Con todo, el principal activo de las firmas, que eran antes sus bases de datos, es hoy una commodity.

La industria entró en una etapa de cambio sistémico en la cual cada vez es más complejo reclutar personal cualificado para las organizaciones. El cambio hacia un entorno digital está provocando, en paralelo, la necesidad por parte de las empresas de contratación de generaciones de talento inmersas en las nuevas tecnologías y la innovación realizándose de modo exitoso dichos cambios. Y esto no es fácil de encontrar.

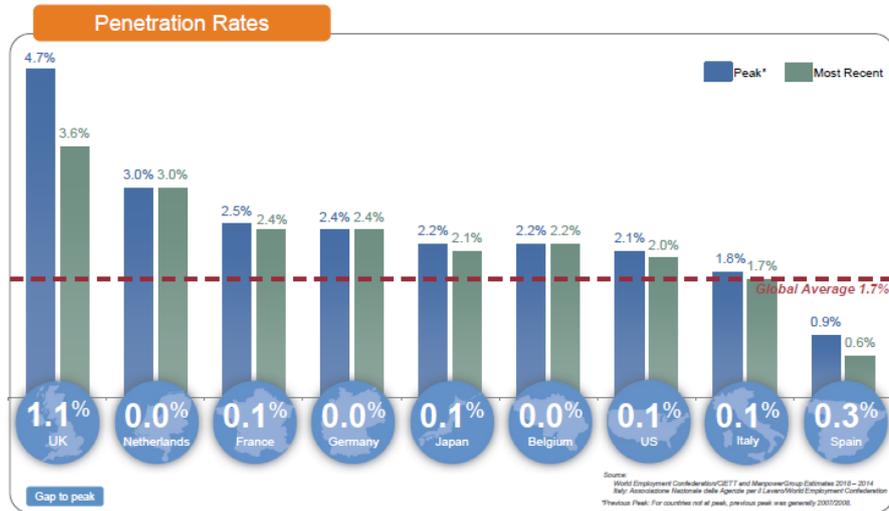
Talent acquisition: Percentage of respondents rating this trend “important” or “very important”



Deloitte University Press | dupress.deloitte.com

Según la XIX Encuesta Global realizada por PwC, el 73% de los CEOs que participaron se mostraron preocupados por la dificultad de encontrar colaboradores con las capacidades deseadas. Por otro lado, de acuerdo con el informe Tech City UK (2016), los puestos de trabajo ligados al segmento tecnológico crecen a un ritmo superior a las 2,8x vs. el resto de la economía.

Secular Trends Providing More Opportunity Globally



Favorable workforce trends are expected to drive penetration rates beyond previous peak levels

Source: Manpower Investors Presentation

Hasta ahora, podríamos afirmar que se dieron tres “eras” en lo que al área de recruitment se refiere en los pasados 30 años. En ellas se transformó la manera en que los reclutadores encuentran talento, tanto mediante soluciones in-house como de manera interna.

TALENT ACQUISITION. MAIN INDUSTRY CHANGES



Source: Third Republic & GVC Gaesco Beka

▪ La etapa analógica

Con este período de tiempo nos referimos al comienzo de los años 80 hasta los 90 tardíos. Las características básicas del recruiting estaban completamente definidas y gozaban de sobrada claridad. Gracias a los teléfonos, faxes y servicio postal como herramientas de comunicación y la prensa escrita como principal canal de sourcing (captación de candidaturas); los recruiters debían poner la atención en las relaciones personales como principal agregados de valor real a su cometido.

Las metodologías de sourcing se basaban en técnicas como la creación y gestión de bases de datos, construcción de una marca reconocida, el networking y headhunting.

▪ Período “Spray & Pray” –Rocía & Reza-

La segunda era del recruiting comenzó a finales de los 90 y se caracterizó por dos factores que confluyeron: (I) el avance tecnológico (internet & email) y (II) el abuso de dicha tecnología.

Con la proliferación y aumento de penetración de internet se creó una macrotendencia tanto desde el punto de vista de las agencias como in-house. Las comunicaciones interpersonales fueron suplantadas por bases de datos masivas, portales y bolsas de empleo, ingentes bases de datos de CVs online y una visión de las cosas más bien cortoplacista. Ello derivó en una corriente tanto de candidatos como reclutadores poco cualificados que abusan de la tecnología para enviar masivamente correos electrónicos a bases de datos e inMails no solicitados via LinkedIn.

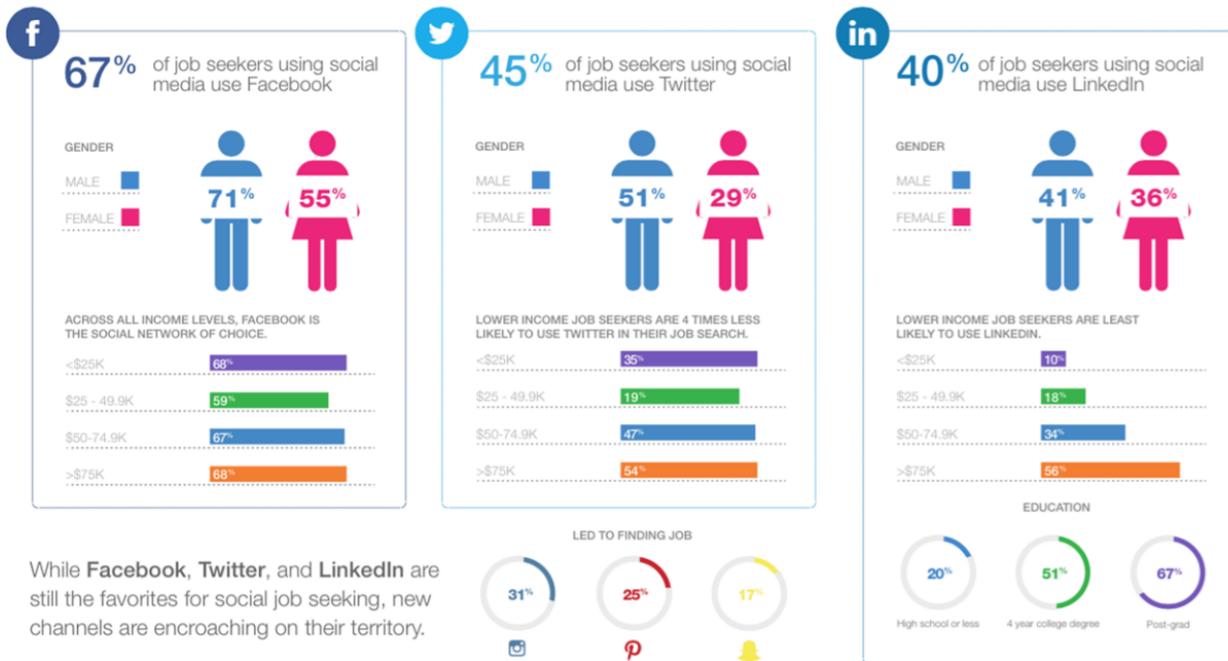
Esta aproximación “Spray&Pray” es menos efectiva aunque, qué duda cabe, que debido al alto volumen de comunicaciones enviadas, existía más probabilidad de encontrar un retorno. Por tanto, podría decirse que esta es la estrategia por defecto de las agencias.

Todo ello llevo a un claro declive en la percepción de la profesión de reclutador en esta segunda fase. De hecho, la reducción en el número de recruiters (especialmente in-house) tuvo un impacto negativo en las funciones de la contratación dentro de las propias organizaciones. Como consecuencia, gran parte de los recruiters –a excepción de unos pocos que no las emplean como primera opción- aprendieron estas “pobres técnicas” y llegaron a dominarlas. Fundamentalmente porque muchos de ellos pasaron de agencias “old school” a reclutadores internos en las propias organizaciones.

▪ La era digital, el renacer del recruitment

En esta nueva etapa se produjo un renacer de la profesión. En ella se conjugan los factores más positivos de la edad analógica (importancia de la relaciones interpersonales, networking,...) con el énfasis puesto en el one-to-one digital.

Con la transformación digital no sólo cambian las organizaciones sino también los propios profesionales cualificados en su forma de gestionar sus carreras, buscar trabajo e interactuar digitalmente con el resto de actores del mercado. Estos cambios en el comportamiento de los candidatos están afectando seriamente a la capacidad de los recruiters para captar talento de alta calidad puesto que sus estrategias válidas en anteriores eras quedaron desfasadas y son cada vez menos efectivas en un entorno altamente cambiante.

THE POWER OF SOCIAL NETWORKS IN OUR TIMES. JOBS SEEKERS TRENDS


Source: *theundercoverrecruiter.com* & GVC Gaesco Beka

¿Qué camino tomar dada esta situación? A medida que el paso a la era digital fue cobrando impulso, la reserva de talentos activos disminuyó significativamente en calidad y volumen. Este efecto se vio acelerado por huellas/perfiles digitales de fácil acceso y creación; produciéndose un claro cambio de mentalidad en el que la reactividad sustituyó a la proactividad a la hora de buscar trabajo. Como resultado, ahora hay menos personas que buscan trabajo activamente. Lo que subyace de todo esto es que el talento altamente demandado espera ahora que sean las oportunidades de carrera las que lo encuentren y no al contrario.

LinkedIn (anteriormente Monster como primer sustitutivo de captación de candidaturas) fue una vez una herramienta valiosa para el reclutamiento, pero este ya no es el caso. La gente que se desea contratar no usa la plataforma tanto como antes. De hecho, únicamente el 21% de sus usuarios se corresponde con lo que llamamos talento activo (empleo de LinkedIn al menos una vez al mes) mientras que el restante 79% es talento pasivo con menos de una entrada al mes. Cuando lo hacen, se enfrentan a una avalancha de ofertas de trabajo y mensajes irrelevantes por lo que se da un problema de filtrado. LinkedIn es parte de un problema más amplio. Las constantes notificaciones de empleo en todas las plataformas sociales están causando apatía y desensibilización hacia las oportunidades de carrera. Tal es la desilusión de los principales reclutadores, tanto internos como de agencias, que ahora se les podría considerar en algunos casos como una forma de spam. Como resultado, es probable que su público objetivo los esté ignorando.



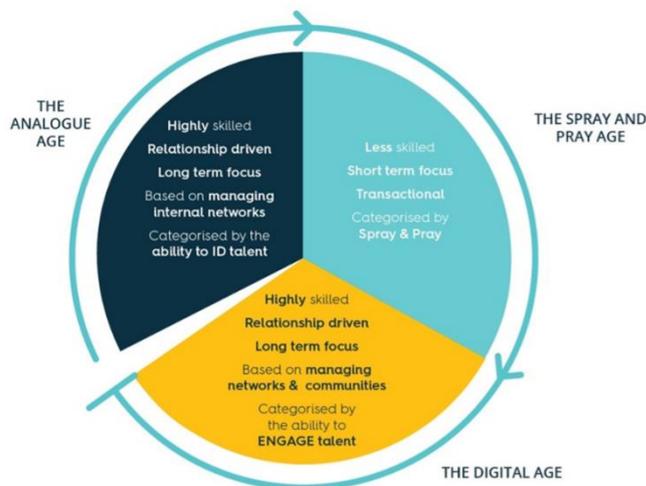
LINKEDIN. MAIN KPIs & DATA ENRICHMENT

Source: Quora, Ahmad Software Technologies & GVC Gaesco Beka

Como consecuencia, los candidatos pueden ser ahora más optimistas que antes ya que el eje de "poder" se desplaza hacia ellos. Actualmente, todas las empresas pueden tener la misma visibilidad a la hora de acceder a un grupo potencial de candidatos por si mismas. Y, además, a medida que las organizaciones se transforman digitalmente se crean perfiles laborales altamente demandados. El resultado neto es que la realidad actual es más compleja ahora que antes para los empleadores.

Estas tendencias están dando lugar a la aparición de dos perfiles de recruiter diferenciados: el anticuado reclutador de la segunda era (que no ha cambiado la forma de obtener talento en años) y el profesional de contratación moderno que está adaptando sus técnicas al valor que aportan las nuevas tecnologías.

RECRUITMENT's ERAS.



Source: Third Republic & GVC Gaesco Beka

A medida que se acerca la Era Digital, la clave para la adquisición de talento ya no es la capacidad de un reclutador para identificar a los candidatos, sino la forma en que se involucran y establecen relaciones con ellos.

Es la capacidad de un reclutador para construir y gestionar eficazmente comunidades de talento, tanto online como offline, lo que separa a los reclutadores más exitosos de la industria de los reclutadores transaccionales de la segunda era. Los reclutadores modernos también deben ser capaces de abrazar el arte de la venta a través de redes sociales (el proceso de desarrollo de relaciones a través de las redes sociales), y convertirse en campeones de marketing, con fuertes habilidades de escritura creativa unidas la capacidad y la disciplina para desarrollar una marca en línea fuerte para sí mismos y para su negocio. A ello se une la creación de un contenido excelente y que invite a la reflexión.

A medida que se hace cada vez más difícil encontrar, desarrollar o acceder a las últimas tecnologías, la necesidad de complementar el equipo interno de selección de talento con proveedores externos capaces de integrar soluciones digitales y de inteligencia del dato se hace cada vez más fundamental para llenar los vacíos de recursos ya que los nichos de mercado nunca fueron tan extensos.

CEOs plan to make changes to their people strategies as a consequence of the economic crisis

Regarding your people strategy, to what extent will you change your approaches to the following areas, as a consequence of the economic crisis?

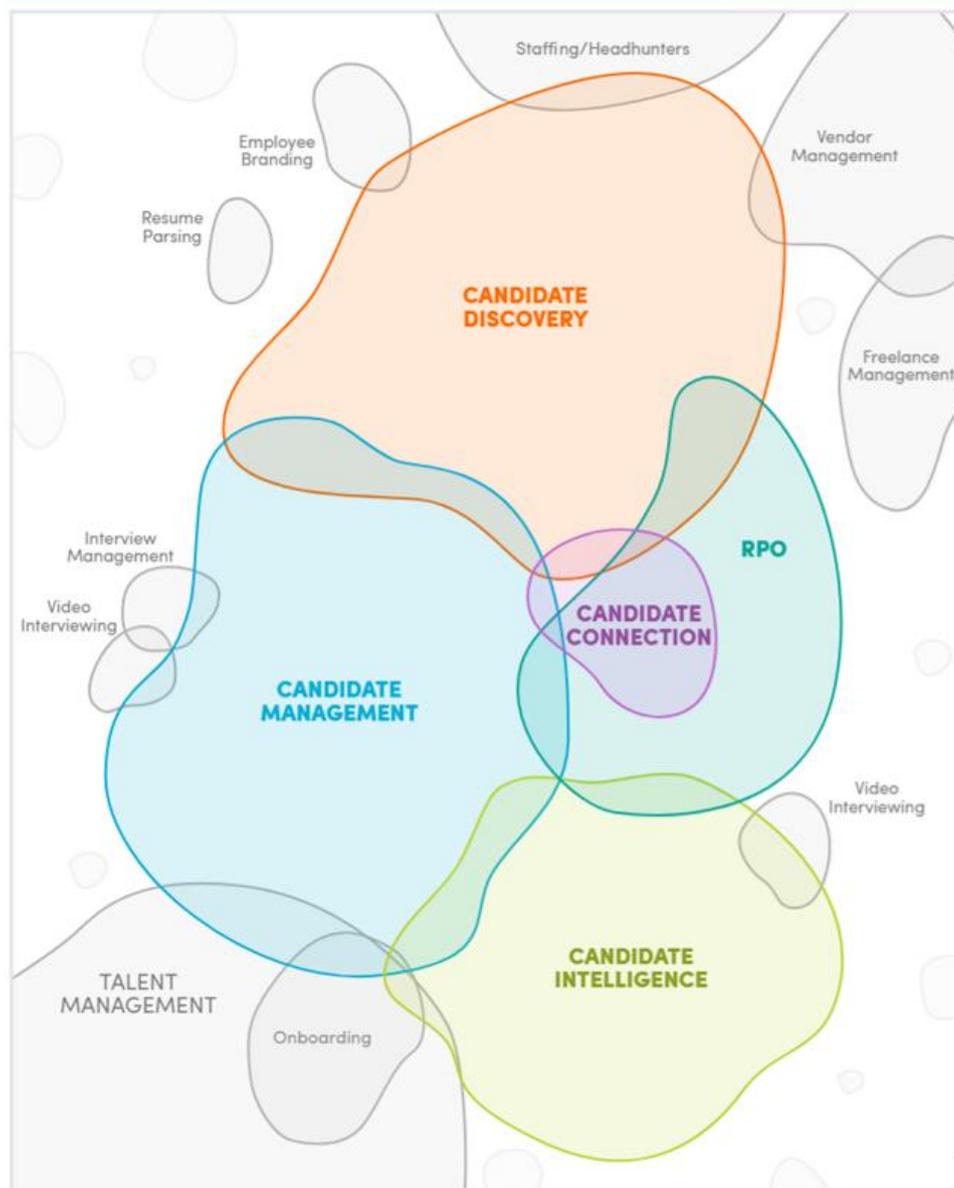


Base: All respondents (1,198)
Source: PwC 13th Annual Global CEO Survey

Segmentos de mercado de adquisición de talento

Comenzamos este apartado con un gráfico muy ilustrativo sobre el complejo mercado de adquisición de talento. En las burbujas del mismo se puede ver de un vistazo rápido los tamaños por segmentos que lo componen y la interrelación entre ellos en nuestros días.

TALENT ACQUISITION. MARKET MAP



Source: 2017 The Starr Conspiracy & GVC Gaesco Beka

En el caso de Cátenon está o lo estará en futuro, posicionado en todos los segmentos de mercado. Pasamos a describir cada una de las subcategorías expuestas en el gráfico.

Las que poseen un mayor potencial a nuestro modo de ver...

- **Descubrimiento de candidatos (ej. LinkedIn).** Actualmente existen más canales que nunca para encontrar candidatos. Por tanto, esta categoría continuará

creciendo a buen ritmo. La gran pregunta es si alguien podrá hacer frente a la enorme inversión materializada que empresas como LinkedIn o Indeed están acaparando.

- **RPO (Recruitment Process Outsourcing, ejemplo Cielo).** Las compañías cada vez están externalizando en mayor medida el ámbito de la adquisición de personas/talento ya que encuentran que el equilibrio entre costes razonables y previsibilidad es positivo a sus intereses. Las organizaciones especializadas están adquiriendo habilidades y tecnologías state-of-the-art de reclutamiento para reforzar su posicionamiento.
- **Inteligencia ligada a los candidatos (ejemplo SkillsSurvey).** Las entrevistas poco estructuradas son unas de las formas menos fiables de evaluar y seleccionar a un candidato. Especialmente en el ámbito de las evaluaciones, hay una gran oportunidad de mercado en esta área. Las empresas especializadas están desarrollando métodos propios innovadores para ello.

Los subsegmentos menos atractivos por ser ya maduros o encontrarse en contracción son,

- **Gestión de candidatos (ejemplo Lever).** Completamente necesario para los clientes de las empresas de recruiting. Aunque los CRMs deberían ayudar en esta área, ninguna compañía hizo el trabajo necesario para diferenciarse en la subcategoría.
- **Soluciones nicho.** Hace unos años existía, una multitud de soluciones basadas en entrevistas de vídeo. En cambio, ahora esto evolucionó de modo que se añadió nativamente a las plataformas de gestión de candidatos. Consideramos que esta tipología de herramientas pueden ayudar al éxito de las empresas especializadas pero nunca constituirlo en sí mismas.

Vemos potencial en...

- **Conexión con candidatos.** La manera en la cual se conecta con el candidato y la experiencia con el mismo se está convirtiendo en un factor diferencial dentro del sector ante el ingente flujo de información y comunicaciones.
- **Gestión de proveedores.** Los recursos humanos están empezando a asumir una mayor responsabilidad en la gestión total de la fuerza de trabajo, incluido el personal temporal y contratado. Esto significa que la adquisición de talento necesita soluciones para gestionar los contratos de personal de todo tipo.
- **Existencia de nuevas arquitecturas laborales.** Nos referimos a contratos flexibles por objetivos o proyectos.
- **Onboarding.** Fijar el hand-off entre reclutamiento y recursos humanos es crítico para la experiencia del candidato y las soluciones de integración, tanto autónomas como las que se incorporan como parte de un suite. Ello puede ser una parte estratégica que se englobará dentro del propio proceso de adquisición de talento.

Aumentan las necesidades de encontrar el candidato perfecto a nivel global

El mercado del que hablamos comprende cerca de 450bnUSD a nivel mundial y registra un fuerte crecimiento (CARG de entre un +15/20%). No sólo por un mayor reclutamiento de personal y expansión hacia mercados emergentes: sino también por los cada vez más complejos requerimientos de los candidatos / clientes junto con el exceso de información existente. En la página 24 puede observarse una relación entre el mercado actual y potencial por segmentos.

TALENT ACQUISITION MARKET PER SEGMENT. ACTUAL & ADDRESSABLE MARKET			
EURbn	Current Market	Addressable Market	Potential Growth
	Size	Size	
TOTAL MARKET - Talent Acquisition	21	74	252.4%
Candidate Discovery Market	6.7	26	288.1%
Candidate Management Market	1.1	6.8	518.2%
Candidate Connection Market	0.15	1.1	633.3%
Candidate Intelligence Market	2.1	5.7	171.4%
RPO Market*	3.8	11	189.5%

Source: 2017 The Starr Conspiracy & GVC Gaesco Beka

* Recruitment Process Outsourcing

Los players de la industria (Michael Page, Robert Half, Hays, Heidrick & Struggles o Korn/Ferry International) se constituyeron generalmente entre los años 50 y 80 en un entorno en el que prácticamente no existía movilidad de ejecutivos a nivel global debido en parte a la lealtad vitalicia a la empresa.

En cambio, las tornas cambian si consideramos el horizonte 2020. En múltiples estudios consultados, todos coinciden en esta afirmación: "Existe un déficit de profesionales cualificados a nivel mundial". La oportunidad de mercado surge al existir emplazamientos de déficit y superávit de profesionales cualificados. Un ejemplo de esto sería la gestión global de talento de Telefónica ya que en el caso de los UX designers (especialistas en user experience) los mejores radican en Finlandia.

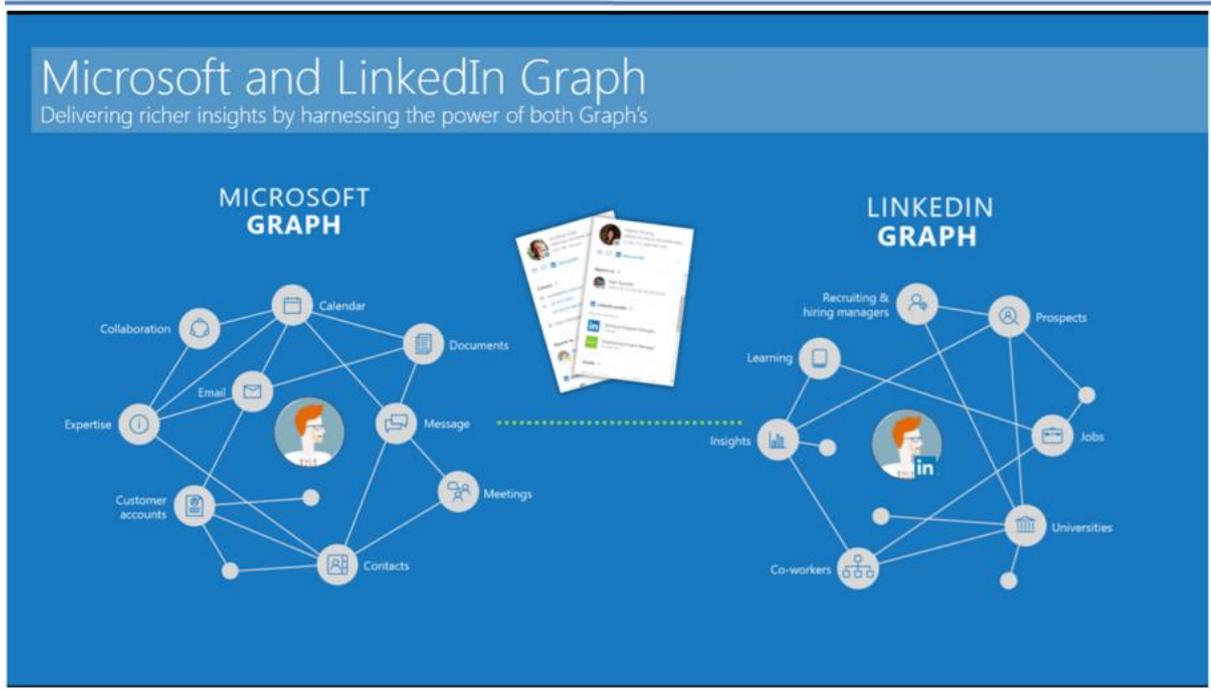
Strong Market Growth Fundamentals



Source: Manpower Investors Presentation

Microsoft pagó 24,5bnUSD en 2016 por LinkedIn (EV/ventas 7,6x, EV/EBITDA 73,3x) y ese valor se basa en los datos aparejados a los perfiles profesionales de sus más de 500m de usuarios en 2018 (vs. 25m de 2008). A primera vista esto no tiene demasiado valor pero, en el caso de Catenon, factura una media de 11kEUR por búsqueda por lo que el valor de los CVs no es despreciable.

MICROSOFT. LINKEDIN's INTEGRATION



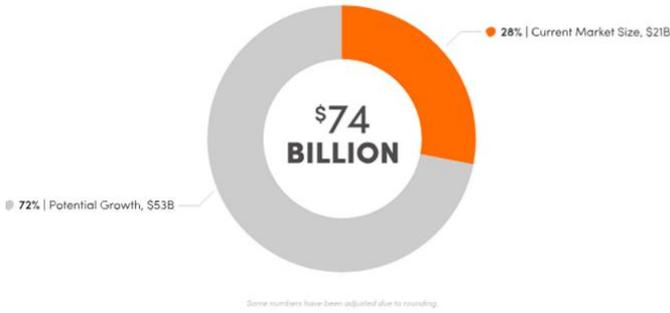
Source: jijitechnologies.com & GVC Gaesco Beka

Cabe reseñar que ninguna tecnológica (SAP, Microsoft, Oracle,...) adquirió una firma tradicional (Hays, Michael Page,...) sino que compraron plataformas de talento de base tecnológica como fue el caso de LinkedIn, Success Factors o Peoplesoft.

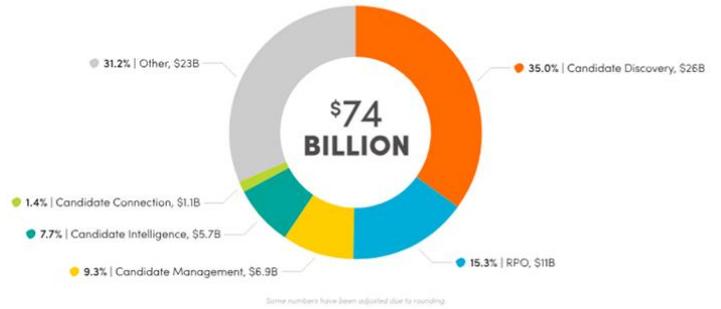


TALENT ACQUISITION MARKET PER SEGMENT. ACTUAL & ADDRESSABLE MARKET

Talent Acquisition – Total Addressable Market



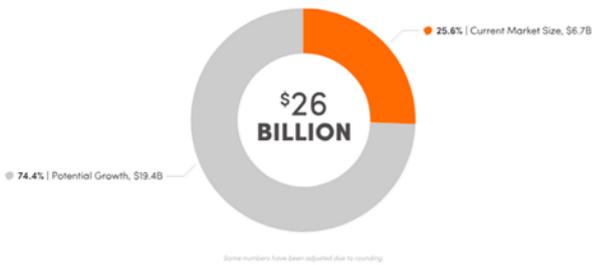
Talent Acquisition – Total Addressable Market



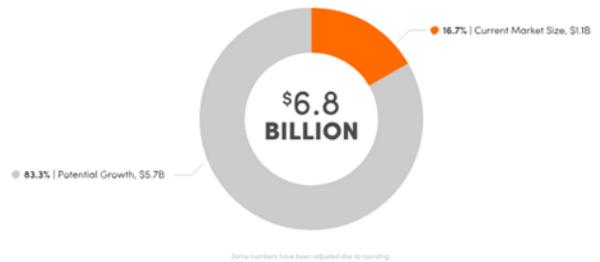
Source: 2017 The Starr Conspiracy & GVC Gaesco Beka

TALENT ACQUISITION MARKET PER SEGMENT. ACTUAL & ADDRESSABLE MARKET

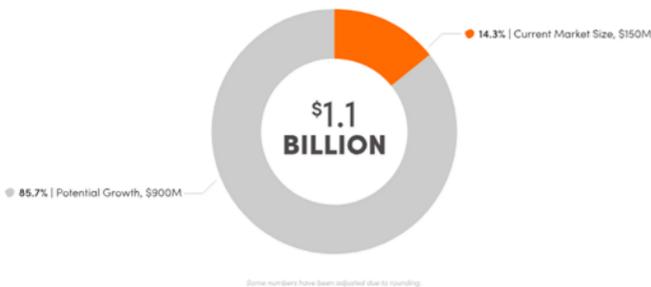
Candidate Discovery Total Addressable Market



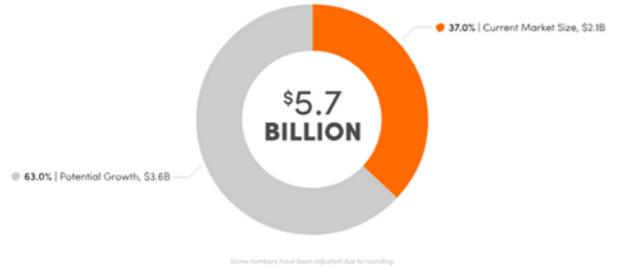
Candidate Management Total Addressable Market



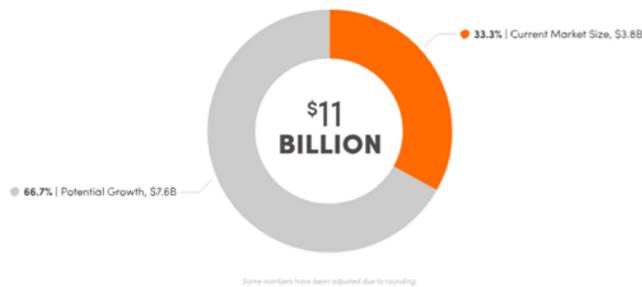
Candidate Connection Total Addressable Market



Candidate Intelligence Total Addressable Market



RPO Total Addressable Market

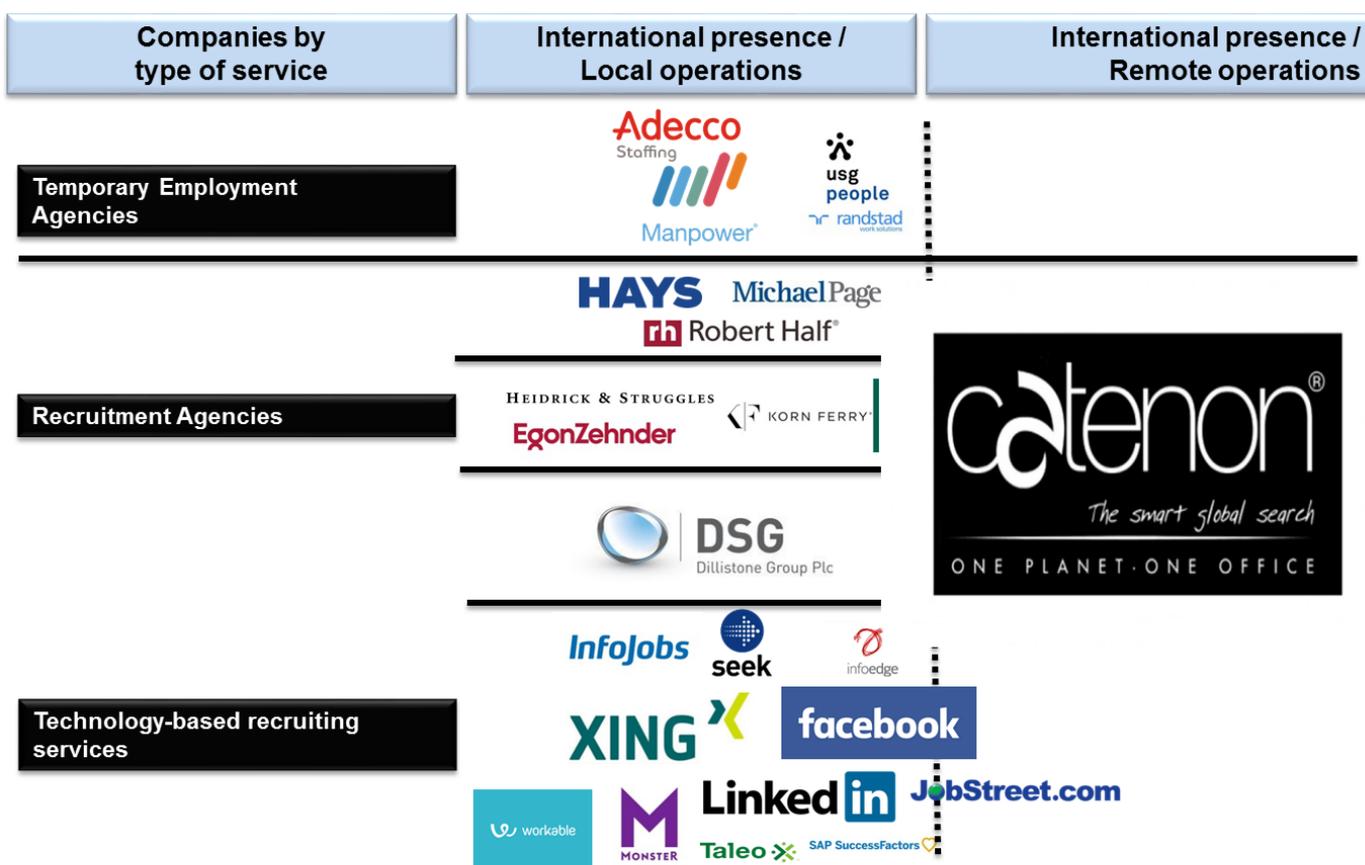


Source: 2017 The Starr Conspiracy & GVC Gaesco Beka

El valor futuro de Catenon: la arquitectura del conocimiento

El modelo disruptivo de Catenon, empresa fundada en 2000, se basa en la deconstrucción de la industria de selección de personal para distintas empresas, mercados y funciones. La empresa realizó operaciones en más de 100 países de los 5 continentes. A continuación se muestra la matriz de posicionamiento de la compañía,

CATENON. POSITIONNING MATRIX. LOCAL & GLOBAL MARKET



Source: Catenon & GVC Gaesco Beka

Hemos segmentado el mercado en función del servicio prestado para simplificar; en cambio, como se vio con anterioridad las distintas áreas del mismo son más complejas de clasificar. En cualquier caso, estas son las principales características de la segmentación expuesta en la matriz,

- I. **Empresas de trabajo temporal (ETT).** Se trata de compañías con regulación jurídica específica que cubren las necesidades de personal de sus clientes mediante “**contratación de puesta a disposición**”. Es decir, el vínculo laboral del profesional es con la ETT y no con la empresa cliente.
- II. **Empresas de búsqueda y selección de profesionales.** Son compañías que buscan, seleccionan y evalúan candidatos del mercado capaces de cubrir un puesto de trabajo dentro de la empresa cliente. Ello incluye los denominados “headhunters”, selección de anuncios,...

Se caracterizan por buscar y seleccionar un perfil de empleado mucho más cualificado (habitualmente perfiles técnicos o de management). Por tanto, la inversión en la búsqueda de este tipo de perfiles suele ser mayor por parte de la empresa cliente. Adicionalmente, las exigencias en la calidad del servicio son mucho mayores ofreciendo consultoría de alto valor añadido.

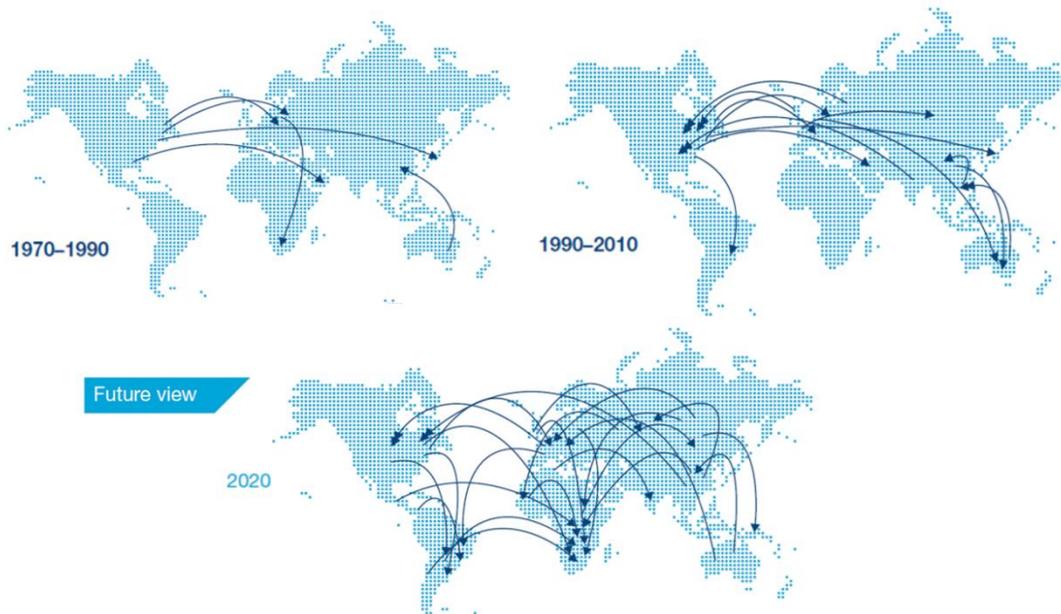
- III. **Empresas o plataformas tecnológicas para el reclutamiento.** Por un lado comprende a los job sites, networking profesionales,... así como los softwares que facilitan el proceso de reclutamiento a las empresas clientes. Adicionalmente surgieron otro tipo de compañías desde el año 2000 como Catenon que potenciaron la componente tecnológica siempre en el ámbito de los recursos humanos.

Diferenciación de actividades en los ámbitos local y global. Se refiere, en el caso de la primera, a las empresas cuyas búsquedas en una oficina concreta son en más de un 70% realizadas en el mismo mercado en el que se ubica. En el ámbito global, más de un 50% de las ventas se ejecutan en mercados distintos de su localización.

La oportunidad detectada por la empresa que constituyó en sí misma el germen del modelo de negocio de Catenon tuvo que ver con la situación del mercado en el período de **1970/90**. Durante estas décadas, se desarrolló la expatriación fundamentalmente desde EE.UU y Europa como principal método de abastecimiento de profesionales cualificados a nivel mundial. Ello se explicó por la coincidencia de mercados donde se generaba el management, el capital e inversiones hacia el extranjero.

Más allá de ese período (**1990/2010**) se dieron los primeros síntomas de necesidades de movilidad de profesionales cualificados a nivel mundial; efecto que se vio acelerado por la entrada de los emergentes. Con todo, se produjo una traslación del eje siendo Asia el mayor poseedor de capital y tenedor de deuda pero sin management. Por tanto, esta región geográfica fue altamente demandante de capital humano invirtiendo simultáneamente en África, Europa y LatAm captando management foráneo.

TALENT ACQUISITION, Three eras of international assignments



Source: PwC & GVC Gaesco Beka

Principales pipelines de Cátenon

Estos son los pilares que potencian la extracción de ingresos en el caso de Cátenon,

- **INCOME1 (73,7% del top-line 2018e de Cátenon). B2B, Creación de valor en su core business de búsquedas de candidatas personalizadas a nivel global.** Éste posee por lo general un margen bruto cercano al 40% y se caracteriza por la compleja predictibilidad de los ingresos y falta de recurrencia de los mismos. Adicionalmente, se da un alto coste de adquisición de clientes.

Manteniendo y potenciando su pipeline principal, al ser el mayor generador de caja, esperamos que Cátenon opte por una estrategia de búsqueda de partnerships mediante licencias/franquicias locales que rebaje los riesgos que podría suponer una expansión demasiado acelerada como acaeció en el pasado.

- **INCOME2 (26,3%). B2B, Outsourcing de Departamentos de Selección de Personas (RPO, Recruitment Process Outsourcing).** La recurrencia de dichos ingresos es mucho más elevada que en el caso anterior al tratarse de contratos de entre 3/4 años. Sin embargo, su margen bruto es frecuentemente menor (c.20%). La compañía inició este segundo pipeline en 2016 aunque en sus memorias anuales no descompone la cifra de negocio generada en este ámbito. Actualmente la compañía tiene 14 proyectos en marcha; generalmente Cátenon requiere entre 6/9 meses para cerrar esta tipología de acuerdos. Compañías especializadas en trabajo temporal entre otros segmentos como Hudson decidieron dar un giro hacia esta área por la recurrencia antes mencionada de sus ingresos.

El objetivo de Cátenon no se corresponde con suponer una amenaza para los actuales Departamentos de Talent Acquisition internos de las compañías cliente sino colaborar con ellos por su componente tecnológica, gestión del conocimiento, track-récord y su dimensión global. Así los puestos directos y con altos requisitos retroalimentan también al INCOME¹. Por otro lado, en este segmento puede construirse una cartera de consultores que, en un futuro, podrían pasar a ser managers de Cátenon. Pensamos que Cátenon puede hacer valer la ventaja competitiva que suponen su ya desarrollada plataforma tecnológica UPick y sus hubs de operaciones tanto en Asia, América y Europa ya que en este segmento la cercanía al cliente final es vital.

Finalmente destacar que las compañías cotizadas posicionadas en el segmento RPO generalmente cotizan con una prima (es el caso de Adecco o Manpower) respecto a otras únicamente especializadas en ETT (generalmente con descuento; como ejemplos Randstad, Adecco, Manpower, Page Group...) o recruiters puros.

- **INCOME3. Aprovechando la disrupción tecnológica.** Mediante la creación de JVs (Talent Hackers) y/o participaciones cruzadas con empresas especializadas y socios industriales/tecnológicos (que tengan capacidad de aportar cerca del 110% del capex ligado a tecnología y desarrollo), Cátenon podría incrementar su know-how y capacidades tecnológicas racionalizando capex simultáneamente. Estas colaboraciones pondrían el foco en el mejor uso del dato, la inteligencia artificial, biometría,... Con todo, ambas empresas podrían beneficiarse de los canales de venta de Cátenon.

Esta línea de ingresos es aún incipiente y no aporta al top-line de la compañía.

¿Para qué es necesaria tecnología state-of-the-art en el mundo de la selección de personal?

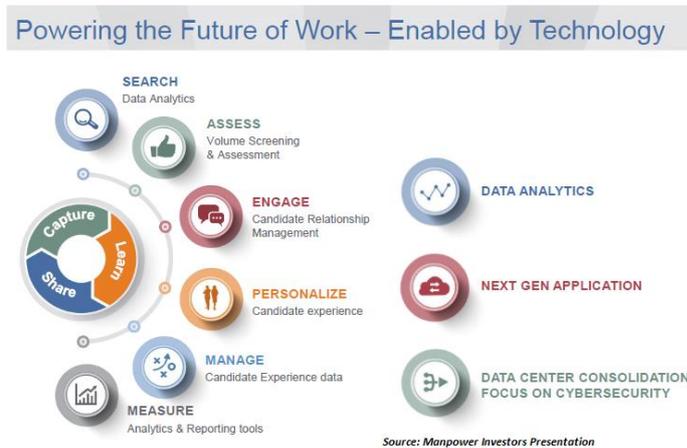
La búsqueda del candidato adecuado exige tecnología que emplee big data e inteligencia artificial lo que supone una **relevante intensidad de inversión** especialmente en los estadios iniciales. De hecho, Catenon fue la primera empresa del mundo en ofrecer a sus clientes entrevistas grabadas para la selección de candidatos y así poder presentarlos a sus clientes desde diferentes partes del mundo.

Para el proceso de filtrado posterior (screening), Catenon emplea una plataforma in-house (UPick) industrializando el servicio. Una vez ejecutado el proceso, se emplean de nuevo las tecnologías para la conectividad entre candidato y cliente.



Source: Catenon & GVC Gaesco Beka

En la cadena de producción del servicio de Catenon existen dos funciones críticas: **venta y operaciones** siendo la **primera compañía del sector capaz de separar ambas funciones**. Generalmente, la parte de ventas se encuentra cercana al cliente de manera que asume la relación con él y recopila el briefing o requerimientos técnicos del mismo. Una vez que se implementan esas especificaciones en la cadena de producción, unos consultores certificados y localizados en distintos emplazamientos (especialmente en India) ejecutan el proceso según las especificaciones del ingeniero en relación con el cliente. Todo ello analizando previamente la carga de trabajo por cada uno de los consultores y su disponibilidad.



Las especificaciones y requerimientos se presentan en tiempo real y se determinan los canales más idóneos para la búsqueda del candidato. Llegados a este punto, surge un concepto clave: **la arquitectura del conocimiento** (cerca del 80% del track-récord adquirido con clientes se reutiliza en otros procesos). Aquí reside el valor futuro de Catenon (no únicamente en el proceso de búsqueda) de modo que mejora la eficiencia a medida que se incrementa el volumen facturado. Este conocimiento generado en cada uno de los procesos se reutiliza. Un ejemplo de conocimiento a reciclar sería el de una compañía target para un determinado sector que ya se testeó y que posee el mejor capital humano para un determinado proceso de selección.

Las empresas o clientes de Catenon lo que buscan es eliminar las complicaciones que trae consigo la existencia de muchos proveedores de modo que se concentre la actividad en un único partner. Para ello, éste debe proporcionarle múltiples capas de valor. En el caso de Catenon, todas ellas se juntan en una plataforma tecnológica compleja (SmartPick).

El cliente de esta industria tiene una media de 46 años, básicamente un cliente analógico. En cambio, el que sustituirá al directivo es reemplazado por alguien entre 30/35 años que es en su mayoría digital. El modelo de compra del cliente varía sustancialmente en ambos casos. De tal modo, Catenon intenta aprovechar el **time-to-market** que surge por este efecto.

El error como fuente de aprendizaje y transformación

En 2012 tomaron la decisión de realizar un cambio en su modelo de expansión de modo que no se dependiera en demasía de la financiación exterior. Ello supuso una profunda reestructuración con una caída en su cifra de facturación de cerca del 26% y obteniendo EBITDA negativo en 2013 (-0,7mEUR). Se cerró una plataforma de consultores que la compañía poseía localizada en España y se trasladó a India ya que el coste de un consultor operativo indio es aproximadamente 10x menos que el de otro europeo. COM mantiene hubs por husos horarios en India (Pune; lenguaje inglés), México (español) y Madrid (español y otras lenguas). La compañía decidió cerrar el hub de producción de Malasia (chino) como parte de su plan de reestructuración.

La expansión de Catenon se basó en recursos ajenos (financiación bancaria principalmente) de modo que el balance de 2013 se vio impactado negativamente por un modelo de expansión que no estaba materializándose en su totalidad. Con todo, la empresa tuvo que llevar a cabo una ampliación de capital en dos fases. La primera fue en 2013 y la segunda en 2014 con el fin de sanear el balance y su situación financiera (pico de deuda neta de 6,3mEUR en 2012 con EBITDA negativo entre 2011/13 de -1mEUR; -0,037mEUR y -0,645mEUR respectivamente) que en estos momentos está estabilizada. Una vez se realizó la inyección de capital necesaria, podría afirmarse que Catenon tiene capacidad de crecimiento de doble dígito tanto en ventas como EBITDA.

KNOWLEDGE MANAGEMENT MAP.

1. Direct Sourcing

ATS/CRM
Referrals
Talent Communities
Job boards
LinkedIn Recruiter
People Aggregators

2. Search terms

Relevant keywords
Relevant job titles
Professional associations/societies
Target Organisations
Competitors
Location

3. Tools

Boolean string generator
Google Chrome Extensions
Custom Google search engine
Alternative search engines
Meta search engines
Dark web search engines

4. Social Sourcing

LinkedIn
Twitter
Facebook
Google+
YouTube
Pinterest
Instagram
International social networks

5. Additional Searches

Search Instant Messengers
Search Cloud Documents
Document searches
Google image search
Online auction/retail sites
Dating sites
Video sites
Blogs

6. Forums/Hangouts

LinkedIn groups
Social forums/networks
Communities
Professional Memberships
Associations
Portfolio
Journals
Patents

7. Lists/Name Generation

Conference attendee lists
Key note speakers
Events/Summits
Whitepapers
Presentation slides
Company directories
Organisation charts
Phone Sourcing

8. Contact Details

Boolean for search emails
Email generator
Phone Directories
Google Chrome extensions



ALLEGIS
GLOBAL SOLUTIONS

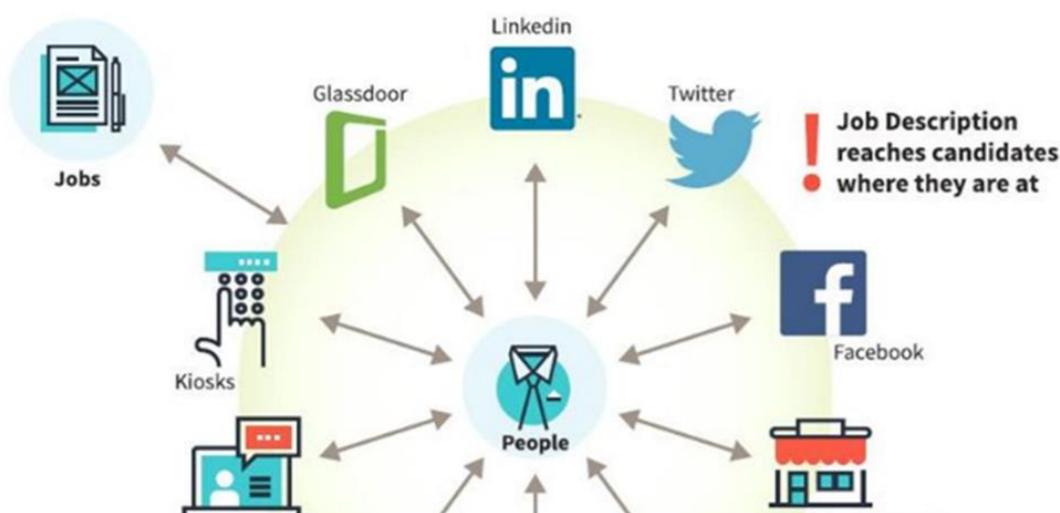
Source: Allegis Global Solutions & GVC Gaesco Beka

Proposición de valor diferenciada basada en plataforma WEB²

A través de su plataforma Web2, Catenon industrializa los procesos de selección y rompe las barreras tradicionales de éstos. La empresa conjuga tecnología con relaciones interpersonales, basando su negocio en los siguientes factores,

- **Fuente de datos, la totalidad de internet.** En Catenon no invierten en bases de datos profesionales locales, ni en las suyas propias. Hoy en día, los candidatos más adecuados para un puesto pueden estar en cualquier parte del mundo y su identificación requiere el uso de tecnología para un alcance más global. Por este motivo utilizan plataformas tecnológicas para acceder y hacer uso de los 800 millones de CVs que se encuentran en la web (KM Crawler: Advanced Artificial Intelligence Platform).

OMNICHANNEL TALENT ACQUISITION.



Source: SHRM Blog & GVC Gaesco Beka

- **Almacén de conocimiento de valor dentro de la empresa.** En la compañía el conocimiento adquirido a través de diferentes búsquedas sobre el mercado de sus clientes, competidores y candidatos no es únicamente retenido por el consultor asignado, sino que permanece en la empresa y es compartido con sus clientes. Todo ello gracias a su arquitectura de conocimiento y trazabilidad del mercado, candidatos relacionados con la industria, competidores directos.... Como resultado, su servicio mejora continuamente en términos de tiempo de ejecución, eficiencia y calidad (UPICK Operations & CATS).
- **Modelo de transferencia de fees entre oficinas para operaciones internacionales.** La empresa opera como una única oficina global, diferente a la red tradicional de oficinas internacionales. Sus clientes eligen la forma de trabajar con Catenon y disfrutan de total flexibilidad en su relación a nivel local y global con un único gestor de relación con el cliente (UPICK Finance).
- **Calidad homogénea a nivel mundial.** A través de su modelo CQC-WEB², los consultores que participan en un proceso global están inscritos en procesos de control de calidad y reciclaje del conocimiento. Antes de iniciar la búsqueda, obtienen información relevante sobre el cliente, sus competidores, el mercado en el

que opera y los perfiles que tuvieron éxito en el pasado. De esta manera, ello sirve como punto de partida para todos los consultores, independientemente de dónde se encuentren o cuándo se incorporen al proyecto (Cátenon Training Center CTC).

- **Información en tiempo real para el cliente.** Sus clientes se benefician de un área de gestión online, donde pueden acceder a información en tiempo real sobre el proceso desde cualquier parte del mundo. También pueden participar activamente en el proceso, evaluando los perfiles de los candidatos y viendo los resultados de la contratación, entre otras funcionalidades. El área de gestión es una plataforma multidispositivo y multiusuario, diseñada para múltiples partes interesadas de cualquier parte del mundo. Permite así una evaluación y seguimiento más objetivo y funcional del proceso (Área de Clientes de Cátenon).
- **Resultados en informe multimedia online.** En Cátenon, se presentan los resultados finales de la búsqueda en un reporte multimedia en línea que contiene entrevistas técnicas filmadas, y una comparativa de las evaluaciones de los candidatos, entre otras características. Esto proporciona un apoyo más objetivo y funcional para la evaluación de candidatos y la toma de decisiones desde cualquier parte del mundo (SMART).

CATENON. MULTIMEDIA REPORT



Source: Cátenon & GVC Gaesco Beka

Matriz de evaluación de candidatos

Cátenon emplea diferentes herramientas para extraer las especificaciones de cada candidato y así elegir los más idóneos para la posterior presentación a sus clientes,

- **Perfil Técnico.** Entrevistas Técnicas Filmadas (ETF), Contraste por Proyectos (MEF) y Análisis de Potencial (CPC).
- **Perfil Personal.** Perfil Personal (PI) y Competencias Críticas (CHC).

Adicionalmente, la compañía emplea 5 herramientas elaboradas para identificar cuál de los candidatos potenciales es más conveniente para la posición ofertada por el cliente. Para cada herramienta, Cátenon tiene en cuenta unos criterios específicos de análisis de candidatos. Una vez que este proceso de fijación de requerimientos se da por completado, se identifica el mejor match con el abanico de candidatos potenciales. Éstos son presentados a los clientes mostrándoles en baremo las características de cada uno de ellos en función de la herramienta considerada.

CÁTENON MATRIX, MAIN TOOLS TO EVALUATE THE SUITABILITY OF CANDIDATES



Source: Cátenon & GVC Gaesco Beka

La conjunción de ambos perfiles permite ofrecer un sistema objetivo y comparable para evaluar a los candidatos dispersos geográficamente. Además, Cátenon garantiza resultados en 20 días por contrato frente a los aproximadamente 3 meses de media de las empresas tradicionales de búsqueda internacionales.

¿Qué depara el futuro según Catenon?

MEGATRENDS ARE RESHAPING THE WORLD OF WORK...

Geopolitical & economic uncertainty
Organisations recognise that flexibility and agility are the key to prospering in an uncertain and fast-changing world. Having the right skills 'on-demand' is becoming the new normal.

Automation, AI & machine learning
Combining automation with flexible HR solutions will drive a step change in productivity, for our clients and for the Adecco Group.

Digitisation, big data & analytics
New distribution channels and data-driven business models are emerging as HR solutions go digital.

The 'gig' economy
People are choosing to work 'gigs' - performing shorter tasks or services - instead of traditional full-time jobs. Online platforms are helping to efficiently match supply and demand.

New demographic mix
Populations are ageing and the workforce is shrinking in many countries, leading to talent shortages, leading to talent shortages. Individuals are choosing to work in 'retirement', often flexibly. Millennials are digital-natives and expect different things from their careers.

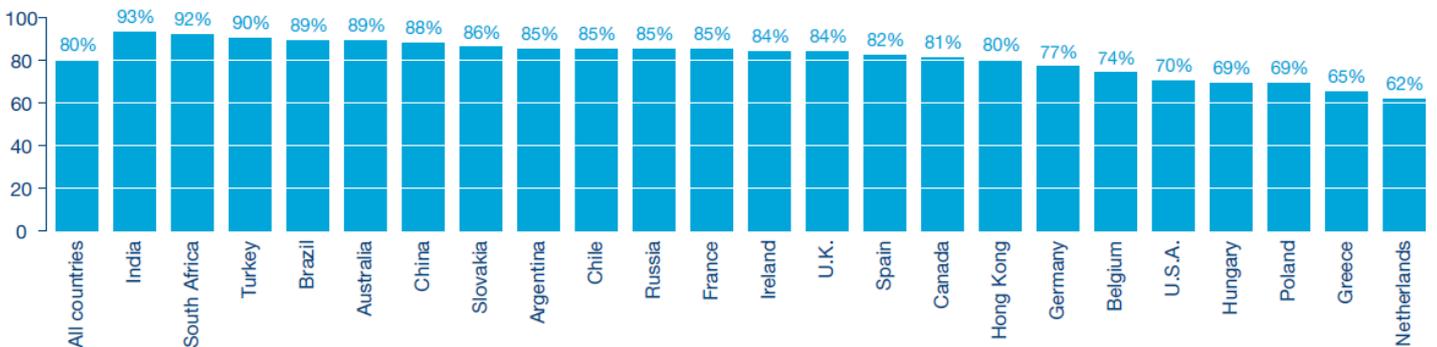
Skills imbalances
New jobs require new skills, which remain in short supply. A new approach to education, and especially up-skilling and re-skilling, must be embraced if the economy and society are to prosper.

Source: Adecco Group & GVC Gaesco Beka

La visión de Catenon para el futuro es que la adquisición de talento no es lo mismo que la adquisición de empleados. La segunda está incluida en la primera. La razón se corresponde con las nuevas arquitecturas laborales. Poniendo como ejemplo el caso de EE.UU., en cuestión de 5 años el 48% de la población empleada ya no será por relación laboral tradicional sino que trabajará por proyectos a través de plataformas. En consecuencia, las tendencias del mercado van por la adquisición de talento independientemente de si existe contrato laboral o no (profesionales trabajando en varias compañías por proyectos).

Millennials want to work outside their home country during their careers

% who agreed



Source: PwC international mobility database—sample 900 companies

Puntos transformacionales en la historia de Catenon

	ESTRATÉGICO	OPERATIVO	TECNOLÓGICO
2013	Primer partner Arabia Saudi Catenon completa su ampliación de capital el primer día con una sobredemanda del 204% La acción se revalorizó un 166% en 2013	Prueba modelo comercial Success fee	
2014	Conceptualización y estrategia de captación Licencias	Modelo comercial 5x5 Renovación de contenidos formativos, rutas formativas por perfil y certificaciones. Creación del Vertical Retail en Madrid	Nueva web corporativa LMS Nueva Plataforma Catenon Academy para la formación del Grupo Nueva web de cliente: multidispositivo, multiusuario, tiempo real Mashme: tecnología WebRTC para TFI Gedoc 3.0: Real time CV indexation. LinkedIn Profile Link. Newer documents boost. Duplicate detection Reingeniería de Upick (80-20) Proyecto CDTI con UNED: IA en la identificación de perfiles públicos de LinkedIn en Google y Bing
2015	Lanzamiento Programa de Licencias: Polonia, Colombia, Suiza, ... Catenon BOI Nuevas oficinas en Castellana	Creación área de Training & Quality (Stef): Open Classes Sistema de certificaciones Escuela de ventas Formación sectorial Formación vinculada a calidad Incorporación de formación externa Nuevos soportes. Digitalización. KPI's de formación Plan de inmersión por perfil (revisión) Plan de desarrollo por perfil. Rutas formativas individuales Mejoras metodológicas Formación en reingeniería Encuestas de satisfacción internas. Definición concepto workflow en operaciones: CQC BASADO EN METRICAS DE GESTIÓN KPI'S DE CALIDAD Comienza comunicación interna: Blog en Catenon Academy PORTFOLIO DE SERVICIOS INDIA para el resto del Grupo Formación sectorial LICs	Comienza Smapick (2S2015) Web cliente v.2 Seguridad y LOPD Smapick en Amazon Web Services
2016	foro Expat: FORO DE MOVILIDAD GLOBAL DE TALENTO Premios MasHumano: DIGITALJÓVENES EMPRENDEDORES ES PARA EL TALENTO Primer programa Global & Digital Recruitment (UFV) Venture Filmjob Global Accounts Summit Licencias II	Creación primer vertical global: JSF Lanzamiento Digiscope (externo) Modelo RPO	Smapick
2017	Concepto TH y búsqueda de partners (EC) LICs: prueba concepto Customer Excellence Manager. Diana, Goretti, Italianos, Raphael	Creación del Hub Madrid (en Catenon). Sistemas de evaluación y plan de carrera. Incentivos. Workflows. CQC LOPD II Primer RPO Global: Telefónica	Creación intranet: Catenon World Desarrollo web y Plataforma TH Briefing editable digital Implantación Zoho CRM global Web de cliente II Smapick (1S)
2018	Lanzamiento TH (EC y 20M) Cambios en el Consejo Cambio Proveedor Iliquidez Venta BOI Wasabijobs Conceptualización Proyecto Estrategia Digital Conceptualización TAMS. Definición de producto.	GRPD Hub EU (Madrid, Amsterdam y Mexico) HR Policies: Programa Mentoring. Grupos proyectos corporativos	Smapick para reemplazo de Upick

Source: Catenon & GVC Gaesco Beka

En 2016, Catenon constató una evolución divergente entre las regiones de Europa y Asia, experimentando ambas un crecimiento sostenible. LatAm que se contrajo de forma drástica. El problema de LatAm tuvo que ver especialmente con México, país muy afectado por la crisis de confianza derivada de las políticas de Trump y firma o reformulación del acuerdo de libre comercio entre ambas economías. A México se unió Brasil, en profunda recesión y crisis política. Con todo, el Consejo de Administración propuso tomar las siguientes decisiones entre otras,

- **Reestructuración de filiales en Brasil y México junto con la unidad de licencias específicamente desarrollada para la zona de LatAm.** En 2017, México alcanzó el break-even según la compañía excluyendo los efectos de FX.
- **Creación de un Comité de Seguimiento semanal de los flujos de caja operativos** a nivel de Grupo con el fin de analizar las desviaciones de tesorería y proponer medidas correctivas en caso de desviaciones negativas.
- **Creación del Comité de Riesgos.**
- Cambio de modelo de gestión de los managers a cargo del desarrollo de negocio creando la figura del **“revenue manager”** (objetivos de mejora continua en función de KPIs como: número de visitas, número de procesos vendidos, fee medio, hitos

de facturación,...). Más enfocado a la monetización y responsable de la maximización de cuenta de resultados de los clientes gestionados.

Consideramos que el 2017 fue un año de consolidación (recruitment global y RPO para grandes cuentas junto con proyectos llave en mano) y establecimiento claro de los tres frontales principales de ingresos de la compañía. El Grupo abrió una filial en Turquía en verano de 2017 con el apoyo de Cofides. Por otro lado, en Arabia Saudí, Catenon incrementó sus criterios de prudencia a la hora de seleccionar a sus clientes con el fin de reducir el riesgo comercial. Aunque ello provocó una reducción en el volumen de negocio, la cartera de clientes resultante fue de mayor nivel crediticio.

▪ **Elevada fragmentación de su base de clientes**

COM opera en más de 100 países y posee más de 2k clientes a nivel global; de hecho, aproximadamente, un 75% de las empresas del IBEX-35 son clientes suyos.

CATENON. MAIN CLIENTS



Consumer Clothing – Textile – Wholesale

Consumer Hotels – Casino – Restaurants & Leisure – Arts

Life Sciences Pharmaceuticals

Life Sciences - Helathcare

Energy

Global Technology Computer and electronics

Global Technology Internet/Online services

Global Technology Telecommunications

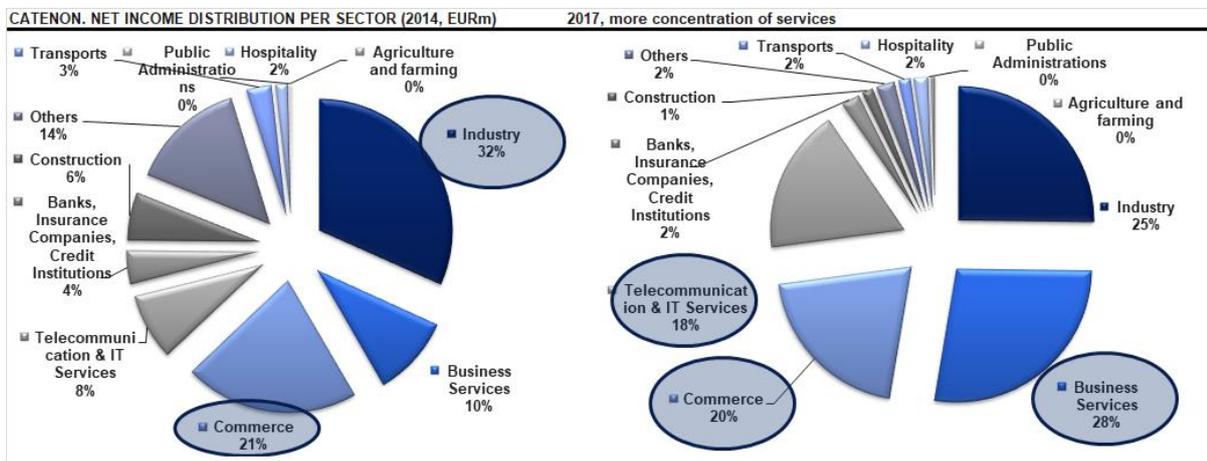
Industrial Transport/Automobiles/Shipping/Airlines

Industrial Aerospace/Defence



Source: Catenon & GVC Gaesco Beka

El expertise de la compañía es tal en lo que respecta al sector Turismo que el management procedió a crear recientemente un vertical especializado en este ámbito. El siguiente sector en proceso sobre el que se llevará un movimiento similar es el de Energía.



Source: Catenon & GVC Gaesco Beka

CATENON. NET INCOME DISTRIBUTION PER SECTOR (EURm)

Year	2014	2015	2016	2017	CARG14/17
Industry	2,627	4,251	3,628	3,347	8,4%
% change		61,8%	-14,7%	-7,7%	
Business Services	0,817	1,323	3,420	3,640	64,5%
% change		61,8%	158,5%	6,4%	
Commerce	1,759	2,846	4,056	2,689	15,2%
% change		61,8%	42,5%	-33,7%	
Telecommunication & IT Services	0,680	1,100	1,713	2,330	50,8%
% change		61,8%	55,8%	36,0%	
Banks, Insurance Companies, Credit Institutions	0,337	0,546	0,417	0,297	-4,1%
% change		61,8%	-23,5%	-28,8%	
Construction	0,490	0,793	0,151	0,182	-28,2%
% change		61,8%	-81,0%	20,6%	
Others	1,173	1,898	0,371	0,300	-36,6%
% change		61,8%	-80,4%	-19,4%	
Transports	0,248	0,402	0,084	0,197	-7,5%
% change		61,8%	-79,2%	135,4%	
Hospitality	0,116	0,188	0,102	0,224	24,4%
% change		61,8%	-46,0%	120,3%	
Public Administrations	0,007	0,012	0,000	0,014	23,7%
% change		61,8%	-100,0%	#iDIV/0!	
Agriculture and farming	0,021	0,033	0,137	0,055	38,5%
% change		61,8%	310,5%	-60,0%	
TOTAL	8,276	13,392	14,078	13,274	0,171
% change		61,8%	5,1%	-5,7%	

Source: Catenon & GVC Gaesco Beka

Desinversión en BOI Global Solutions

En el propio Plan Estratégico de la compañía de 2013 se establecía la necesidad de apoyar y mantener bajo el perímetro de consolidación aquellas soluciones con un valor diferencial por su componente innovadora, modelo de negocio, utilización de tecnologías, nivel de disrupción, expertise digital o alcance.

Desde entonces, la compañía optó por agrupar en Catenon Ventures este tipo de proyectos de modo que la empresa se erige como acompañante hasta su madurez e independencia. En definitiva, se pretende llevar a cabo una exitosa rotación de activos que a lo largo del tiempo aporte los recursos para acelerar y obtener los objetivos estratégicos marcados en su negocio core.

Catenon BOI Global Solutions –soluciones innovadoras de gestión de personas especialmente indicadas para proyectos llave en mano- comenzó su andadura en 2014 con el apoyo de Catenon Ventures. Catenon poseía un 20% con opción de compra sobre un 31% adicional entre 2017/19 que finalmente decidió no ejercitar. El resto de accionistas podrían por tanto ejercer otra opción de compra por el 20% en posesión de Catenon por un mínimo de 1,5mEUR y finalmente este movimiento se realizó.

Con todo, la madurez de Catenon Global Solutions ya se produjo (período de 4 años) y Catenon procedió a la venta de su participación en la misma con unas plusvalías de 357,3kEUR. Éstas aún no se materializaron en los últimos resultados reportados de Catenon pero sí se produjo la desconsolidación de ingresos (segmento de proyectos llave en mano) y opex.

Resultados 9M18. Expansión sustancial de márgenes

Cátenon es una de las cotizadas del MAB que no presenta resultados semestralmente sino que publica un avance cada trimestre (no teniendo obligación de ello) además del semestral. La compañía publicó sus cifras para los 9M18 el pasado 30-Sept-2018 hasta la línea de EBITDA de la cuenta de resultados (la publicación 1/2S es completa).

CÁTENON. POST-9M/3Q'18 RESULTS.									
EURm	9M'17	9M'18	Δ% y/y	1H'17	1H'18	Δ% y/y	3Q'17	3Q'18	Δ% y/y
Contracted sales	11.50	10.03	-12.9%	4.00	3.75	-6.2%	7.51	6.28	-16.4%
Net sales	10.01	8.88	-11.3%	2.98	2.96	-0.4%	7.03	5.92	-15.9%
Cost of sales	-4.11	-2.76	-32.9%	-1.21	-0.94	-22.8%	-2.89	-1.82	-37.2%
Gross Result	5.90	6.13	3.8%	1.76	2.03	15.0%	4.14	4.10	-1.0%
Gross Margin	58.97%	68.98%	10.0pp	59.21%	68.37%	9.2pp	58.87%	69.28%	10.4pp
Personnel Expenses	-3.60	-3.63	1.0%	-1.13	-1.18	4.9%	-2.47	-2.45	-0.8%
Knowledge management expenses	-0.09	-0.10	0.9%	-0.03	-0.03	-16.9%	-0.06	-0.07	10.6%
Marketing expenses	-0.07	-0.15	114.4%	-0.02	-0.06	200.9%	-0.05	-0.08	75.7%
IT Expenses	-0.17	-0.17	0.8%	-0.06	-0.06	2.7%	-0.12	-0.11	-0.1%
General Expenses	-0.85	-0.82	-3.1%	-0.22	-0.26	20.7%	-0.63	-0.56	-11.3%
Opex	-8.89	-4.87	-45.2%	-1.46	-1.59	9.5%	-3.32	-3.28	-1.5%
Operating Margin	11.23%	45.17%	33.9pp	51.10%	46.20%	-4.9pp	52.74%	44.65%	-8.1pp
Work carried out by the Group for its assets	0.10	0.11	8.2%	0.10	0.11	8.2%	0.00	0.00	n.a.
EBITDA	-2.88	1.37	-147.3%	0.41	0.54	32.8%	0.82	0.82	1.0%
EBITDA M.	-28.80%	15.37%	44.2pp	13.67%	18.22%	4.6pp	11.61%	13.94%	2.3pp

Source: Cátenon & GVC Gaesco Beka

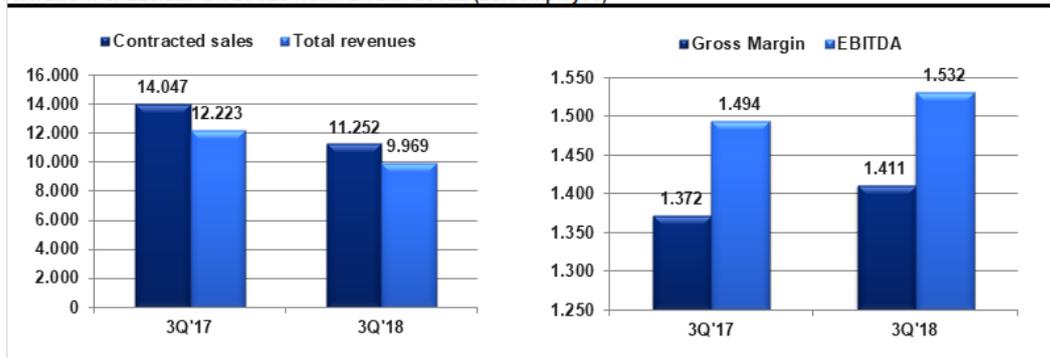
Los resultados mostraron una **contracción de la cifra de ventas netas en el 3T18** explicada por la desconsolidación de los ingresos de BOI Solutions (c.800kEUR est). Excluyendo dicho efecto, el top-line neto habría decrecido orgánicamente en el LFL un -4,4% a/a en el 3T18 estanco estimado.

Se aprecia una **mejora muy relevante del margen bruto tanto en el 3T18** como en los 9M18 como consecuencia de las medidas de eficiencia y reestructuración llevadas a cabo por la compañía; también la desconsolidación del negocio de BOI Solutions con márgenes muy limitados de entre el 2/4%. El catalizador más relevante para la expansión de márgenes vista tuvo que ver con la decisión estratégica de la compañía de centrar sus actividades en los clientes más rentables, recurrentes y de menor riesgo comercial y operativo. Todo ello potenciando las soluciones tecnológicas más eficientes de alcance global. Por otro lado, la compañía achacó la contracción de ventas contratadas a la línea de actividades de proyectos llave en mano que, según la empresa, consiguió así elevar su umbral de rentabilidad.

Las activaciones se mantuvieron constantes en el 3T18 a/a y fue sustancial la mejora del EBITDA en los 9M18 (+236,7% a/a; no así en el 3T18 estanco con una contracción del -28,8% a/a) especialmente explicada por la fuerte reducción de la partida "costes de las ventas" que incluía BOI Solutions.

A cierre de los 9M18, el **backlog** o cartera de contratos con clientes pendientes de ejecutar y/o facturar se situó en 2,9mEUR, lo que implica una reducción del -55% a/a. Según Cátenon, ello se explica como consecuencia de dos factores: (1) cesión de actividad de outsourcing -Catenon BOI Global Solutions- y (2) el efecto de las medidas tomadas para mejorar la eficiencia. Por último mencionar que se dieron mejoras en los ratio de productividad por empleado explicado por todo lo comentado y teniendo en cuenta el efecto negativo que supuso la erosión de las ventas.

CÁTENON. SALES/EBITDA EVOLUTION PER EMPLOYEE (EUR/employee)



Source: Catenon & GVC Gaesco Beka

Estos resultados aún no reflejan la desinversión en Catenon BOI Solutions especialmente en referencia al cash inflow resultado de la transacción (sí lo hacen nuestras estimaciones). En cambio, el top-line y coste de las ventas comprende el servicio subcontratado de Catenon BOI Solutions por parte de Catenon Ibérica.

▪ Avance de resultados 2018

Catenon persigue enfocarse en los negocios de mayor margen bruto priorizando esto a los volúmenes. Derivado de esta estrategia, el Grupo espera que su EBT se multiplique por c.+12x a/a hasta alcanzar los 485,7kEUR en 2018. Esta cifra contiene la plusvalía por la desinversión de BOI Solutions (outsourcing) y el menor gasto financiero a consecuencia del fuerte desapalancamiento registrado. En el avance de resultados 2018, Catenon no descompuso las ventas por pipeline.

En la tabla siguiente pasamos a mostrar una comparativa del avance de resultados frente a nuestras estimaciones 2018e. Como se muestra, nuestras proyecciones se encuentran algo superiores a las ventas netas reportadas (+2,9%) lo que origina un spread positivo mayor también en términos de EBITDA y EBT.

CÁTENON. ADVANCED RESULTS 2018 PUBLICATION vs. OUR ESTIMATES

EURm	2017	2018e CATENON	Δ% y/y	2018e GVC	Δ% CATENON & GVC
Contracted sales	15.42	12.69	-17.7%	14.05	10.7%
Net sales	13.27	10.85	-18.3%	11.14	2.7%
Cost of sales	-5.37	-2.83	-47.3%	-2.85	0.5%
Gross Margin	7.90	8.02	1.5%	8.29	3.4%
Personnel Expenses	-4.80	-4.88	1.7%	-4.84	-0.7%
Knowledge management expenses	-0.14	-0.13	-5.5%	-0.13	-1.3%
Marketing expenses	-0.10	-0.19	95.5%	-0.19	4.1%
IT Expenses	-0.23	-0.29	25.0%	-0.23	-20.6%
General Expenses	-1.19	-1.15	-2.9%	-1.10	-4.9%
Opex	-11.82	-9.47	-19.9%	-9.34	-1.4%
Operating Margin	10.95%	12.72%	1.8pp	16.15%	3.4pp
Work carried out by the Group for its assets	0.12	0.16	37.3%	0.12	-27.2%
EBITDA	1.57	1.54	-1.9%	1.92	24.4%
EBITDA M.	11.83%	14.20%	2.4pp	17.20%	3.0pp
Provisions, depreciation, financial charges and capital gains	-1.57	-1.05	-32.6%	-1.02	-3.2%
EBT	0.004	0.486	11966.7%	0.895	84.3%
EBT M.	0.03%	4.48%	4.4pp	8.04%	3.6pp

Source: Catenon & GVC Gaesco Beka

Según Catenon, el backlog (parte del servicio correspondiente a la venta contratada todavía pendiente de ejecutar y facturar) creció un +28% a/a a cierre de 2018 hasta alcanzar los 3,2mEUR.

Estimaciones 2017/22e. Apalancándose en inversiones ya materializadas

Procedemos a realizar un análisis de nuestras proyecciones en función de las diferentes partidas principales de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias reportadas por Catenon y auditadas por Mazard.

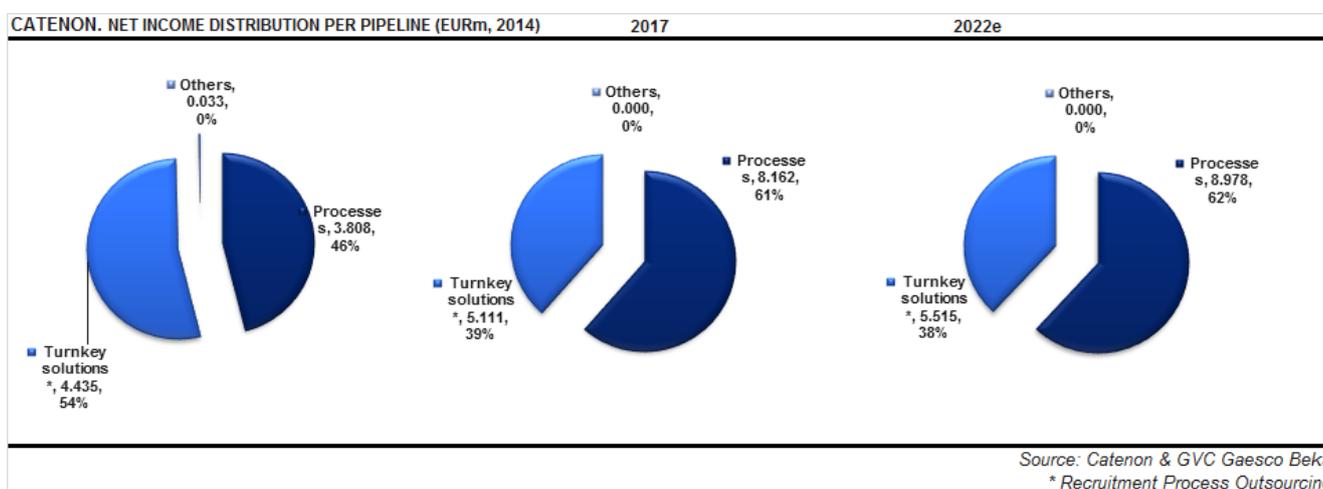
Adicionalmente plasmamos el Estado de Flujos de Caja, resultado histórico y estimado para años venideros que servirán como base para nuestra valoración central por DCF (Descuento de Flujos de Caja).

Top-line virando hacia el alto valor, favorecido por la fortaleza del recruiting

CATENON. NET INCOME DISTRIBUTION PER PIPELINE (EURm)											
Year	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	CARG14/17	CARG17/22e
Processes	3.808	6.162	6.478	8.162	8.207	8.701	8.782	8.978	9.411	28.9%	2.9%
% change		61.8%	5.1%	26.0%	0.5%	6.0%	0.9%	2.2%	4.8%		
% vs. total	46.0%	46.0%	46.0%	61.5%	73.7%	69.5%	65.7%	61.9%	59.1%		
Turnkey solutions *	4.435	7.177	7.544	5.111	2.933	3.822	4.586	5.515	6.524	4.8%	5.0%
% change		61.8%	5.1%	-32.2%	-42.6%	20.0%	20.0%	18.3%	18.3%		
% vs. total	53.6%	53.6%	53.6%	38.5%	26.3%	30.5%	34.3%	38.1%	40.9%		
Others	0.033	0.053	0.056	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	n.a.	n.a.
% change		61.8%	5.1%	-100.0%	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!		
% vs. total	0.4%	0.4%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
TOTAL	8.276	13.392	14.078	13.274	11.140	12.523	13.368	14.493	15.935	17.1%	3.7%
% change		61.8%	5.1%	-5.7%	-16.1%	12.4%	6.7%	8.4%	10.0%		

Source: Catenon & GVC Gaesco Beka

* Recruitment Process Outsourcing (RPO) specially in large global accounts



Cátenon posiciona sus actividades en tres pipelines como ya se comentó con anterioridad en el presente informe. Pasamos a mostrar un breve resumen y cuantificar históricamente la evolución de cada una de las mismas,

- I. **Procesos (CARG14/17 +28,9%, CARG17/22e +2,9%).** Esta línea de ingresos engloba el desarrollo y consecución de procesos personalizados para clientes en un máximo de 20 días (este plazo es el tiempo requerido por la propia Cátenon para llevar a cabo las tres fases de los mismos: búsqueda, presentación e incorporación del candidato óptimo). Como es lógico, el tiempo en la consecución de procesos podrá retrasarse en función de nuevos requerimientos y preferencias por parte de los clientes. También es posible que pueda cancelarse puesto que la vacante ya no está disponible o por otros motivos exógenos a la propia Cátenon. La empresa cliente podría tardar en decidir el candidato idóneo o su incorporación final.

Como ya se comentó, el segmento de búsqueda de talento proporciona unos elevados márgenes brutos (c.40%) teniendo en cuenta los altos fees obtenidos por Cátenon por proyectos. En cambio, y desde el lado negativo, también implican una mayor volatilidad y menor recurrencia de los ingresos. Es por ello que el área de RPOs para grandes cuentas se estableció como contrapunto a ello. Aunque sus márgenes son inferiores (c.20%), la recurrencia de los ingresos es elevada al tratarse de contratos de entre 3 y 4 años firmados con compañías (generalmente también clientes en lo referente al core business de Cátenon de procesos) y cuya tasa de renovación es elevada (entre un 80/90%).

¿Cómo procedemos para predecir los ingresos del core business de Cátenon? Existen dos inputs de importancia capital para proyectar los ingresos del core business de la compañía: el número de procesos (**CARG14/17 +2,4%; CARG17/22e +2,4%**) y el fee medio cobrado por proceso (**CARG14/17 -3,3%; CARG17/22e +1,5%**).

CATENON. MAIN OPERATIVE KPIs- Global Processes										
Year	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	CARG14/17	CARG17/22e
Number of processes	700	689	733	735	752	774	799	827	2.4%	2.4%
% change	2.6%	-1.6%	6.4%	0.3%	2.3%	3.0%	3.2%	3.5%		
Average Fee (EUR)	10,981	9,974	10,089	10,205	10,317	10,503	10,671	10,852	-3.3%	1.5%
% change	-1.6%	-9.2%	1.2%	1.1%	1.1%	1.8%	1.6%	1.7%		
Retainer (phase I)	24%	25%	28%	32%	32%	30%	28%	28%		
% change	24.0pp	1.0pp	3.0pp	4.0pp	.0pp	-2.0pp	-2.0pp	.0pp		
Presentation of candidates (phase II)	15%	14%	22%	23%	24%	23%	23%	23%		
% change	15.0pp	-1.0pp	8.0pp	1.0pp	1.0pp	-1.0pp	.0pp	.0pp		
Incorporation (phase III)	61%	60%	50%	40%	40%	39%	39%	38%		
% change	61.0pp	-1.0pp	-10.0pp	-10.0pp	.0pp	-1.0pp	.0pp	-1.0pp		
Closing rate	60%	55%	61%	62%	65%	66%	66%	67%		
% change	2.0pp	-5.0pp	6.0pp	1.0pp	2.5pp	1.5pp	.1pp	.9pp		
STD Average	0.99	1.06	1.18	1.13	1.18	1.21	1.22	1.22	5.3%	0.7%
% change	-2.0%	7.1%	11.3%	-4.2%	4.4%	2.5%	0.8%	0.0%		
Presentation Days	42	42	41	40	40	40	40	40	8.6%	-0.5%
% change	31.3%	0.0%	-2.4%	-2.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		

Source: Cátenon & GVC Gaesco Beka

CATENON. TOP-LINE ESTIMATES - Global Processes										
EURm	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	CARG14/17	CARG17/22e
Contracted sales	7.69	6.87	7.40	7.50	7.76	8.13	8.53	8.98	-0.9%	4.0%
% change	1.0%	-10.6%	7.6%	1.4%	3.4%	4.9%	4.9%	5.3%		
TOTAL REVENUES	5.811	4.948	5.953	5.986	6.346	6.405	6.548	6.864	n.a	2.9%
% change		-14.9%	20.3%	0.5%	6.0%	0.9%	2.2%	4.8%		

Source: Cátenon & GVC Gaesco Beka

En ambos casos estimamos una tendencia ascendente. La estimación del número de proyectos es compleja puesto que depende de las tasas de rotación de empleo en cada uno de los países en los que Cátenon está posicionada o no. En el caso de los honorarios medios por proyecto de Cátenon, su expansión se basa en los siguientes factores,

- **Correcto time-to-market de Cátenon** ya que consideramos que actualmente tanto el mercado como los clientes están preparados para asimilar el nivel de alta innovación alcanzado por la empresa y; lo que es más importante, percibir su valor.
- **Focalización de Cátenon hacia los puestos de una mayor cualificación a nivel global.** Y es que el salario potencial del candidato es directamente proporcional a la comisión cobrada al cliente por la propia Cátenon. Como ejemplo, por lo general los headhunters cargan un fee de entre el 10% y 35% del salario bruto del candidato seleccionado dependiendo de la complejidad del proceso de búsqueda.
- **Servicio homogéneo al mismo precio en todo el mundo.**

Destacar que la estrategia de la compañía no se basa en el factor precio ya que mediante una reducción del average fee se produciría una rápida expansión de las ventas. Cátenon persigue, con todo, enfocarse hacia el alto valor.

Existen otros KPIs operativos necesarios para realizar una correcta estimación de los ingresos B2B de Cátenon. Pasamos a mencionarlos y explicarlos uno por uno,

- **Placing order/Retainer (Fase I).** En el momento que se produce el mandato por parte del cliente final debe pagar un tercio de la totalidad del importe final del proceso. En este punto suelen estar entre el 28% y 32% de los procesos.
- **Presentación de candidatos (Fase II).** Una vez que Cátenon encuentra a los potenciales candidatos acorde a los requerimientos del cliente, la empresa factura otro tercio de sus honorarios. Generalmente el ratio de procesos que están en fase de presentación de candidatos es de aproximadamente entre el 23% y 25% siendo este el estadio crítico a la hora de que la empresa opte por finalizar el proceso.
- **Incorporación (Fase III).** El tercio final de la facturación se percibe una vez finalizada esta fase con la incorporación del candidato finalmente seleccionado al cliente.

*Ventas contratadas = Número de procesos del período * Average fee*

*Total revenue = Ventas contratadas * [%retainer + %presentation + (%incorporation * % closing)]*

El lema de la empresa es que puede finalizar el proceso en un mínimo de entre 20/22 días aunque generalmente este período puede alargarse por factores exógenos en gran parte con origen en el cliente (indefinición, largo tiempo de evaluación de candidatos, timing interno del proceso, reenfoque estratégico,...).

Generalmente cada uno de los pagos se produce 30 días más tarde del envío de la factura por parte de Cátenon (habitualmente en los 10 posteriores a cada fase). Ello se tiene en cuenta en nuestros cálculos de circulante y suponen uno de los mayores riesgos para Cátenon. Éste podría ser aún mayor en caso de estar posicionada en ETT (en la actualidad no es el caso de Cátenon) puesto que la compañía recibiría los salarios por parte del cliente que podría retrasarse, entrar en suspensión de pagos,... para pagar con posterioridad a los empleados que asume la propia Cátenon (junto con las cargas sociales, potenciales contingencias,...).

Otros ratios empleadas para la elaboración son: estándar average (consumo real de tiempo por consultor vs. estándar fijado que se corresponde con 1 –tiempo medio histórico de los último 5 años–; frecuentemente este KPI suele ser superior a 1 en el caso de Cátenon por la mayor complejidad de los procesos) y presentation days (número medio de días entre el inicio de proceso y el envío de la segunda factura; generalmente 40 días).

En las hipótesis fijadas con anterioridad suponemos de manera conservadora constante el número de revenue managers contratado por Cátenon en el período analizado. En cambio, éste podría ser ampliado a razón de +10 revenue managers por año. La incorporación de los mismos, dada su elevada capacitación, supone uno de los principales cuellos de botella para la división.

Actualmente la compañía tiene en plantilla alrededor de 27 revenue managers de modo que las incorporaciones adicionales se realizan siguiendo un esquema piramidal en el cual, al tercer año exitoso de uno de ellos, tiene derecho a la contratación de otro (estando este último a su cargo).

Consideramos que, por norma general, un revenue manager monetiza 200kEUR en su primer año en la empresa, 300kEUR en el segundo y 400kEUR en el tercero.

De los ingresos obtenidos, aproximadamente el 65% provienen de cliente que ya lo eran y el restante de nuevos clientes. Estimamos que de media se dan 2,5 procesos por cliente y que un revenue manager a velocidad de crucero puede dar servicio a 20/25 clientes. Por último, proyectamos una tasa de reposición de revenue managers del 50%.

CATENON. TOP-LINE ESTIMATES, Global Processes considering incorporation of revenue managers						
	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	CARG18/22e
Number of revenue managers	27	37	47	57	67	25.5%
% change		37.0%	27.0%	21.3%	17.5%	
Replacement rate (%)	50%	50%	50%	50%	50%	
Number of total processes	759	1,041	1,322	1,603	1,884	25.5%
% change		37.0%	27.0%	21.3%	17.5%	
Average Fee (EUR)	10,205	10,317	10,503	10,671	10,852	1.5%
% change		1.1%	1.8%	1.6%	1.7%	
CONTRACTED SALES	7.7	10.7	13.9	17.1	20.5	27.5%
% change		38.5%	29.3%	23.2%	19.5%	
TOTAL NET REVENUES	6.2	8.8	10.9	13.1	15.6	26.1%
% change		42.0%	24.5%	20.1%	19.0%	

Source: Catenon & GVC Gaesco Beka

% desviation vs. base method	3.32%	38.40%	70.68%	100.58%	127.80%
------------------------------	-------	--------	--------	---------	---------

El objetivo de la empresa pasa por crecer mediante la incorporación de revenue managers en mercados ya consolidados y en lo que aún no tiene la suficiente masa crítica de la mano de socios locales. Recordar que en nuestro caso base consideramos el número de revenue managers constante; sin embargo, a la vista de la tabla expuesta con anterioridad, las ventas netas estimadas podrían duplicarse de aquí a 2021e en el core business de procesos (+100,6%).

- II. **Proyectos llave en mano (turnkey solutions –RPOs, Recruitment Process Outsourcing-, CARG14/17 +4,8%, CARG17/22e +5,0%).** Se trata de modelos de arquitectura laboral flexible para clientes de modo que se externalicen parte de los procesos de selección de una determinada empresa cliente. Esta área la gestionan los Directores Generales de Catenon y nos los Revenue Managers.

Este segmento se retroalimenta con el anterior. Para ello, Catenon hace uso de su reconocimiento, posicionamiento de marca y tecnología. Algunos ejemplos de clientes son: Maxam, Revlon, Indra, Coviran o REE. Por lo general, los RPOs se centran en empresas con una facturación de entre 0,5 y 1,5mEUR anuales y más de 20 procesos de selección al año.

CÁTENON. TURNKEY SOLUTIONS							
	2017*	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	CARG17/22e
Average number of projects	14	18	23	27	31	35	20.1%
% change		28.6%	27.8%	17.4%	14.8%	12.9%	
Average amount (kEUR)	200	202.4	206.4	211.0	215.6	220.6	2.0%
% change		1.2%	2.0%	2.2%	2.2%	2.3%	
Average life (years)	2.0	2.1	2.3	2.3	2.5	2.5	4.6%
% change		5.0%	9.5%	0.0%	8.7%	0.0%	
Renewable rate	80%	81%	81%	81%	83%	85%	n.a.
% change		.5pp	.0pp	.0pp	2.0pp	2.0pp	
TOTAL NET INCOME (EURm)	2.240	2.933	3.822	4.586	5.515	6.524	23.8%
% change		30.9%	30.3%	20.0%	20.3%	18.3%	

Source: Catenon & GVC Gaesco Beka * Estimated & excluding BOI Solutions

Nuestras estimaciones de este pipeline tienen en cuenta la desconsolidación de la filial de outsourcing BOI Solutions.

Nota importante. A pie de tabla enfatizamos que, para 2017e, excluimos el efecto de la consolidación de ventas de BOI Solutions con el fin de estimar de manera más clara las proyecciones subyacentes de este pipeline.

Consideramos que Cátenon, según su track-récord histórico, será capaz de ganar al menos 4 proyectos anuales en esta área con una tasa de renovación sobre los existentes de al menos el 80%. Estimamos un importe medio por contrato en expansión a un CARG17/22e del +2%. Tampoco pensamos que se produzca canibalización entre RPOs y la primera área antes comentada de procesos.

Como se comentó con anterioridad, la compañía no busca sustituir por completo a los Departamento de Recursos Humanos internos de las propias compañías sino colaborar activamente con éstos en los procesos y servicios de alta complejidad.

Aunque el margen de este segmento es sensiblemente inferior al anterior, estimamos que una vez pasado el proceso de ramp-up y con la ganancia de más proyectos para grandes cuentas globales en el futuro pase de alrededor del 20% (26% excluyendo efecto dilutivo de Telefónica) al 30% en el medio largo plazo. En nuestra opinión, el objetivo del management pasa por duplicar los ingresos de este segmento en 2019/2020 (target 25 proyectos vs. 12/13 actuales) siendo su principal apuesta para años sucesivos.

Con todo, la estrategia de Cátenon pasa por transformar clientes de procesos en RPOs.

- III. **Otros, sin aportación al top-line por el momento.** Mediante la creación de JVs y/o participaciones cruzadas con empresas especializadas, Cátenon podría incrementar su know-how racionalizando capex simultáneamente. Estas colaboraciones pondrían el foco en el mejor uso del dato, la inteligencia artificial, biometría,... Con todo, ambas empresas podrían beneficiarse de los canales de venta de Cátenon.

Se trata de proyectos de las siguientes tipologías,

- **JVs con socios para el desarrollo de nuevos productos de modo que Cátenon pueda desapalancarse y reducir su capex actual y futuro realizándolo el socio tecnológico.** Un ejemplo: plataformas SaaS (cloud) API de inteligencia del dato aplicadas a recruiting.
- **JVs para el lanzamiento de nuevos proyectos.** Como ejemplo, Talent Hackers que tiene como socios a El Confidencial y 20 Minutos (potencial impacto sobre c.21m de usuarios al mes).
- **Cross-selling.** Aportación de clientes por Equity a start-up de base tech con perfil disruptivo dentro de la industria de Cátenon. Como ejemplos, Wasabijobs y Filimijob.

En algunos casos, Cátenon busca ejecutar exits con determinadas plusvalías tras el período de madurez de las JVs. En otros casos, se trata de alianzas estratégicas con visión a futuro y para sustentar al resto de divisiones clave de la compañía.

Opex: al servicio de la monetización de ingresos tras las ingentes inversiones realizadas

Consideramos que actualmente, la gran parte de los costes de Cátenon son fijos dada la naturaleza de su core business B2B de procesos individualizados de captación de candidatos a nivel global. Si consideramos gastos de personal fijos (parte recurrente en fijos y resto en variables), el opex fijo total de la compañía se situaría en c.60% (teniendo en cuenta que parte de su fuerza laboral son freelancers) siendo el resto variable especialmente ligado a la evolución del negocio y por tanto de las ventas.

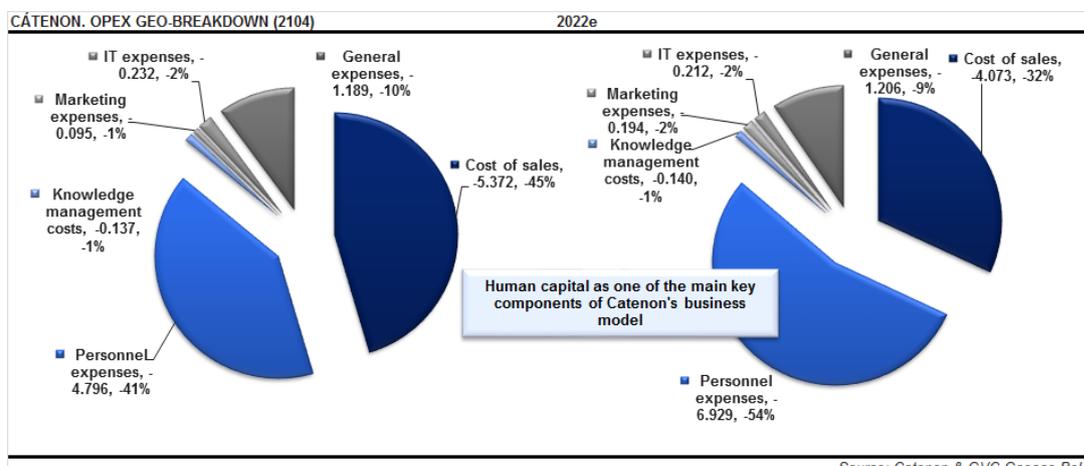
De hecho, de los pocos costes que no dependerán del volumen de negocio son los alquileres, gestoría/auditoría, seguros,...; por lo general incluidos en otros gastos de explotación.

En la partida de “costes de las ventas”, la empresa incluye el outsourcing de empleados para su división de RPO especialmente. Es importante mencionar el significado de “costes del conocimiento” especialmente complicado de advertir para un lector profano a este sector y la tipología de compañías de reclutamiento como es Cátenon. Éstos hacen referencia al coste que supone para Cátenon la adquisición de datos procedentes de terceras fuentes como es el caso de redes sociales, LinkedIn,...

CÁTENON. OPEX GEO-BREAKDOWN								
EURm	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	ICARG16/22e
Cost of sales	-7.618	-5.372	-2.847	-3.201	-3.417	-3.704	-4.073	-9.9%
% change		-29.5%	-47.0%	12.4%	6.7%	8.4%	10.0%	
Personnel expenses	-5.554	-4.796	-4.844	-5.445	-5.813	-6.302	-6.929	3.8%
% change		-13.6%	1.0%	12.4%	6.7%	8.4%	10.0%	
Knowledge management costs	-0.122	-0.137	-0.128	-0.130	-0.133	-0.137	-0.140	2.4%
% change		12.3%	-6.7%	2.1%	2.5%	2.5%	2.5%	
Marketing expenses	-0.058	-0.095	-0.194	-0.194	-0.194	-0.194	-0.194	22.4%
% change		65.4%	103.5%	5.0%	7.0%	7.1%	9.2%	
IT expenses	-0.374	-0.232	-0.230	-0.226	-0.221	-0.217	-0.212	-9.0%
% change		-37.9%	-0.7%	-2.0%	-2.0%	-2.0%	-2.0%	
General expenses	-1.545	-1.189	-1.098	-1.123	-1.154	-1.179	-1.206	-4.0%
% change		-23.0%	-7.6%	2.3%	2.7%	2.2%	2.3%	
TOTAL	-15.269	-11.820	-9.340	-10.319	-10.931	-11.732	-12.754	-3.0%
% change		-22.6%	-21.0%	10.5%	5.9%	7.3%	8.7%	

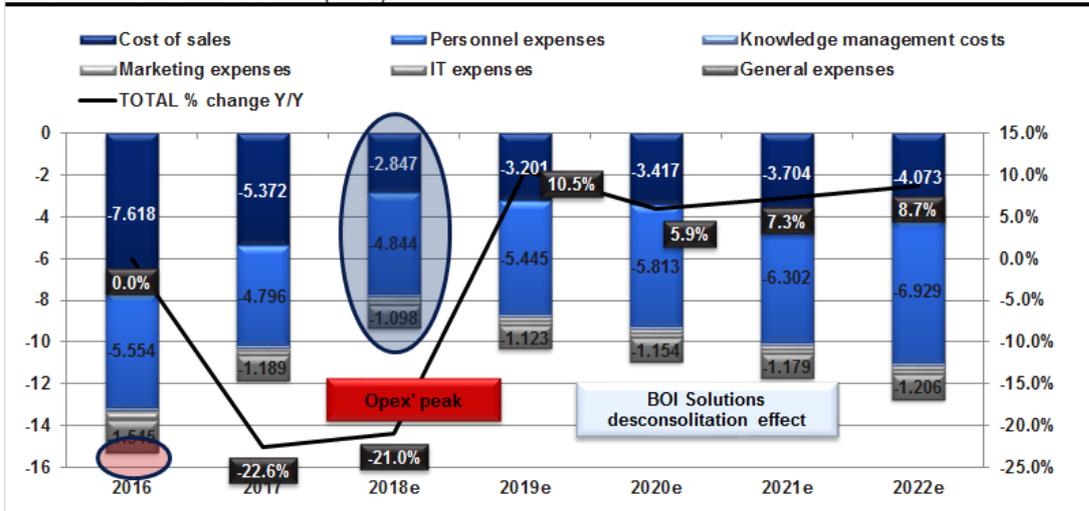
Source: Cátenon & GVC Gaesco Beka

Nota. Existen discrepancias entre los datos reportados en las Memorias auditadas y la descomposición mostrada en esta tabla sensiblemente más completa por la forma en que la compañía los descompone en función de distinto criterio contable: interno vs. Spanish GAAP. En nuestras proyecciones, hemos tenido en cuenta tal homogenización.



Source: Catenon & GVC Gaesco Beka

CÁTENON. OPEX GEO-BREAKDOWN (EURm)



Source: Catenon & GVC Gaesco Beka

El lector puede observar una clara contracción del opex total reportado de Catenon desde el pico en 2016 a 2017 del -22,6% a/a. Ello tuvo que ver con la finalización de las fases de ramp-up de centros operativos externalizados en India y México (costes de personal en ese mismo período -13,6%), el menor gasto en I+D con los proyectos de inversión de las plataformas UPICK y SMAPICK ya prácticamente finalizados y caídas de más del 20% en costes de las ventas (-29,5% a/a, sobretudo vinculadas al outsourcing para terceros de empleados) y costes generales (-23% a/a). Éste último explicado por el cambio de sede con los consiguientes ahorros en gastos de alquiler.

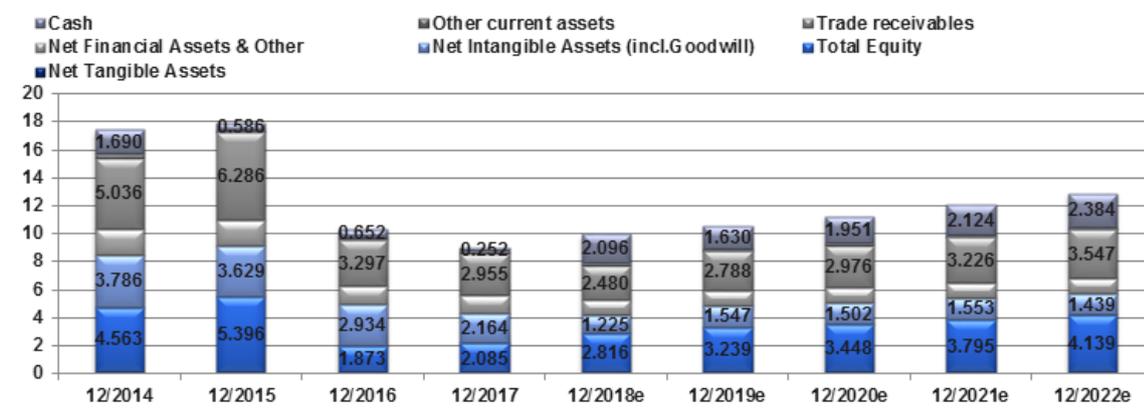
Nuestras estimaciones se basan en la estabilidad de costes en el LFL a excepción de los variables que incrementamos paralelamente a la expansión de ventas y la inclusión de un mayor número de consultores (escenario de sensibilidad a incrementos de revenue managers ya expuesto con anterioridad) como catalizador clave para el crecimiento del top-line en sus dos principales negocios –recruiting and captación de talento B2B y RPOs-.

Recordar que se incluyó en estimaciones el cambio de perímetro de la venture BOI Solutions especializada en el outsourcing de empleados para terceros que ya se materializó a nivel de ventas/opex (apartado “Resultados Preliminares 9M18” para conocer el impacto). En los 9M18, aún no se finalizó del todo la transacción en cuanto a la recepción del importe acordado pero esperamos que ello se dé antes de finales de 2019 con la consiguiente reducción de deuda.

Sostenibilidad en la expansión de márgenes dada la escalabilidad del negocio

En lo que respecta a las **amortizaciones** de la empresa, éstas son mínimas comparándolas con su volumen neto de negocio. Las amortizaciones únicamente supondrán el 8,1% de las ventas de la compañía y la tendencia estimada será negativa en los próximos años. Esto se explica porque la gran parte de los activos de Catenon son intangibles (desarrollos tecnológicos in-house y con ausencia de goodwill; 34,4% del activo total 2018e) vs. activos tangibles (1,1%). También por el menor grado de desarrollo de proyectos en el período 2017/19.

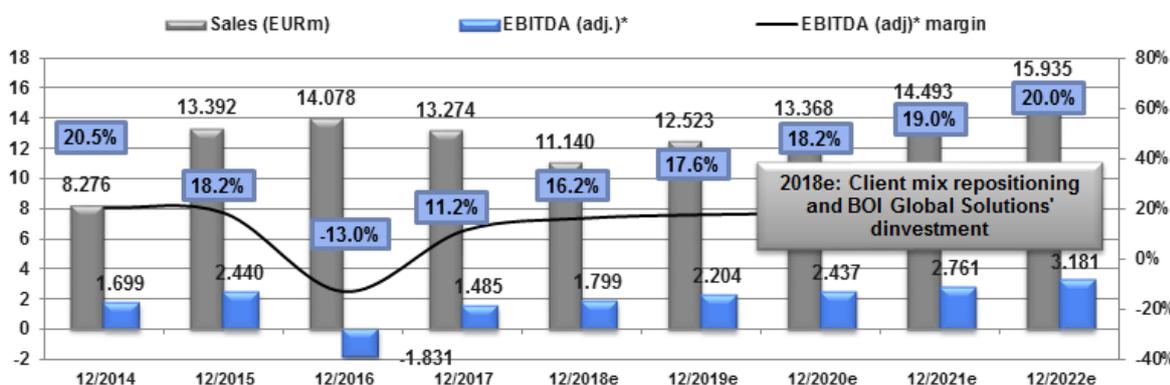
CÁTENON. ASSET & EQUITY BREAKDOWN (EURm)



Source: Catenon & GVC Gaesco Beka

Otra de las preguntas que nos vienen a la mente es... **¿No se producirá una previsible dilución de márgenes a medida que vaya creciendo la aportación del segmento RPO para terceros?** La respuesta es sin duda afirmativa, tanto RPO como recruiting global tenderán a la homogenización de sus niveles de rentabilidad y; en paralelo, también se beneficiarán simultáneamente del know-how y arquitecturas del conocimiento desarrolladas años atrás por la compañía. En cambio, no prevemos una erosión en el margen de procesos. Esperamos un sano crecimiento del fee por proceso dada la mayor complejidad de los mismos tanto en requerimientos, como en tiempo de respuesta y dada su naturaleza cada vez más global.

CÁTENON. PROFITABILITY IN CRESCENDO DUE TO ITS HIGHLY SCALABLE BUSINESS MODEL



Source: Catenon & GVC Gaesco Beka

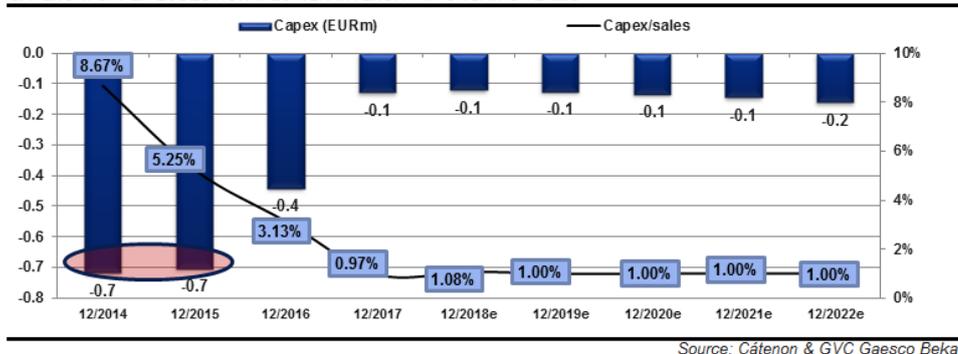
El crecimiento de EBITDA estimado para el período 2017/22e se corresponde con un CARG17/20e del +17,9%. **Estimamos unos márgenes EBITDA en el largo plazo pasando del 11,2% en 2017 al 20% en 2022e (+8,8p.p.; sensiblemente superior a la media de sus principales peers del 12,8%) y término residual de nuestro DCF.** Esta rentabilidad contrasta con los elevadísimos niveles vistos en los últimos resultados reportados por la compañía tras la exclusión de BOI Solutions (M.EBITDA 44,7% 3T18). Pensamos que niveles inferiores al 20% son factibles con el sólido crecimiento de las ventas proyectado y la dilución que supondrá la mayor contribución en el mix de ingresos de los proyectos RPO para grandes cuentas.

Intensidad de inversión en clara reducción, existen otras “fórmulas”

La industria de recruiting y gestión de talento está virando hacia la alta tecnología. Y ello requiere ingentes cantidades de inversión. Por otro lado, España no se encuentra dentro del scope en lo que a innovaciones tecnológicas se refiere para el sector. Ello da mayor flexibilidad a Catenon para realizar pruebas en su mercado doméstico.

En lo que concierne a Catenon, la empresa posee una plataforma tecnológica diferencial frente a otros competidores: SMAPICK. Ésta se compone de aplicaciones y servicios cloud donde todo su negocio queda aislado en piezas independientes. Ello permite introducir las últimas innovaciones tecnológicas disponibles en tiempo real sin interrumpir el servicio y a nivel multidispositivo y con customización multiusuario.

CATENON. CAPEX EVOLUTION... LOWER INTENSITY IN ORGANIC TERMS



Cátenon no requiere generalmente capex de mantenimiento y, de hecho, las partidas asociadas al mantenimiento de los pocos activos tangibles de la compañía son clasificadas en opex. Con todo, casi la totalidad del capex se emplea en los desarrollos tecnológicos llevados a cabo por la empresa.

La intensidad de capex fue elevada en Cátenon durante el período 2014/16 suponiendo cash outflows medios de 0,6mEUR y 1,86mEUR acumulados en el período. En el ejercicio 2015 se inició el proyecto SMAPICK con la construcción de la arquitectura tecnológica y algunas aplicaciones que en aquel momento cubrían las funcionalidades básicas del ciclo del cliente y la gestión de la relación comercial hasta el desarrollo de operaciones. Fue en 2016 cuando la citada plataforma entró en fase de preproducción con test de usuarios para la selección de candidatos. La entrada final en producción con usuarios externos estaba prevista inicialmente para finales de 2016 pero se suspendió; esperando la empresa que se produzca próximamente. Este será el momento en el cual UPICK y otros desarrollos anteriores dejarán de emplearse definitivamente. **De tal modo, a partir de Julio-2016, UPICK y otros desarrollos comenzaron a amortizarse de manera acelerada para encontrarse totalmente amortizados a finales de 2018. SMAPICK comenzará a amortizarse linealmente por un período de 5 años a partir de su entrada en producción.**

En nuestras estimaciones actuales expuestas en el gráfico no contemplamos ninguna componente de capex más allá de la orgánica. En sus resultados 2017, Cátenon mencionó que *“a lo largo de 2017 inició conversaciones para aliarse con un socio industrial –empresa de desarrollo e integradora de primer nivel- para desarrollar conjuntamente una plataforma de Adquisición de Talento sobre la base de SMAPICK; valorando la opción de lanzar la comercialización conjunta de una versión del mismo SMAPICK como SaaS-Cloud API. La nueva plataforma permitirá una mayor flexibilidad para desarrollar aplicaciones ad-hoc al cliente y soluciones 100% mobile”*.

Véase Anexo VII, Activaciones proyectos y descripción.

Generación positiva de FCF en aceleración

A cierre de 2017, el Grupo generó por segundo año consecutivo un CFOP reportado positivo de 0,9mEUR lo que consideramos que es en sí mismo un buen síntoma de la evolución de la empresa.

Como se comentó con anterioridad, **el negocio de Catenon es deficitario en términos de WC** y así lo plasmamos en nuestras estimaciones hasta 2022e con impacto negativo medio de -0,3mEUR. En cualquier caso, **el CF generado por las operaciones (CARG17/22e +22,8%)** junto con la holgada posición de apalancamiento de la compañía permitirán financiar de modo natural este desfase en circulante.

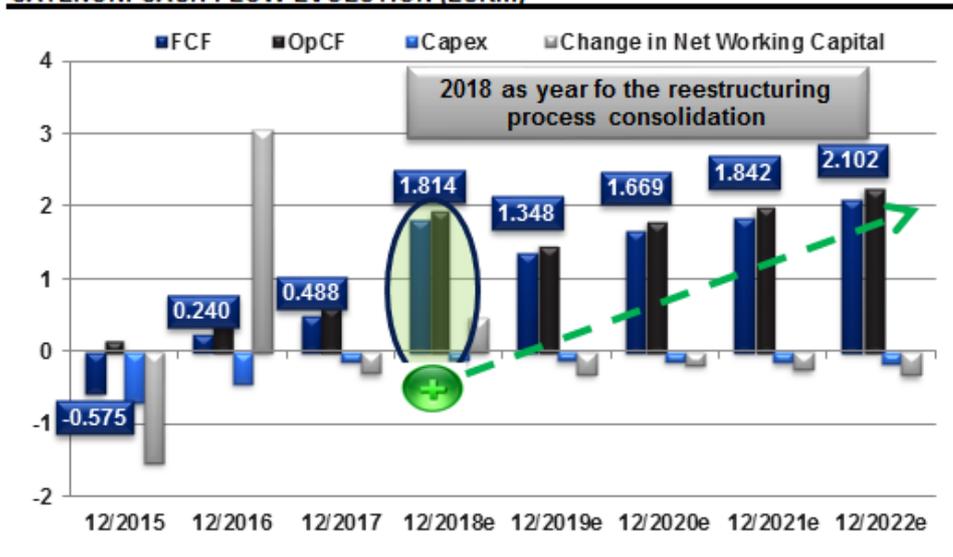
CATENON. CF BREAKDOWN (EURm)

	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Cash Flow in Operations (before NWC)	2.345	1.702	-2.397	0.924	1.459	1.782	1.991	2.238	2.582
Change in NWC	0.000	-1.532	3.070	-0.295	0.475	-0.308	-0.188	-0.251	-0.321
Cash Flow Operations	0.000	0.170	0.674	0.629	1.934	1.474	1.803	1.987	2.261
Capex	-0.717	-0.702	-0.440	-0.129	-0.120	-0.125	-0.134	-0.145	-0.159
/ Sales	9%	5%	3%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
FCF	0.000	-0.575	0.240	0.488	1.814	1.348	1.669	1.842	2.102
/ Sales	0%	-4%	2%	4%	16%	11%	12%	13%	13%
Dividends	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Pay-out	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Source: Catenon & GVC Gaesco Beka Estimates

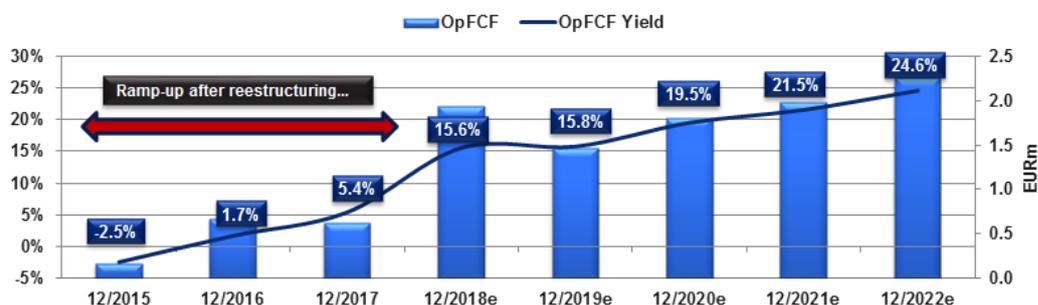
Como se observa en la tabla y gráfico adjunto, el 2018e en el que se produjo el cambio de perímetro de consolidación por la desinversión en BOI Solutions constituirá un punto de inflexión en el track-récord de Catenon. Considerando el período 2017/22e y teniendo en cuenta nuestras proyecciones, **el FCF se incrementará a un elevado CARG del +33,9%**.

CÁTENON. CASH FLOW EVOLUTION (EURm)



Source: Catenon & GVC Gaesco Beka

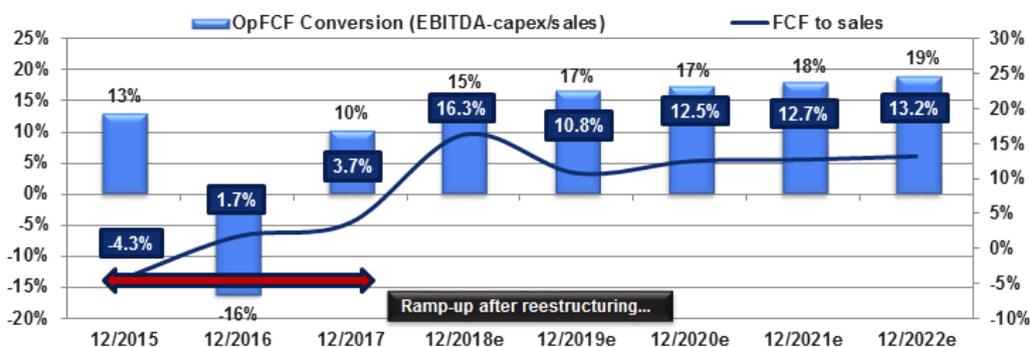
En materia de FCF yield se producirá un pequeño bache en 2019e a pesar de las recientes caídas de su cotización. Lo explicamos por la vuelta a un impacto neto de circulante negativo y desconsolidación de BOI Solutions el año precedente.

CÁTENON. STRONG FCF GENERATION ESTIMATED AFTER RESTRUCTURING PRACTICALLY FINISHED


Source: Catenon & GVC Gaesco Beka

La compañía espera registrar un **CFOp18e** de manera conservadora de **+1,3mEUR vs. +1,8mEUR** estimados. Gracias a la generación de caja orgánica de COM, junto con la desinversión en BOI Solutions, la empresa devolvió sin dificultades los vencimientos de deuda correspondientes a 2018 (1,15mEUR entre capital e intereses) con la consiguiente reducción de gastos financieros.

Con todo, estimamos un **ROCE** en clara expansión. Éste pasará desde el terreno negativo en 2016 como consecuencia de las pérdidas netas reportadas tras la reestructuración a niveles de entre un 33% y c.40% en el período 2018/20e (vs. media de comparables mundiales en el entorno del 21,8%).

CÁTENON. CASH CONVERSION


Source: Catenon & GVC Gaesco Beka

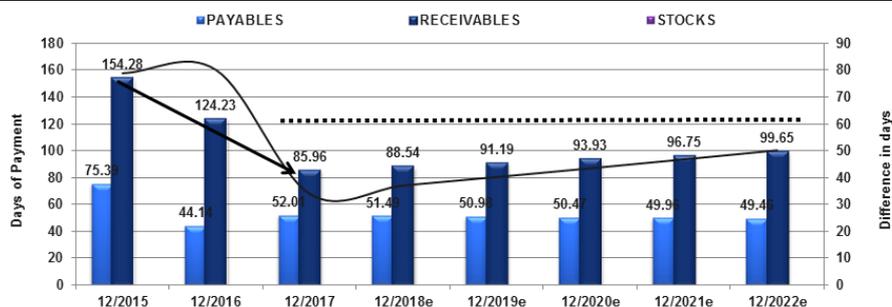
Priorizando la acertada gestión del circulante

El desfase entre las cuentas a cobrar y los pagos realizados es uno de los mayores riesgos para el negocio de Catenon; siendo por lo general su **core business deficitario en WC**. Para aminorarlo, la compañía requiere una correcta gestión financiera del circulante y un óptimo grado de apalancamiento que le confiera la suficiente flexibilidad para afrontar escenarios pico en lo que a tirantes de WC se refiere. No sólo por potenciales retrasos en los pagos de clientes, sino también como consecuencia de una elevada y rápida expansión.

Las **cuentas pendientes de cobro (clientes)** en el balance consolidado de Catenon totalizaron 2,8mEUR a cierre de 2017 (vencimiento 2018); nivel que supone una reducción del -55,6% desde el máximo más recientemente visto de 6,2mEUR en 2015. Durante 2017, Catenon registró pérdidas por créditos comerciales incobrables por un importe de 70,9kEUR vs. 167,8kEUR a/a. Normalmente, la compañía no cobra intereses sobre las

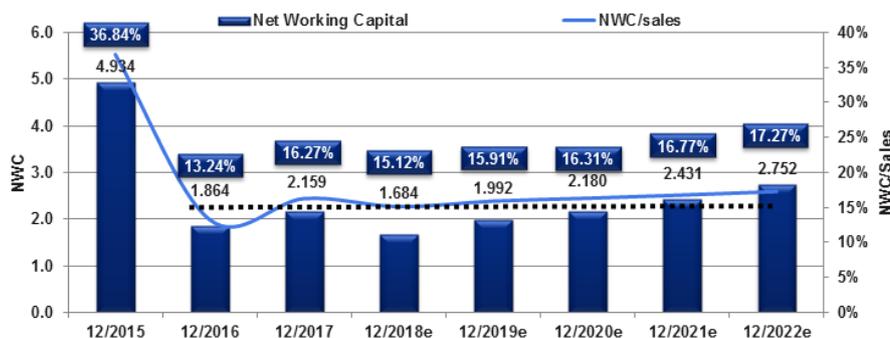
cuentas a cobrar siendo el período medio de crédito concedido de 50 días (vs. 58 días en 2016). Por otro lado, el **período medio de pago a proveedores** fue de únicamente 38 días por lo que el **spread entre ambos fue desfavorable para la compañía aunque registrando cierta mejora: 12 días en 2017 vs. 24 días a/a.**

CÁTENON. WORKING CAPITAL EVOLUTION



Source: Cátenon & GVC Gaesco Beka

CÁTENON. STABILITY IN NWC & NWC/SALES (despite expansion in top-line expected...)



Source: Cátenon & GVC Gaesco Beka

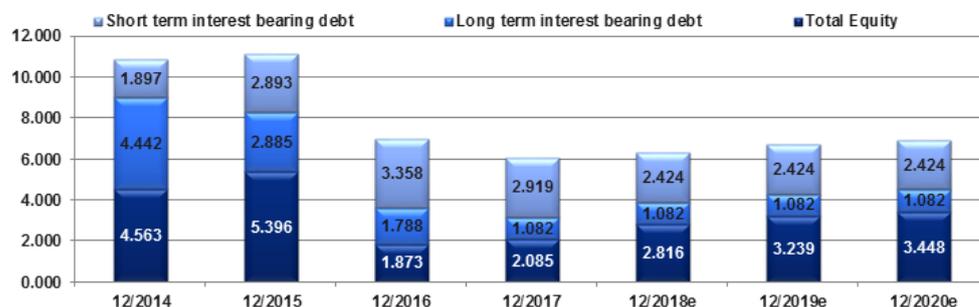
Nota. Cálculos con origen en nuestras estimaciones internas que no tienen por qué coincidir con los reportados por la propia compañía.

Cátenon estableció **contratos de factoring sin recurso** con distintas entidades financieras por un total de 345kEUR; importe que supone una clara reducción frente a 2016 (1,1mEUR) por la situación de deuda más cómoda de la empresa.

Óptimo nivel de apalancamiento

Los peores años de la empresa (2012/13) se plasmaron en una errónea estructura de deuda explicada por una mala estrategia financiera para cubrir su plan de expansión orgánica de modo que Cátenon no fue capaz de financiar el circulante. Ello tuvo como consecuencia la reestructuración y posterior ejecución de una ampliación de capital en dos tramos (1,7mEUR en 2013 y 2,4mEUR en 2014). Sin embargo, de todo se aprende... y la realidad actual no tiene nada que ver con la vivida en el pasado.

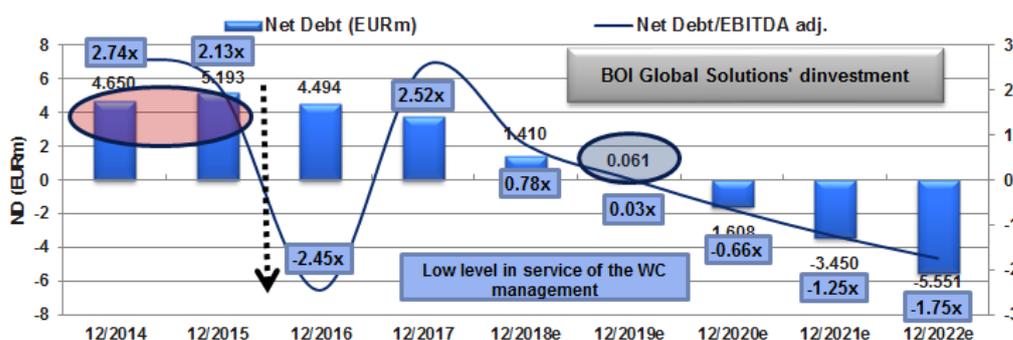
CATENON. LIABILITIES & EQUITY (EURm)



Source: Catenon & GVC Gaesco Beka

Cátenon consiguió reducir su deuda neta un -37% en los últimos tres ejercicios 2015/17 por lo que consideramos que los deberes están hechos y es hora de centrarse en el crecimiento del negocio de manera sostenible.

CÁTENON. HEALTHY & SUSTAINABLE LEVELS OF DEBT AFTER REESTRUCTURING



Source: Catenon & GVC Gaesco Beka

La **tesorería del Grupo** se dirige de manera centralizada a conseguir la mayor optimización de los recursos. El Grupo generó por segundo año consecutivo un CFOp positivo de 0,9mEUR reportados (vs. 0,7mEUR estimados por nosotros).

Su **posición de liquidez** reportada (efectivo + otros activos corrientes + financiación de circulante no dispuesta) se reforzó considerablemente en 2017 mejorando en +0,57kEUR según la empresa y pasando a 1,8mEUR a cierre de 2017 (0,355mEUR tesorería + 0,401mEUR pólizas de crédito no dispuestas + 0,262mEUR factoring sin recurso + 0,795mEUR factoring con recurso). En consecuencia, la ratio de deuda financiera sobre FFPP reportado por la compañía pasó de 2,8x en 2016 a 2x a cierre de 2017.

EURm	Long term	Short term	TOTAL
Debts with financial entities	1,082	2,913	3,994
Loans	0,618	0,847	1,466
Loans*	0,464	0,326	0,789
Credit facilities	0,000	1,295	1,295
Credit facilities*	0,000	0,444	0,444
Factoring	0,000	0,000	0,000
Other financial liabilities	0,000	0,006	0,006
Other debts	0,000	0,006	0,006
Active dividends to be paid	0,000	0,000	0,000
TOTAL	1,082	2,919	4,001

Source: Cátenon & GVC Gaesco Beka

* Financial entity as Group's shareholder

Pensamos que el camino a seguir por la compañía pasa por registrar deuda neta nula en 2019e, aunque nuestras estimaciones son más conservadoras. Para ello, se reducirá su participación en filiales hasta niveles cercanos al 20% siguiendo estrategia de MBO/franquicia de modo que se mejore la rentabilidad y reduzca el riesgo. Cátenon se desprenderá de activos como ya se vio con BOI Global Solutions con el fin de hacer caja.

Estimamos un coste medio de la financiación de Cátenon pasando desde un elevado c.7% de media en los años pico de tipos de interés elevados hasta c.4,5% en 2018e. Esperamos una progresiva reducción a medida que la empresa continúe con su proceso de desapalancamiento de modo que su coste medio sea de un óptimo (teniendo en cuenta su reducido tamaño) 3,5% en 2022e. Destacar que aproximadamente el 40% de la deuda de Cátenon estaba ligada a tipo fijo.

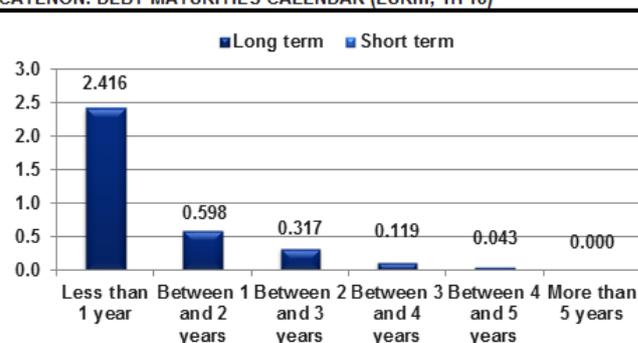
La compañía atendió con normalidad el calendario de devoluciones de deuda vigentes (asumida en su mayoría por la matriz española). También se renovaron las pólizas de crédito y operaciones de financiación de circulante que llegaban a vencimiento tanto en 2017 como en 2018 YTD.

CÁTENON. DEBT MATURITIES CALENDAR (1H'18, EURm)

Period	Debt with financial entities	Other financial liabilities	TOTAL
Less than 1 year	2.416	0.008	2.424
Between 1 and 2 years	0.598	0.000	0.598
Between 2 and 3 years	0.317	0.000	0.317
Between 3 and 4 years	0.119	0.000	0.119
Between 4 and 5 years	0.043	0.000	0.043
More than 5 years	0.000	0.000	0.000
TOTAL	3.492	0.008	3.500

Source: Cátenon & GVC Gaesco Beka

CÁTENON. DEBT MATURITIES CALENDAR (EURm, 1H'18)



Source: Cátenon & GVC Gaesco Beka

A cierre de 2017, los gastos financieros netos representaron un elevado 53,8% del EBIT. Sin embargo, dada la fuerte expansión proyectada para años sucesivos junto con la reducción orgánica de deuda y su coste medio; estimamos que éstos únicamente representarán el 9,8% del EBIT20e.

El Grupo no registró provisiones significativas (27kEUR a cierre de 2017) explicadas por eventos pasados sobre los que existe incertidumbre en cuanto a su cuantía o vencimiento y es probable que puedan darse perjuicios patrimoniales para la Sociedad en el futuro. Cátenon tampoco tenía evidencias de contingencias a cierre de 2017.

Créditos fiscales pendientes de aplicación

Cátenon acumuló pérdidas con origen en ejercicios anteriores por un valor conjunto de **11,8mEUR** entre todas sus filiales (también fondo de maniobra negativo en 2016/17 con -1,2 y -1,1mEUR respectivamente). Especialmente abultados fueron los resultados negativos vistos en 2016 (-3,6mEUR). A pesar de esta situación, Cátenon debió pagar impuestos por registrar beneficios en su matriz Cátenon S.A. y la filial Cátenon Ibérica.

Cátenon reportó en su balance 2017 unos activos por impuestos diferidos de 0,841mEUR lo que implica una reducción del -50,6% desde 2014 (en parte explicado por la degradación del negocio en LatAm). Los pasivos por impuesto diferido fueron nulos a cierre del período.

Este es el detalle de las deducciones pendientes de aplicar por el Grupo,

CÁTENON. PENDING FISCAL DEDUCTIONS (EURm)			
Generation year	Deductible amount	Limit for the deduction	Concept
2002	0,003	2017	Others
2003	0,000	2018	Others
2006	0,103	2021	Exports
2007	0,006	2022	Learning & Exports
2008	0,000	2023	Learning
2010	0,029	2028	I+D+i
2011	0,036	2029	I+D+i
2012	0,089	2030	I+D+i
2013	0,063	2031	I+D+i
2014	0,003	2029	Donations
2014	0,074	2032	I+D+i
2015	0,071	2033	I+D+i
2015	0,009	2033	Donations
2016	0,047	2034	I+D+i
2016	0,002	2034	Donations
2017	0,014	2035	I+D+i
TOTAL	0,550		

Source: Cátenon & GVC Gaesco Beka

El total mostrado en la tabla contrasta con el activo por impuesto diferido reconocido en el balance de Cátenon de 0,027mEUR en base a la mejor estimación de recuperabilidad de los mismos en los próximos 5 años. Tras consultarlo con la empresa, ésta fijó en c.0,8mEUR los activos por impuesto diferido existentes (crédito fiscal correspondientes a parte de las cuotas de las BIN sin compensar y a deducciones fiscales) que se considera 100% recuperable. Adicionalmente, la compañía posee sin activar un crédito fiscal de 1,9mEUR correspondiente a cuota de BINs sin compensar y 400kEUR de deducciones fiscales sin aplicar. De forma prudente, no tuvimos en cuenta éstos últimos en nuestra valoración.

Estimamos una **tasa fiscal efectiva oscilando entre el 21% y 19% (vs. tipo fiscal teórico de c.23% teniendo en cuenta las filiales en distintos países de la compañía)** para años sucesivos en función de las desgravaciones por I+D, pérdidas acumuladas de ejercicios anteriores y activación de créditos fiscales según la última reforma de la Ley impositiva española.

Ausencia de dividendos por ahora, primando la sostenibilidad del negocio

Consideramos que, dado el actual nivel de reducido apalancamiento de Cátenon (DN/EBITDA18e 0,78x) la empresa podría comenzar a remunerar a sus accionistas con dividendos con cargo a 2018. Sin embargo, de un modo conservador, el CdA aún no estableció su postura respecto a este aspecto. Nosotros tampoco tenemos contemplada esta posibilidad en nuestras estimaciones de cara a futuro; sin embargo, pensamos que sería posible en ausencia de M&A y a los niveles actuales de inversión la fijación de un Pay-out de entre el 20% y 30% del beneficio neto. El restante flujo de caja estaría al

servicio de la reducción de deuda y financiación del circulante necesario para la expansión del negocio de la compañía.

En cualquier caso y por el momento, el objetivo en el corto/medio plazo pasa por continuar reduciendo deuda de modo que las actividades ordinarias en sí mismas autofinancien el circulante. Se descarta la remuneración al accionista en el corto/medio plazo. Pay-out y dividend yield estimadas “0”.

Potencial actualización de su Plan Estratégico

Esperamos que Cátenon presente una actualización de su Plan Estratégico en el corto/medio plazo aunque de momento no contemplando objetivos cuantificados por la prudencia de su top-management y la alta volatilidad de sus ingresos ligados a su core business de procesos de selección.

Recordar, llegados a este punto, que el último Plan Estratégico publicado por la compañía data de la Presentación de Incorporación de la compañía al MAB en el año 2011 a un precio de 3,64EUR/acc. (-87,9% frente al precio de cotización de cierre de ayer).

En cualquier caso, Cátenon presupuestó en sus Memorias de 2017 (sin tener en cuenta la desinversión en BOI Solutions) un incremento de su línea de actividad de procesos y RPOs para grandes cuentas del +7% a/a y, de manera simultánea, una reducción en el segmento de menor rentabilidad de proyectos llave en mano del -32% a/a. Considerando ambas evoluciones, el top-line neto de la compañía pasaría de 13,3mEUR reportados en 2017 a 12,2mEUR establecidos en el citado budget de la compañía en 2017 (vs. 10,9mEUR publicado en la última previsión 2018 de Cátenon incluyendo desinversión en BOI) vs. 11,1mEUR estimados por nosotros en 2018e.

A nivel de EBITDA, la compañía estima obtener en 2018e 4,4mEUR (previsión de resultados 2018 publicada por la propia Cátenon) aproximadamente. Nuestras estimaciones marcan una cifra algo superior de 4,8mEUR.

Valoración

Empleamos dos métodos para valorar las acciones de Cátenon. En cambio, destacar que uno de ellos es meramente ilustrativo (comparables) y no lo consideramos a la hora de fijar nuestro precio objetivo base final de Cátenon. En la tabla a continuación se observa la media aritmética de precio objetivos obtenidos por cada uno de los dos métodos (DCF17/22e -consideramos que es el más adecuado al tener en cuenta la evolución y crecimiento futuro de la empresa) y finalmente Comparables.

CÁTENON AVERAGE VALUATION	
DFC	1.00
Comparables	0.87
Average Target Price	0.94

Source: GVC Gaesco Beka Estimates

Por otro lado, pensamos que la compañía será casi con total seguridad adquirida en el medio/largo plazo. Sin embargo, **no aplicamos prima por M&A a nuestro precio objetivo final de manera conservadora.**

DCF 17/22e. Valoración caracterizada por su resistencia en diversos escenarios

Consideramos este método (DCF) como el más adecuado para valorar Catenon. Empleamos el descuento de flujos de caja teniendo en cuenta un intervalo de referencia a medio/largo plazo (2017/22e). Este período estará marcado por el cambio de perímetro de consolidación tras la desinversión en BOI Solutions, las economías de escala creadas con el crecimiento orgánico de la base de clientes y la consiguiente expansión de márgenes EBITDA por un mayor apalancamiento operativo y generación de caja.

El múltiplo implícito del residual ajustado es 4,7x EV/EBITDA (peso de únicamente el 36%) y se aplicó una tasa de descuento elevada del 16,3% (WACC) con crecimiento a perpetuidad g del 1,75% (vs. 2% de media de la industria) dado el elevado crecimiento sectorial de los subsegmentos del recruiting en los que Cátenon tiene posicionamiento.

CÁTENON. DCF VALUATION CONSIDERING ONLY ORGANIC GROWTH										
CASH FLOW (EURm)	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	VR
Sales	8.276	13.392	14.078	13.274	11.140	12.523	13.368	14.493	15.935	16.214
Adj. EBITDA	1.699	2.440	-1.831	1.485	1.799	2.204	2.437	2.761	3.181	3.243
Adj. EBITDA M.	20.5%	18.2%	-13.0%	11.2%	16.2%	17.6%	18.2%	19.0%	20.0%	20.0%
DDA	-0.003	-0.022	-0.238	-0.006	-0.006	-0.006	-0.006	-0.006	-0.006	-0.006
EBIT	1.696	2.419	-2.069	1.480	1.794	2.199	2.431	2.755	3.175	3.237
Effective tax rate	14.6%	-1250.6%	-22.0%	-21.0%	-19.6%	-19.6%	-19.6%	0.0%	0.0%	19.5%
NOPLAT	1.448	32.668	-2.524	1.790	2.149	2.634	2.912	2.755	3.175	2.606
Depreciation&other provisions	0.780	0.867	0.931	0.923	0.900	0.800	0.800	0.700	0.700	0.006
Gross Operating Cash Flow	2.228	33.535	-1.592	2.713	3.049	3.434	3.712	3.455	3.875	2.612
Capex	-0.717	-0.702	-0.440	-0.129	-0.120	-0.125	-0.134	-0.145	-0.159	-0.162
Capex/sales	8.7%	5.2%	3.1%	1.0%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
Change in Net Working Capital		-1.532	3.070	-0.295	0.475	-0.308	-0.188	-0.251	-0.321	-0.294
Cash Flow to be discounted		31.300	1.037	2.289	3.404	3.001	3.391	3.060	3.395	2.155
DCF VALUATION (EUR m)										
WACC					16.3%	16.3%	16.3%	16.3%	16.3%	16.3%
Discount Rate factor					1.00	0.86	0.74	0.64	0.55	0.47
Discounted Cash Flow					3.404	2.580	2.506	1.944	1.855	
Cumulated DCF					3.404	5.984	8.490	10.434	12.288	
WACC & DCF ANALYSIS										
Free Risk Rate (10y Govn. Bonds)	3.5%		Cumulated DCF	12.288				- Net Financial Debt (18e)		1.4
Company Risk Factor or Beta	2.7		Perpetual Growth Rate (g)	1.75%				- Minorities (estimated value)		0.1
Mkt Risk Premium	5.0%		Normalised Annual CF	2.155				+ Associates		0.0
Cost of Equity (Ke or COE)	17.0%		Terminal Value at Nominal Year	15.054				- Pension underfunding		0.0
Cost of Debt (gross)	4.5%		Disc. Rate of Terminal Value	0.47				- Off-balance sheet commitm.		0.0
Debt Tax Rate	25.0%		Discounted Terminal Value	7.070						
Cost of Debt net (kd or COD)	3.4%							Equity Market Value (EUR m)		18.2
Target Gearing (D/E) or % Kd	5%		Financial assets	0.302				Number of shares (m)		18.7
% Ke	95%		Enterprise Value (EURm)	19.7				Fair Value per share (EUR)		1.0
Normative Tax Rate	23%							Price (EUR)		0.440
WACC	16.3%							Potential upside (downside)		120%

Source: GVC Gaesco Beka Estimates

DCF VALUATION SENSITIVITY. WACC vs. g

W.A.C.C.	Perpetuity growth rate				
	0.75%	1.25%	1.75%	2.25%	2.75%
14.3%	1.05	1.03	1.03	1.05	1.09
15.3%	1.11	1.09	1.09	1.11	1.16
16.3%	1.11	1.09	1	1.11	1.16
17.3%	1.05	1.03	1.03	1.05	1.09
18.3%	0.94	0.92	0.92	0.94	0.97

Source: GVC Gaesco Beka Estimates

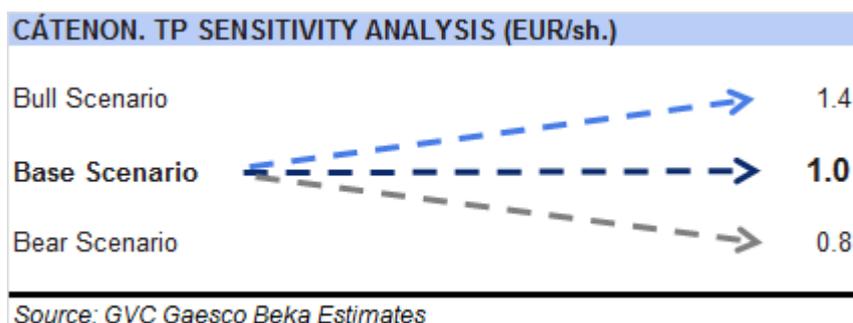
DCF VALUATION SENSITIVITY. WACC vs. Adj. EBITDA M.

WACC	Residual Adj. EBITDA M.				
	21.0%	20.5%	20.0%	19.5%	19.0%
14.3%	1.12	1.10	1.09	1.07	1.06
15.3%	1.05	1.04	1.02	1.01	1.00
16.3%	0.99	0.98	1	0.96	0.94
17.3%	0.94	0.93	0.92	0.91	0.90
18.3%	0.90	0.89	0.88	0.87	0.86

Source: GVC Gaesco Beka Estimates

Como se comentó en el presente informe, **existen don inputs para el negocio de Cátenon con una importancia capital en cuanto a la variabilidad de nuestra valoración** y, por tanto, del precio objetivo final de la empresa. Ambos son parte del core business de Cátenon y determinan la evolución de su principal línea de ingresos B2B ligada al recruiting y adquisición de talento. **Se trata del número de procesos anuales contratados y del fee medio por proceso.**

Hemos procedido a modular ambos parámetros únicamente en 2019e para establecer los escenarios worst y bear mediante una variación de entre un +15% y -15% en ambos. La variabilidad es de únicamente +0,4 y -0,2EUR/acc. En cambio, si prolongamos esta contracción/expansión al resto de años de nuestro modelo obtenemos los siguientes precios objetivos,



¿Por qué esta alta resistencia del precio objetivo? A consecuencia de los siguientes factores,

- Elevado margen de caída para el process fee por los amplios márgenes brutos de Cátenon en dicho segmento y la industrialización con éxito del servicio de recruiting.
- Reestructuración ya completada con éxito con amplio recorte en coste de las ventas y personal.
- Capex/ventas ya muy limitado con los esfuerzos de inversión ya realizados en años atrás.
- Óptimo nivel de deuda que protege a la compañía no sólo de rigideces de circulante sino también de contracción extremas en materia de CFOP.

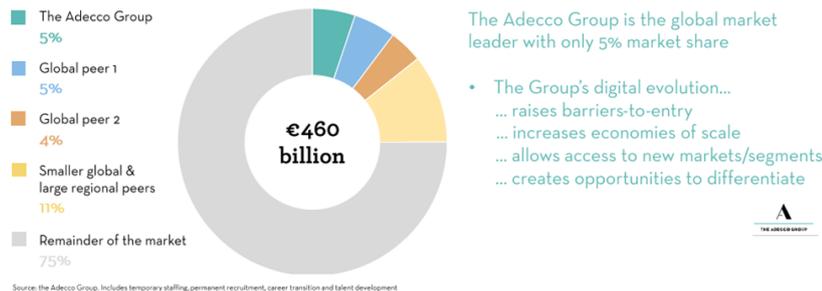
Finalmente **elaboramos un nuevo análisis de sensibilidad en función de la incorporación de revenue managers adicionales** que se mencionó en apartados anteriores. Considerando esto resultan incrementos de ventas netas en la división de Procesos de c.+128%. Si además tenemos en cuenta los costes de personal adicionales el nuevo precio objetivo sería de 1,4EUR/acc.

Comparables: alta fragmentación de mercado y divergencia entre players

Véanse Anexos I, II y III acerca de las principales actividades, origen e hitos de cada uno de los comparables cotizados de Catenon.

Considerando el mercado total, éste posee un volumen de negocio de más de 460bnUSD y está altamente fragmentado. Adecco es el líder global con únicamente un share que ronda aproximadamente el 5% por lo que, en nuestra opinión, el mercado afrontará en los próximos años una más que probable consolidación.

DIGITAL & RISING COMPLEXITY WILL ENCOURAGE CONSOLIDATION OF THE HIGHLY FRAGMENTED INDUSTRY



The Adecco Group is the global market leader with only 5% market share

- The Group's digital evolution...
 - ... raises barriers-to-entry
 - ... increases economies of scale
 - ... allows access to new markets/segments
 - ... creates opportunities to differentiate

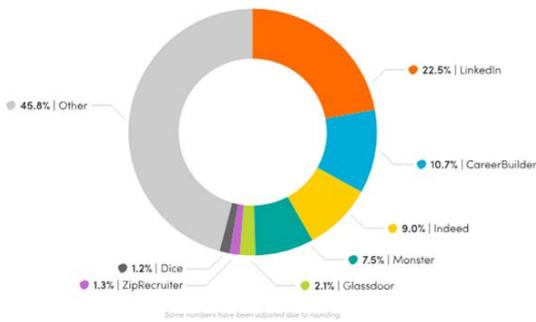


Source: Adecco Group & GVC Gaesco Beka

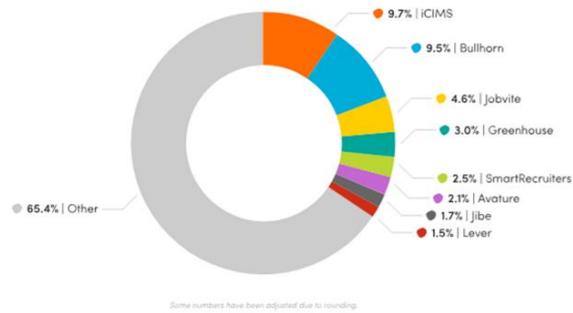
Estos son los subsegmentos que lo componen con la cuota de mercado de cada uno de los principales actores de los mismos,

TALENT ACQUISITION MARKET PER PLAYER. ESTIMATED MARKET SHARES

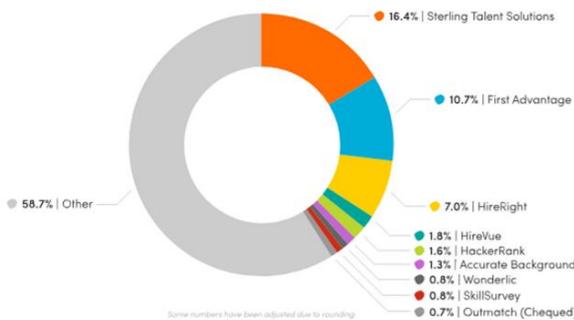
Candidate Discovery Market Share



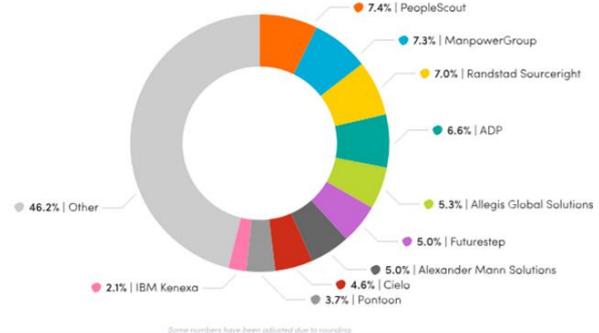
Candidate Management Market Share



Candidate Intelligence Market Share



RPO Market Share



Source: 2017 The Starr Conspiracy & GVC Gaesco Beka

Destacar que las compañías cotizadas posicionadas en el segmento RPO (es el caso de Adecco o Michael Page) generalmente cotizan con una prima respecto a otras únicamente especializadas en ETT (generalmente con descuento) o recruiters puros.

Algunos ejemplos de ETTs, o al menos con una parte de su negocio en dicho segmento, son Randstad, Adecco, Manpower, Hays y Page Group entre otros. Es importante mencionar que una parte relevante de sus facturaciones reportadas se corresponden con las nóminas de los trabajadores de sus clientes. Se trata, por lo general, de negocios vinculados a la financiación de circulante y de bajos márgenes.

Por otro lado y al igual que en otros muchos sectores, la empresas con alta componente tecnológica como es el caso de Cátenon poseen múltiplos implícitos superiores al resto. En cambio, y como se observa en las tablas de las páginas siguientes, este hecho no se da por el momento en las acciones de Cátenon estando un 14,7% y 31,8% infravaloradas en términos de PER e EV/EBITDA 2018e respectivamente respecto al conjunto del sector. El gap en EV/EBITDA es aún más acentuado comparando con techs como Seek (21x).

Consideramos que la valoración por comparables es meramente ilustrativa y no le damos ningún peso a la hora de establecer nuestro precio objetivo final de Cátenon.

¿En qué nos basamos para esta afirmación? Fundamentalmente en los siguientes factores,

- I. **Los múltiplos de Cátenon desde su creación hasta al menos 2019/20e no son representativos por encontrarse su negocio en fase de ramp-up** habiendo sido el 2018 su primer año en el que podría afirmarse que su transformación y reestructuración están prácticamente completadas.
- II. **No existe un consenso fiable de gran parte de los comparables directos de Cátenon y algunos de ellos no cotizan en Bolsa.**
- III. **Los KPIs financieros y múltiplos más accesibles son de empresas de recruiting con pesos de negocio por segmentos muy heterogéneos en comparación con Cátenon** (Adecco, Hays, Heidrick & Struggle, Manpower, PageGroup, Randstad, Robert Half o Robert Walkers entre otros).

Esta es nuestra valoración por comparables obtenida a partir del EV/EBITDA18e medio de las tablas adjuntas en las páginas siguientes. Nos fue imposible hacer una comparativa seria con el consenso al no existir éste y ser la nuestra la primera cobertura sobre el valor.

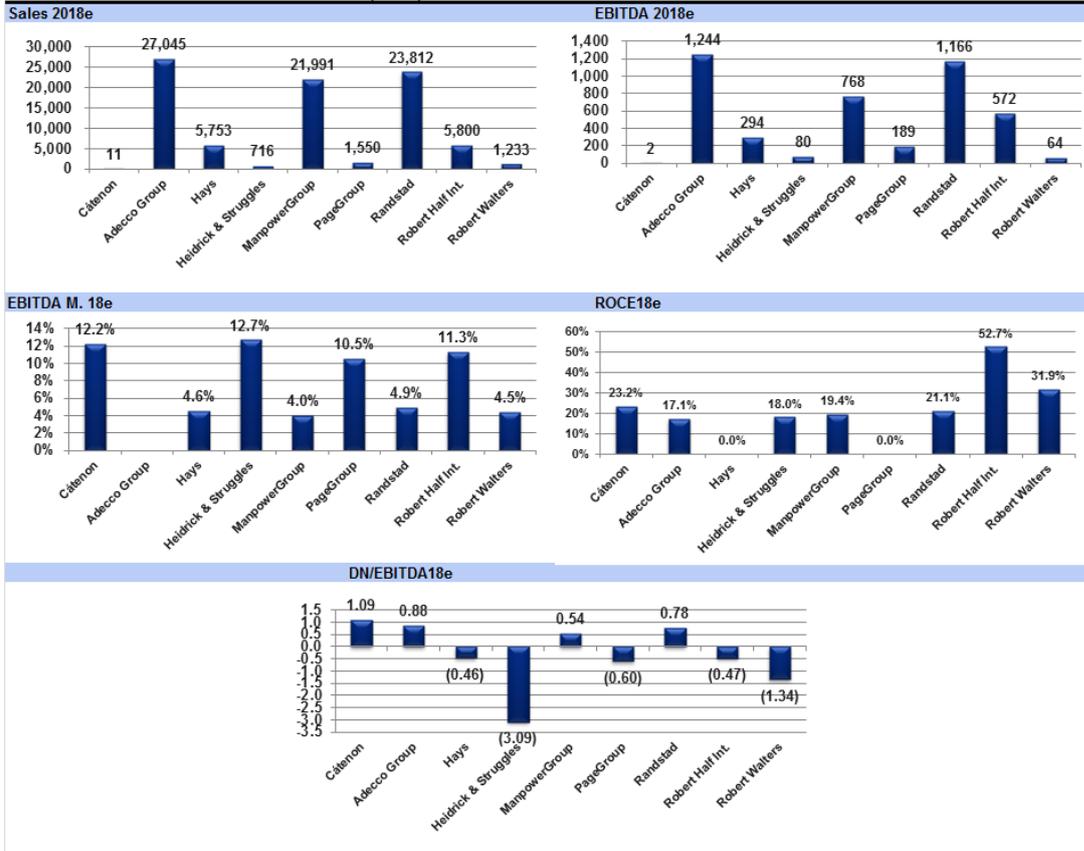
CÁTENON. COMPARABLES VALUATION	
Adj. EV/EBITDA18e	8.3
EBITDA18e	2.1
EV	17.7
Net Debt *	1.4
Market Cap.	16
Number of Shares **	18.7
Target Price	0.87

Source: GVC Gaesco Beka Estimates. * Net Debt 2018e

** Diluted number of shares excl. treasury stocks

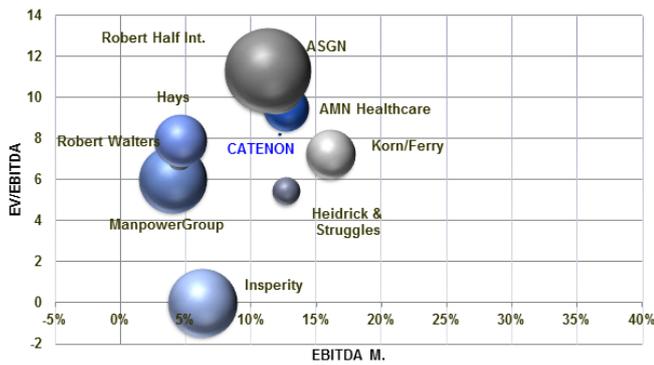


CATENON's PEERS. MAIN SELECTED FINANCIALS (EURm)

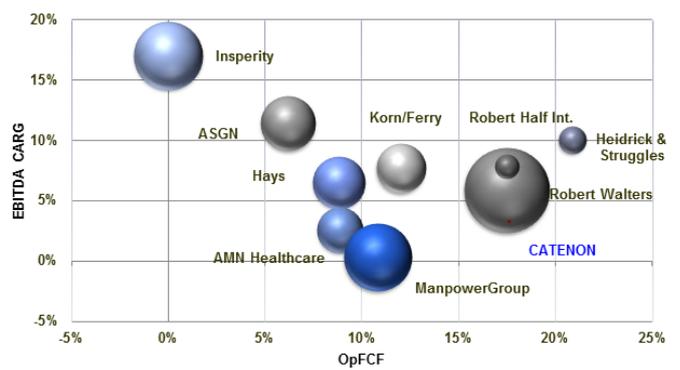


Source: Factset & GVC Gaesco Beka Estimates

CATENON PEERS. EV/EBITDA vs. EBITDA M. 2018e



OpFCF yield18e vs. EBITDA CARG17/20e



Source: Factset & GVC Gaesco Beka Estimates

TALENT ACQUISITION & TECHNOLOGY SECTOR.											
Company	Country	Market cap. (EURm)	Sales 2018e	EBITDA M. 2018e	EBITDA M. 2019e	EBITDA CARG17/20e	OpCF Yield 2018e	OpCF Yield 2019e	Adj. PER 2018e	Adj. PER 2019e	
CATENON	SPAIN	8.1	10.6	12.18%	13.69%	3.30%	17.54%	16.55%	18.49	8.30	
Altech Corporation	JAPAN	339.1	32,781.0		11.31%				13.71	13.18	
Creek & River	JAPAN	201.2	29,530.0		7.47%				22.06	18.17	
HITO-Communications	JAPAN	233.4	62,322.0						19.83	17.56	
HRnetGroup	SINGAPORE	526.7	428.5	14.63%	15.42%	6.29%	10.07%	14.66%	15.44	14.07	
Humanica Public	THAILAND	185.8	515.0		35.77%	19.45%	3.03%	3.08%	49.49	36.42	
Insource	JAPAN	291.0	4,536.0		21.88%						
Mastech Digital	UNITED STATES	65.8									
Morneau Shepell	CANADA	1,134.2	722.3	18.97%	20.72%	11.74%	2.97%	4.92%			
NISSO	JAPAN	315.2	69,200.3						21.64	18.93	
People Corporation	CANADA	304.1	130.5	21.16%	21.74%	19.66%	3.61%	3.75%			
TrueBlue	UNITED STATES	769.1	2,499.2	5.16%	4.78%	1.44%	14.03%	11.82%			
WDB Holdings	JAPAN	441.2	42,600.0						18.80	16.68	
Yin He Holdings	HONG KONG	85.8									
Adecco Group	SWITZERLAND	7,527.2	27,045.1	5.22%	4.75%	(1.10%)	9.41%	9.93%	9.87	10.88	
AMN Healthcare	UNITED STATES	1,929.7	2,136.1	12.66%	11.86%	2.59%	8.85%	7.53%			
ASGN	UNITED STATES	2,826.2	3,399.8	11.86%	11.72%	11.44%	6.18%	7.17%			
Beijing Career	CHINA	865.8	2,174.5								
Capita	UNITED KINGDOM	2,268.5	3,954.9	10.05%	11.43%	(0.86%)	(6.22%)	7.45%	8.92	9.01	
Cross Country Healthcare	UNITED STATES	243.5	816.5	3.84%	3.14%	(4.50%)	6.17%	6.14%			
DIP	JAPAN	918.7	42,254.8	33.04%	30.21%	(4.07%)	10.84%	12.38%	11.24	12.59	
En-Japan	JAPAN	1,385.7	48,843.1	29.60%	28.37%	13.53%	7.19%	8.59%	18.83	16.27	
Fullcast	JAPAN	678.1	38,852.0		17.19%	15.41%			22.13	16.94	
Hays	UNITED KINGDOM	2,549.4	5,753.3	4.58%	4.60%	6.50%	8.79%	10.29%	13.36	12.53	
Heidrick & Struggles	UNITED STATES	688.9	716.0	12.67%	11.65%	10.06%	20.85%	12.47%			
Info Edge India	INDIA	2,779.3	10,941.2	26.47%	32.98%	16.00%	1.53%	1.92%	70.86	66.65	
Insperty	UNITED STATES	4,430.3	3,828.5	6.26%	6.39%	17.04%					
Kforce	UNITED STATES	812.2	1,418.4	6.64%	6.81%	6.55%	8.73%	9.80%			
Korn/Ferry	UNITED STATES	2,245.9	1,938.0	16.07%	15.95%	7.69%	12.00%	10.59%			
ManpowerGroup	UNITED STATES	4,313.3	21,991.2	4.01%	4.05%	0.32%	10.79%	10.14%			
Mcmillan Shakespear	AUSTRALIA	629.3	545.4	26.26%	25.28%	5.53%	11.15%	7.96%	10.94	11.08	
Meitec Corp	JAPAN	1,170.2	97,412.5		13.41%	3.26%	7.80%	8.41%	16.06	15.51	
PageGroup	UNITED KINGDOM	1,702.1	1,549.9	10.52%	11.69%	9.20%	8.63%	11.41%	13.84	12.27	
Perficient	UNITED STATES	823.9	498.4	14.33%	14.96%	5.07%			17.55	16.38	
PERSOL Holdings	JAPAN	3,450.4	928,285.9	5.96%	6.43%	10.67%	8.63%	10.62%	13.90	11.35	
Quess Corp.	INDIA	1,411.2	85,039.4		6.00%	20.53%	2.03%	2.81%	34.51	24.73	
Randstad	NETHERLANDS	8,287.2	23,812.0	4.90%	4.88%	1.40%	8.70%	11.61%	9.96	10.85	
Robert Half Int.	UNITED STATES	6,855.6	5,800.3	11.26%	11.21%	5.87%	7.37%	8.54%			
Robert Walters	UNITED KINGDOM	535.9	1,233.2	4.45%	4.99%	7.83%	17.48%	2.27%	13.38	12.42	
Seek	AUSTRALIA	3,960.4	1,310.2	26.33%	29.86%	8.30%	5.77%	4.15%	26.90	32.75	
Sthree	UNITED KINGDOM	455.7	1,258.2	4.84%	4.89%	8.68%	5.01%	13.00%	10.12	9.06	
TeamLease Services	INDIA	643.5	44,944.2		2.46%	25.48%	1.88%	2.99%	48.36	35.35	
MEDIAN PEERS		818.0	3,891.7	11.56%	11.67%	7.69%	8.63%	8.57%	16.81	14.79	
AVERAGE PEERS		1,697.4	41,325.7	13.00%	13.61%	8.19%	8.03%	8.43%	21.16	18.46	
% premium/(discount) CATENON vs. AVERAGE		-99.5%	-100.0%	-1pp	.0pp	-6pp	1.2pp	1.0pp	-12.6%	-55.0%	

Source: Factset & GVC Gaesco Beka Estimates.



TALENT ACQUISITION & TECHNOLOGY SECTOR.

Company	Country	Market cap. (EURm)	Adj. EV/EBITDA 2018e	Adj. EV/EBITDA 2019e	Adj. EPS 2018e	Adj. EPS 2019e	DPS 2018e	DPS 2019e	Dividend Yield 2018e	Dividend Yield 2019e	ROCE 2018e	ROCE 2019e	ROE 2018e	ROE 2019e	ND/EBITDA 2018e	ND/EBITDA 2019e	Capex/sales 2018e	Capex/sales 2019e
CATENON	SPAIN	8.1	8.23	5.45	0.04	0.06	0.00	0.00	0.00%	0.00%	23.2%	29.9%	22.1%	31.7%	1.09	1.15	1.13%	1.05%
Altech Corporation	JAPAN	339.1			1.10	1.13	0.64	0.56	4.28%	3.74%	32.8%	31.2%					2.64%	0.43%
Creek & River	JAPAN	201.2			0.42	0.52	0.10	0.10	1.08%	1.12%	20.8%	23.8%					1.23%	1.09%
HITO.Communications	JAPAN	233.4			0.63	0.74	0.12	0.14	0.92%	1.04%	20.1%	20.9%					0.34%	0.31%
HRnetGroup	SINGAPORE	526.7	8.04	6.46	0.03	0.04	0.02	0.02	3.63%	3.72%	17.5%	17.6%	14.4%	15.8%	(4.63)	(4.40)	0.42%	0.35%
Humanica Public	THAILAND	185.8			0.01	0.01	0.00	0.00	0.83%	1.19%			10.9%	14.4%			12.52%	9.07%
Insource	JAPAN	291.0			0.30	0.38	0.09	0.11	0.56%	0.65%	31.4%		22.4%					
Mastech Digital	UNITED STATES	65.8																
Morneau Shepell	CANADA	1,134.2	15.91	12.38	0.24	0.56	0.52	0.52	2.92%	2.92%			3.9%	9.2%	3.41	2.50	5.04%	6.46%
NISSO	JAPAN	315.2			1.07	1.32	0.37	0.44	2.04%	2.39%	22.8%	25.0%					0.43%	0.39%
People Corporation	CANADA	304.1	17.25	13.47	(0.08)	0.07	0.00	0.00	0.00%	0.00%	9.1%	10.2%	(5.5%)	4.7%	0.62	0.26	7.27%	3.09%
TrueBlue	UNITED STATES	769.1	6.96	6.65	2.01	1.98	0.00	0.00	0.00%	0.00%	9.2%	8.5%	15.4%	12.3%	0.26	(0.31)	0.68%	0.71%
WDB Holdings	JAPAN	441.2			1.21	1.36	0.18	0.21	0.79%	0.93%	27.7%	26.6%					0.47%	0.43%
Yin He Holdings	HONG KONG	85.8																
Adecco Group	SWITZERLAND	7,527.2	6.92	7.39	4.60	4.22	2.26	2.33	5.02%	5.15%	17.1%	17.9%	21.2%	17.2%	0.88	0.76	0.64%	0.57%
AMN Healthcare	UNITED STATES	1,929.7	9.49	9.48	2.92	2.69	0.00	0.00	0.00%	0.00%	17.1%	17.7%	25.1%	17.3%	1.47	1.04	1.50%	1.50%
ASGN	UNITED STATES	2,826.2	10.57	8.88	3.88	4.14	0.00	0.00	0.00%	0.00%	10.9%	12.3%	19.6%	17.4%	2.69	1.87	0.88%	0.92%
Beijing Career	CHINA	865.8			0.09	0.12	0.00	0.01	0.06%	0.13%	25.6%	28.7%	15.5%	17.2%			3.28%	0.59%
Capita	UNITED KINGDOM	2,268.5	6.34	5.88	0.15	0.14	0.00	0.00	0.00%	0.00%	12.6%	11.7%		2071.6%	1.41	1.43	3.78%	4.58%
Cross Country Healthcare	UNITED STATES	243.5	10.86	13.55	0.11	0.06	0.00	0.00	0.00%	0.00%	4.9%	2.8%	2.0%	1.1%	2.14	2.22	0.60%	0.82%
DIP	JAPAN	918.7	6.54	6.88	1.28	1.42	0.37	0.40	2.55%	2.79%	49.2%	43.7%	35.3%	31.3%	(1.43)	(2.00)	3.00%	2.68%
En-Japan	JAPAN	1,385.7	9.65	7.97	1.45	1.74	0.51	0.66	1.86%	2.43%	34.0%	34.3%	24.0%	24.3%	(2.04)	(2.21)	1.95%	1.74%
Fullcast	JAPAN	678.1			0.71	1.01	0.26	0.32	1.45%	1.83%	42.0%	41.5%	26.5%	29.8%			0.69%	0.47%
Hays	UNITED KINGDOM	2,549.4	7.89	7.48	0.13	0.14	0.09	0.11	5.40%	6.10%	32.4%	32.4%	23.8%	23.8%	(0.46)	(0.51)	0.43%	0.48%
Heidrick & Struggles	UNITED STATES	688.9	5.45	4.86	2.29	2.19	0.48	0.53	1.32%	1.47%	18.0%	16.3%	19.0%	15.8%	(3.09)	(3.37)	0.84%	0.54%
Info Edge India	INDIA	2,779.3	69.78	52.93	0.29	0.37	0.07	0.09	0.31%	0.41%	16.2%	18.7%	12.1%	13.8%	(6.04)	(5.41)	9.75%	1.79%
Insperty	UNITED STATES	4,430.3			3.33	4.09											0.44%	0.41%
Kforce	UNITED STATES	812.2	10.46	9.50	2.02	2.22	0.53	0.64	1.70%	2.04%	28.2%	26.9%	34.5%	31.2%	0.77	0.26	0.49%	0.49%
Korn/Ferry	UNITED STATES	2,245.9	7.25	6.51	2.97	3.21	0.36	0.36	0.91%	0.89%	12.1%	13.8%	14.4%	14.6%	(0.89)	(1.12)	2.53%	2.45%
ManpowerGroup	UNITED STATES	4,313.3	6.03	5.80	7.84	6.90	1.73	1.71	2.47%	2.40%	19.4%	17.5%	22.9%	17.0%	0.54	0.35	0.28%	0.27%
Mcmillan Shakespeare	AUSTRALIA	629.3	8.93	9.09	0.72	0.68	0.45	0.45	5.75%	5.77%	19.4%	15.7%	25.2%	23.0%	1.74	1.84	10.00%	3.24%
Meitec Corp	JAPAN	1,170.2			2.37	2.49	1.43	1.50	3.68%	3.87%	21.0%	21.1%	19.3%	19.0%			0.62%	0.59%
PageGroup	UNITED KINGDOM	1,702.1	8.41	7.27	0.38	0.42	0.30	0.33	5.77%	6.41%			32.7%	32.1%	(0.60)	(0.73)	1.52%	1.36%
Perficient	UNITED STATES	823.9			1.40	1.52												
PERSOL Holdings	JAPAN	3,450.4	7.58	5.57	0.84	1.01	0.17	0.21	1.19%	1.43%	18.9%	20.3%	15.1%	15.7%	(0.10)	(0.49)	0.49%	0.46%
Quess Corp.	INDIA	1,411.2			0.26	0.37	0.00	0.00	0.00%	0.00%	9.5%	15.1%	10.7%	13.2%			1.60%	1.21%
Randstad	NETHERLANDS	8,287.2	7.89	7.98	4.54	4.22	3.27	2.63	7.23%	5.82%	21.1%	19.8%	18.8%	16.7%	0.78	0.57	0.44%	0.45%
Robert Half Int.	UNITED STATES	6,855.6	11.32	10.00	3.12	3.57	0.97	1.03	1.71%	1.78%	52.7%	48.6%	37.3%	35.9%	(0.47)	(0.76)	0.71%	0.94%
Robert Walters	UNITED KINGDOM	535.9	7.08	6.70	0.53	0.58	0.17	0.19	2.39%	2.62%	31.9%	27.7%	22.2%	21.1%	(1.34)	(1.05)	0.51%	0.55%
Seek	AUSTRALIA	3,960.4	20.97	15.51	0.43	0.35	0.29	0.28	2.56%	2.48%	10.8%	11.8%	17.0%	13.7%	2.65	2.00	8.70%	8.58%
Stthree	UNITED KINGDOM	455.7	6.56	5.86	0.34	0.38	0.17	0.17	4.83%	5.00%	45.2%	47.3%	37.5%	35.5%	0.10	(0.03)	0.41%	0.45%
TeamLease Services	INDIA	643.5			0.76	1.03	0.00	0.03	0.00%	0.07%	22.9%	25.8%	18.7%	20.4%			0.69%	0.18%
MEDIAN PEERS		818.0	8.13	7.44	0.74	1.01	0.17	0.20	1.39%	1.63%	20.47%	20.63%	19.44%	17.28%	0.40	0.11	0.77%	0.65%
AVERAGE PEERS		1,697.4	11.63	9.98	1.42	1.49	0.42	0.42	1.98%	2.07%	22.82%	23.04%	19.81%	83.68%	(0.02)	(0.24)	2.34%	1.62%
% premium/(discount) CATENON vs. AVERAGE			-99.5%	-29.2%	-45.4%	-97.2%	-95.9%	-100.0%	-100.0%	-100.0%	1.6%	29.9%	11.7%	-62.1%	-5326.0%	-584.8%	-51.8%	-35.5%

Source: Factset & GVC Gaesco Beka Estimates.

Evolución dispar del precio de la acción, aunque sensiblemente superior al índice en el largo plazo

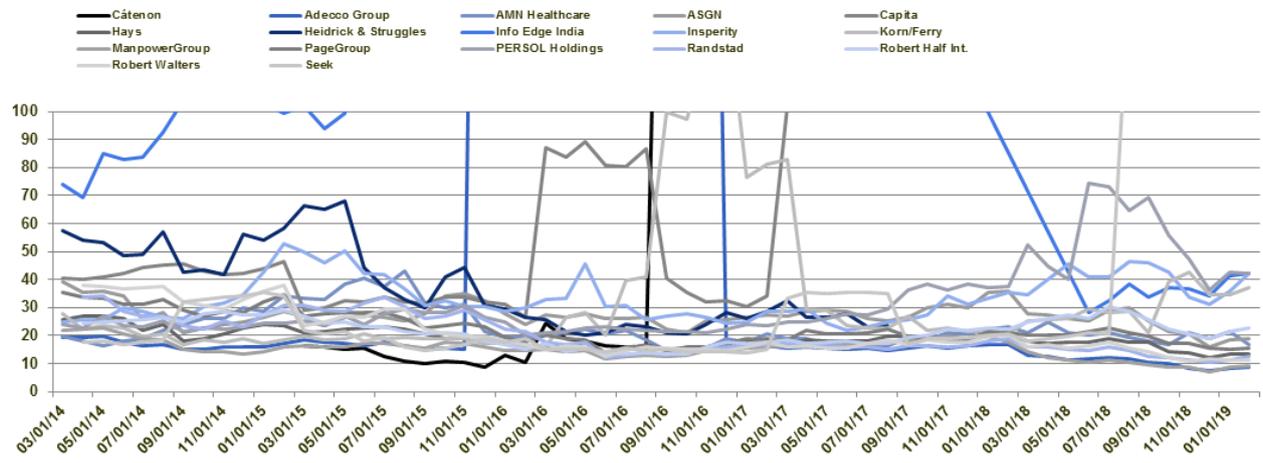
En la tabla adjunta se muestra el espectro de comparables directos y no tan obvios de Catenon. Es un hecho que la media de la evolución del precio de la acción de los mismos tomando como horizonte los 5 últimos años fue sensiblemente superior al índice más comparable de referencia (S&P Software & Services): +163,2% vs. +95% del índice. En el caso concreto de Catenon, la evolución fue negativa para el mismo período temporal de referencia con una reducción del precio de sus acción del -72,8%. Ello se explica por el proceso de reestructuración y saneamiento crediticio llevado a cabo por la compañía en los últimos años y que podría afirmarse que está prácticamente finalizado.

HUMAN RESOURCES SECTOR. SHARE PRICE EVOLUTION vs. INDEXES

Company	Market Cap. (EURm)	% Change YTD	% Change 1 Week	% Change 1 Month	% Change 3 Month	% Change 6 Months	% Change 1 Year	% Change 3 Years	% Change 5 Years
Catenon	8	-20.3%	-8.3%	-11.6%	-32.3%	-29.0%	-22.8%	-56.4%	-72.8%
Altech Corporation	302	19.3%	-0.6%	12.0%	-2.0%	-20.3%	-4.6%	71.5%	356.6%
Creek & River	195	23.7%	-0.9%	1.7%	-2.0%	-6.6%	28.0%	164.7%	209.1%
HITO-Communications	230	16.0%	0.7%	0.5%	-15.9%	-2.5%	-4.9%	-12.5%	99.8%
HRnetGroup	528	1.6%	1.8%	4.5%	1.0%	-5.2%	10.1%		
Humanica Public	185	8.7%	1.1%	-0.6%	1.3%	0.5%			
Insource	306	24.1%	-1.6%	-0.6%	-4.6%	-4.4%	33.4%		
Mastech Digital	67	11.4%	2.9%	-5.0%	5.7%	-37.6%	37.0%	74.0%	19.6%
Morneau Shepell	1,160	12.7%	-1.2%	1.9%	3.9%	1.6%	21.8%	64.6%	82.5%
NISSO	345		2.7%	23.7%	39.4%	2.3%			
People Corporation	311	10.1%	-0.8%	-3.8%	7.7%	-3.9%	15.7%	196.4%	373.2%
TrueBlue	806	3.3%	-0.4%	-6.4%	-3.9%	-19.7%	-7.4%	-11.8%	-4.2%
WDB Holdings	479	25.5%	3.1%	9.7%	7.8%	-22.1%	-23.8%	223.6%	441.4%
Yin He Holdings	77	-6.4%	-4.5%	4.3%	-14.3%	-40.0%	-16.1%	-63.8%	118.7%
Adecco Group	7,465	13.9%	0.5%	3.4%	5.8%	-9.4%	-23.1%	-17.8%	-24.9%
AMN Healthcare	1,938	-16.6%	-4.3%	-27.6%	-22.3%	-16.8%	-10.3%	46.5%	298.1%
ASGN	2,941	17.1%	-2.0%	0.7%	-1.6%	-28.1%	-12.0%	72.8%	117.9%
Beijing Career	813	32.7%	1.7%	19.7%	17.3%	23.2%	69.5%		
Capita	2,393	15.5%	-1.4%	9.8%	22.7%	-13.4%	35.7%	-82.1%	-82.9%
Cross Country Healthcare	247	6.6%	-7.2%	-20.1%	-9.2%	-18.9%	-26.1%	-44.1%	-10.2%
DIP	858	10.5%	1.3%	-1.0%	-16.2%	-21.8%	-36.0%	-13.4%	688.6%
En-Japan	1,318	8.0%	5.0%	-13.9%	-17.0%	-25.8%	-32.5%	109.9%	325.8%
Fullcast	673	28.8%	4.8%	19.0%	4.2%	-5.5%	0.7%	239.5%	774.1%
Hays	2,645	16.4%	0.6%	1.8%	4.6%	-21.9%	-15.5%	17.2%	2.7%
Heidrick & Struggles	723	39.5%	0.2%	33.6%	31.9%	0.2%	70.0%	71.3%	172.4%
Info Edge India	2,708	21.8%	-1.4%	2.1%	7.8%	11.1%	38.4%	110.9%	192.8%
Insperty	4,512	34.9%	-1.8%	14.8%	27.6%	9.0%	102.5%	394.4%	941.1%
Kforce	835	19.4%	-0.4%	10.4%	22.9%	-11.0%	46.9%	97.1%	102.6%
Korn/Ferry	2,401	22.5%	-1.2%	4.8%	6.3%	-22.7%	23.0%	65.6%	125.9%
ManpowerGroup	4,485	31.0%	0.1%	7.2%	11.4%	-6.3%	-22.8%	1.8%	32.0%
Mcmillan Shakespeare	652	-7.3%	5.6%	-19.8%	-14.4%	-30.2%	-26.2%	3.0%	16.9%
Meitec Corp	1,123	13.2%	0.5%	3.6%	4.9%	-1.3%	-10.7%	28.2%	113.4%
PageGroup	1,652	3.7%	-1.6%	-0.2%	-8.3%	-22.1%	-11.9%	-0.4%	-14.2%
Perficient	830	28.6%	-2.4%	9.3%	17.8%	-3.3%	36.4%	38.1%	64.6%
PERSOL Holdings	3,545	16.6%	1.5%	-4.3%	-5.5%	-19.6%	-24.1%	27.7%	121.4%
Quess Corp.	1,333	11.6%	3.7%	19.2%	5.4%	-17.2%	-25.1%		
Randstad	8,698	18.5%	0.2%	7.7%	11.9%	-8.5%	-15.8%	-3.0%	4.8%
Robert Half Int.	7,066	18.6%	-0.9%	6.4%	12.3%	-6.9%	24.7%	55.9%	95.8%
Robert Walters	483	13.6%	1.4%	15.8%	24.1%	-21.6%	-5.0%	80.8%	58.7%
Seek	3,952	8.3%	-0.7%	3.1%	-6.3%	-17.9%	-10.1%	5.9%	-0.9%
Sthree	475	13.9%	-0.1%	15.5%	12.0%	-8.4%	-6.7%	-7.4%	-28.1%
TeamLease Services	611	3.5%	4.7%	10.5%	-1.8%	22.3%	42.4%		
AVERAGE CATENON PEERS	1,723	14.0%	0.0%	3.9%	3.3%	-11.4%	6.1%	55.7%	163.2%
S&P Software & Services	10,022	21.3%	-2.2%	3.6%	15.7%	1.7%	18.3%	97.1%	95.0%

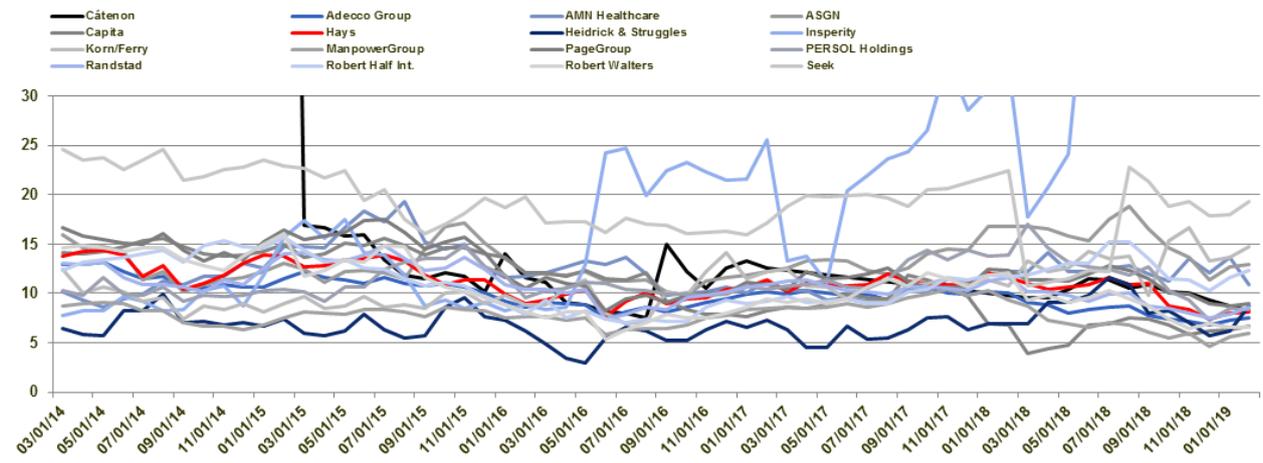
Source: Factset & GVC Gaesco Beka

CATENON vs. PEERS. PER EVOLUTION (Rebased)



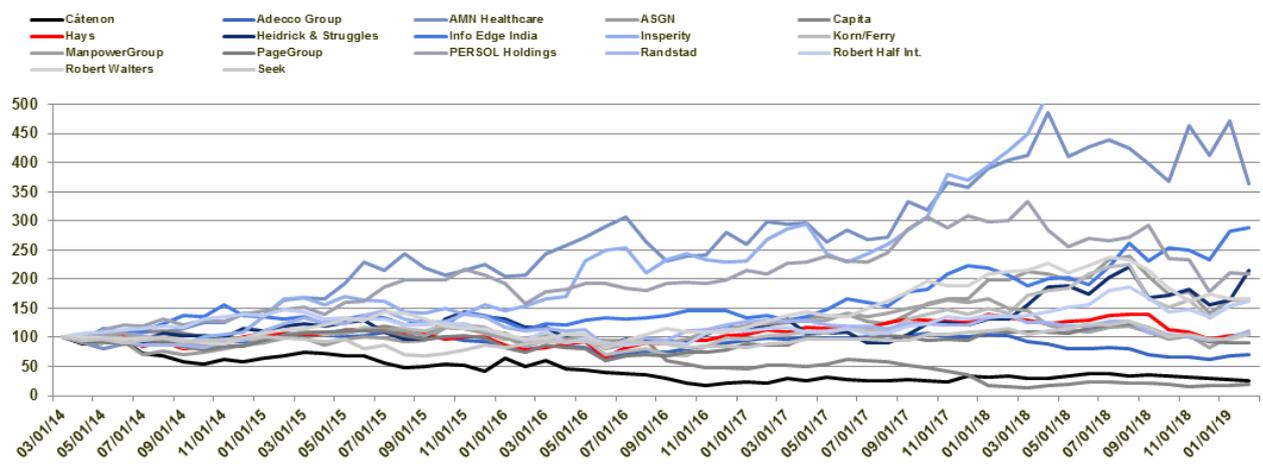
Source: Factset & GVC Gaesco Beka

CATENON vs. PEERS. EV/EBITDA EVOLUTION (Rebased)



Source: Factset & GVC Gaesco Beka

CATENON vs. PEERS. SHARE PRICE EVOLUTION (Rebased)



Source: Factset & GVC Gaesco Beka

M&A histórico ejecutado a un alto precio...

Pasamos a mostrar al lector los múltiplos históricos pagados en las últimas transacciones materializadas en el sector de compañías de recruiting, adquisición de talento y tecnológicas en la tabla expuesta en la página siguiente. **El múltiplo EV/EBITDA medio fue de 7,5x siendo este un 36,4% superior al de Catenon 2019e (5,5x) e incluso al múltiplo de salida de nuestro DCF17/22e de la compañía (4,7x).**

Como se mencionó con anterioridad en este informe, una operación llama la atención sobre todas las expuestas. Se trata de la **adquisición por parte de Microsoft de la red profesional LinkedIn por 26,6bnUSD en cash y un múltiplo implícito EV/EBITDA ajustado de 22x**. Y es que las compañías con fuerte base tecnológica del sector cotizan con prima respecto a las empresas de servicios tradicionales de recruiting. El spread de múltiplos es aún más acentuado si se consideran los peers con peso relevante de su cifra de negocio proveniente de ETT.

Pensamos que, dada la alta componente tecnológica (en su mayoría desarrollos in-house), Catenon podría tener un alto encaje estratégico con otros jugadores del sector y, en consecuencia, ser adquirido.

En nuestra opinión, y teniendo en cuenta que la acción en su salida al MAB cotizaba a 3,64EUR/acc. (ampliación de capital por el 10%, 5mEUR brutos para financiar expansión, nuevas oficinas y desarrollos IT), no pensamos que los fundadores se plantearan vender a estos niveles a no ser que la prima ofrecida fuera “imposible de rechazar”. Ésta podría ser superior al 30% sobre nuestro precio objetivo en el caso base o incluso sobre el que fijamos en el best case de 1,4EUR/acc.



Target	Acquirer	Announcement Date	Transaction Value (EURm)	Enterprise Value (EURm)	Revenue - Target (LTM) (EURm)	EV/EBITDA	Target Country	Target Ultimate Parent (At Deal)	Acquirer Ultimate Parent (At Deal)
Pharmaceutical Strategies LLC	Empresaria USA, Inc.	13/10/2015	12.1	12.1	7.6	20.2	United States	-	Empresaria Group P/c
Zhaopin Ltd.	Seek International Investments and others	16/02/2017	416.0	843.2	205.5	16.7	(People's Rep)	-	-
Team Health Holdings, Inc.	The Caisse de dépôt et placement du Québec and others	31/10/2016	5914.4	5914.4	4379.3	14.7	United States	-	-
USG People NV	Recruit Holdings Co., Ltd.	22/12/2015	1773.3	1773.3	2658.1	13.8	Netherlands	-	-
Hyperspring LLC	GSE Power Systems, Inc.	17/11/2014	11.4	11.4	13.0	12.0	United States	-	GSE Systems, Inc.
Proffice AB	Randstad Nordic AB	30/11/2015	203.5	203.5	554.1	11.8	Sweden	-	Randstad Holding NV
Chandler MacLeod Group Ltd.	RGF Staffing Melbourne Two Pty Ltd.	14/01/2015	319.0	319.0	1244.9	3.9	Australia	-	Recruit Holdings Co., Ltd.
Advantage RN LLC	Cross Country Healthcare, Inc.	13/06/2017	87.4	87.4	100.0	8.7	United States	-	-
Networkers International (UK) Ltd.	Matchtech Group Plc	28/01/2015	95.9	95.9	265.0	8.6	United Kingdom	-	-
Uniflex AB	Poolia AB	04/06/2018	32.9	32.9	141.8	7.8	Sweden	-	-
Kelly Group Ltd.	Adcorp Holdings Ltd.	03/04/2014	12.4	19.2	149.3	7.3	South Africa	-	-
Programmed Maintenance Services Ltd.	PERSOL Holdings Co., Ltd.	14/07/2017	753.3	753.3	2025.3	6.9	Australia	-	-
Global Group (UK) Ltd. /LO/	Impellam Group Plc	30/07/2015	58.2	58.2	-	6.8	United Kingdom	-	-
HeadHunter Group Ltd.	Eliurus Capital, Headhunter Group Ltd. /Private Group/	26/02/2016	131.1	131.1	40.0	6.7	ssian Federat	Mail.ru Group Ltd.	-
SKILLED Group Ltd.	Programmed Maintenance Services Ltd.	29/12/2014	530.5	530.5	1716.2	6.4	Australia	-	-
ASAP Info Systems Pvt Ltd.	TeamLease Staffing Services Pvt Ltd.	04/07/2016	9.9	9.9	9.4	6.0	India	-	TeamLease Services Ltd.
Monster Worldwide, Inc.	Randstad Holding NV	09/08/2016	383.5	383.5	611.5	6.0	United States	-	-
Synarbor Plc	Sovereign Capital Partners LLP	03/08/2015	28.3	28.3	46.3	6.0	United Kingdom	-	-
InterQuest Group Ltd.	Chisbridge Ltd.	16/05/2017	20.9	27.8	193.8	5.8	United Kingdom	-	-
Obiettivo Lavoro - Agenzia per il Lavoro SpA	Randstad Holding NV	20/05/2016	114.9	114.9	488.5	5.1	Italy	-	-
Kim Okran International Studies Centre, Inc.	Loyalist Group Ltd.	12/01/2015	3.8	3.8	4.0	5.0	South Korea	-	-
Peoplebank Australia Ltd.	RGF Staffing Melbourne One Pty Ltd.	14/01/2015	55.9	55.9	425.6	4.8	Australia	P.B. Recruitment Pty Ltd.	Recruit Holdings Co., Ltd.
Ingeus Australia Pty Ltd.	Providence Service Corp.	31/03/2014	206.9	206.9	345.0	3.7	Australia	Bluestone Global Ltd.	-
CDI Corp.	AE Industrial Partners LLC	31/07/2017	151.7	151.7	761.2	-20.0	United States	-	-
ECOM Recruitment Ltd.	InterQuest Group Ltd.	27/11/2013	11.3	11.3	22.7	-	United Kingdom	-	-
On Assignment, Inc. /Allied Healthcare Staffing Bus/	Cross Country Healthcare, Inc.	02/12/2013	28.7	28.7	39.5	-	United States	On Assignment, Inc.	-
CyberCoders, Inc.	On Assignment, Inc.	02/12/2013	105.0	105.0	45.7	-	United States	Riordan, Lewis & Haden, Inc.	-
Whitaker Medical LLC	On Assignment, Inc.	02/12/2013	22.1	22.1	-	-	United States	The Whitaker Cos.	-
Intio International Holdings Ltd.	Staffing 360 Solutions, Inc.	10/12/2013	16.2	16.2	75.0	-	United Kingdom	-	-
JS Vietnam Holdings Pte Ltd.	JobStreet Singapore Pte Ltd.	09/10/2014	0.4	1.5	-	-	Singapore	-	JobStreet Corp. Bhd.
PT.Jobstreet Indonesia	JobStreet Singapore Pte Ltd.	13/01/2014	4.2	10.4	-	-	Indonesia	-	JobStreet Corp. Bhd.
Poolia UK Ltd.	Staffing 360 Solutions Ltd.	03/02/2014	1.2	1.2	-	-	United Kingdom	Poolia AB	Staffing 360 Solutions, Inc.
Staff Management Group LLC	Corporate Resource Services, Inc.	03/02/2014	10.0	10.0	-	-	United States	-	-
Bright Media Corp.	LinkedIn Corp.	06/02/2014	120.0	120.0	-	-	United States	-	-
JobStreet Corp. Bhd. /Online Employment Businesses (2)/	Tiger Global Management and others	19/02/2014	585.0	585.0	-	-	United States	JobStreet Corp. Bhd.	SEEK Ltd.
JobStreet.com Philippines, Inc.	JobStreet Singapore Pte Ltd.	18/02/2014	41.7	104.2	-	-	Philippines	JobStreet Corp. Bhd.	JobStreet Corp. Bhd.
Groupe AST, Inc.	Morneau Shepell, Inc.	03/03/2014	28.9	28.9	-	-	Canada	Automatic Data Processing, Inc.	-
Career Teachers Ltd.	Impellam Group Plc	07/03/2014	37.3	37.3	-	-	United Kingdom	-	-
OilCareers Ltd.	Dice Holdings, Inc.	19/03/2014	26.1	26.1	8.0	-	United Kingdom	Daily Mail & General Trust Plc	-
Brown Park International Ltd. /Perth Ops/	CTPartners Executive Search Inc.	29/04/2014	3.0	3.0	-	-	United States	FVIB Park Brown	-
Teaching Personnel Ltd.	Intermediate Capital Group and others	05/09/2014	506.7	506.7	107.9	-	United Kingdom	F&C Ventures Ltd.	-
Kamino SAS	IVALIS SA	25/02/2014	55.8	55.8	-	-	France	Barberine SARLU	-
Seaton Corp.	TrueBlue, Inc.	02/06/2014	310.0	310.0	587.3	-	United States	Leeds Eye Partners LLC	-
Hill HoldCo, Inc.	Cross Country Healthcare, Inc.	02/06/2014	48.3	48.3	78.0	-	United States	-	-
One Force Staffing, Inc.	Starox International Ltd.	29/05/2014	0.7	0.7	-	-	United States	-	-
Personalsust AS	The Adolfsen Group	10/07/2014	56.9	56.9	136.3	-	Norway	ISS A/S	-
HJ Offshore Service KK	Recomm Co., Ltd.	22/07/2014	1.3	1.3	1.1	-	Japan	-	-
EG Human Solutions KK	E-Guardian, Inc.	12/09/2014	0.1	0.1	1.9	-	Japan	-	-
Intio International Holdings Ltd.	Staffing 360 Solutions, Inc.	03/01/2014	0.0	0.0	-	-	United Kingdom	-	-
Kwik Jobs, Inc.	Labor Smart, Inc.	29/09/2014	0.1	0.1	-	-	United States	-	-
TJG Holdings LLC	Salo LLC	06/10/2014	2.0	2.0	-	-	United States	PRGX Global, Inc.	-
Sandra Hartog & Associates	BTS USA, Inc.	17/10/2014	6.6	6.6	-	-	United States	-	BTS Group AB
Roe Projects Ltd.	Quadrasse Fuels International Plc	22/10/2014	0.8	0.8	-	-	United Kingdom	-	-
Next IT, Inc. /Dispatch & Document Bus/	Startia, Inc. (Japan)	23/10/2014	1.2	1.2	-	-	Japan	Next IT Inc.	-
Lorien Ltd.	Impellam Group Plc	04/11/2014	101.8	101.8	-	-	United Kingdom	Contracting Solutions Group	-
Gold Street Holding (China) Co. Ltd.	Hollywood Entertainment EDU Holding, Inc.	03/09/2014	7.5	7.5	-	-	Hong Kong	-	-
RIG Energy Ltd.	RTC Group Plc	01/12/2014	1.4	1.4	9.0	-	United Kingdom	Recruitment Investment Group Ltd.	-
Global Outreach Ventures, Inc.	Professional Diversity Network, Inc.	01/12/2014	1.0	1.0	5.0	-	United States	-	-
The Employment & Skills Group	Interserve Plc	05/12/2014	39.3	39.3	-	-	United Kingdom	-	-
Scribe Solutions, Inc.	General Employment Enterprises, Inc. /Lead HR, LLC	12/12/2014	7.9	7.9	-	-	United States	Ares Management LP	-
SinglesSource Services Corp.	ClearStar, Inc.	17/12/2014	4.0	4.0	2.9	-	United States	-	-
Onward Healthcare, Inc.	American Mobile Nurses, Inc.	17/12/2014	82.5	82.5	-	-	United States	OGH LLC	AMN Healthcare Services, Inc.
EP Consulting Services Corp. /Staffing Bus/	Cs Promotion, Inc.	19/12/2014	1.0	1.0	4.5	-	United States	Business Brain Show-ota, Inc.	NEPRO JAPAN Co., Ltd.
EmployBridge Holding Co.	Anchorage Capital Group and others	05/01/2015	410.0	410.0	-	-	United States	Morgan Stanley	Anchorage Advisors Management LLC
VISTA Staffing Solutions, Inc.	EnCare, Inc.	19/01/2015	123.0	123.0	-	-	United States	On Assignment, Inc.	Envision Healthcare Holdings, Inc.
Takarazuka Hotel Service KK	Central Service System Co., Ltd.	29/01/2015	0.1	0.1	4.8	-	Japan	Hankyu Hanshin Holdings, Inc.	CSS Holdings, Ltd.
Pivot Leadership, Inc.	KornFerry International	12/02/2015	21.8	21.8	-	-	United States	-	-
Corporate Resource Development, Inc. (New York)	Noor, Inc.	27/02/2015	9.8	9.8	-	-	United States	-	-
D&W Talent LLC	BG Finance & Accounting, Inc.	23/02/2015	12.0	12.0	-	-	United States	Corporate Resource Services, Inc.	-
Grasshopper Staffing, Inc. (Colorado)	Tomichi Creek Outfitters	03/03/2015	0.1	0.1	-	-	United States	The Willis Group LLC	BG Staffing, Inc.
ISS Consulting, Inc.	ISS Consulting Inc. /Sekiguchi/	05/03/2015	1.1	1.1	2.7	-	Japan	Honyaku Center Inc.	-
Cyber 360, Inc.	Cyber 360, Inc. /Private Group/	27/02/2015	0.0	0.0	-	-	United States	Staffing 360 Solutions, Inc.	-
Knightsbridge Human Capital Management, Inc.	Adecco SA, Lea Hecht Hanson	11/03/2015	63.3	63.3	44.3	-	Canada	-	-
Kable Staffing Resources LLC	TSJ Staffing, LLC	10/04/2015	0.3	0.3	-	-	United States	AMREP Corp.	-
Dare Holdings Pty Ltd.	Adcorp Holdings Australia Pty Ltd.	20/04/2015	23.3	23.3	-	-	Australia	-	Adcorp Holdings Ltd.
Proffice Aviation AB	OSM Aviation AS	21/04/2015	5.8	5.8	34.6	-	Sweden	Proffice AB	-
Action for Employment Ltd.	Staffline Group Plc	27/04/2015	52.3	52.3	-	-	United Kingdom	-	-
Hudson Global Inc. /US IT Staffing Bus/	Mastech, Inc.	11/05/2015	17.0	17.0	-	-	United States	Hudson Global, Inc.	-
Creative Circle LLC	On Assignment, Inc.	11/05/2015	600.0	600.0	-	-	United States	-	-
Hudson Global, Inc. /Netherlands Bus/	InterBalance Group BV	07/05/2015	9.2	9.2	-	-	Netherlands	Hudson Global, Inc.	-
Labresource BV	On Assignment, Inc.	14/04/2015	11.9	11.9	2.2	-	Netherlands	Studcan Holding BV	-
Fasticon Kompetens AB	Byggnadsstare Ander and others	13/05/2015	4.2	4.2	9.6	-	Sweden	Fasticon Holding AB	-
Croopjeib SPA	Gruppo Cooperativo CGM and others	15/05/2015	1.1	1.1	-	-	Italy	-	-
Evolution Benefits Consulting LLC	Willis North America, Inc.	01/06/2015	19.0	19.0	-	-	United States	-	Willis Group Holdings Plc
Elitis Pharma, Inc.	AlliancePharma, Inc.	07/04/2015	3.3	3.3	-	-	Canada	-	-
GSK Co., Ltd. (Shizuoka)	InterLife Holdings Co., Ltd.	18/06/2015	9.3	9.3	7.8	-	Japan	-	-
i-Tank Japan, Inc.	en-Japan, Inc.	08/07/2015	5.2	5.2	1.8	-	Japan	-	-
Clark Consulting LLC	Newport Group, Inc. and others	10/07/2015	177.5	177.5	-	-	United States	AEGON NV	-
Société Européenne De Services Et D'Assistance Medicale SASU	R3G2 SAS	31/01/2015	4.5	4.5	-	-	France	-	-
Lighthouse Placement Services LLC	Staffing 360 Solutions, Inc.	08/07/2015	6.3	6.3	-	-	United States	-	-
Global Radar Acquisition LLC	Patriot National, Inc.	21/07/2015	42.0	42.0	-	-	United States	In Touch Holdings LLC	-
Bluefin Resources Group Pty Ltd.	OUTSOURCING, Inc.	06/08/2015	13.8	13.8	0.4	-	Australia	Jiffit Nominees Pty Ltd.	-
Labor Smart, Inc. /10 Branches/	Harris Ventures, Inc.	12/08/2015	1.0	1.0	-	-	United States	Labor Smart, Inc.	Harris Corp.
Capita Pte Ltd.	Temp Holdings Co., Ltd.	25/08/2015	61.7	61.7	33.7	-	Singapore	-	-
Rostima Ltd.	ComOps Ltd.	27/08/2015	0.3	0.3	-	-	United Kingdom	-	-
Ay Teachers Ltd.	Sarocca Plc	01/09/2015	5.7	5.7	-	-	United Kingdom	-	-
The First String Healthcare, Inc.	AMN Healthcare Services, Inc.	15/09/2015	10.5	10.5	-	-	United States	-	-
RiseSmart, Inc.	Randstad Holding NV	25/09/2015	100.0	100.0	-	-	United States	-	-
Vision Technology Services LLC	BG Staffing, Inc.	29/09/2015	20.8	20.8	33.2	-	United States	-	-
Miura Challandy KK	Cne Anabuki Inc.	16/10/2015	0.2	0.2	3.0	-	Japan	-	Anabuki Kosan, Inc.

Target	Acquirer	Announcement Date	Transaction Value (EURm)	Enterprise Value (EURm)	Revenue - Target (LTM) (EURm)	EV/EBITDA	Target Country	Target Ultimate Parent (At Deal)	Acquirer Ultimate Parent (At Deal)
L&K Resurs Fa Rekrut AB	Kilimanjaro Gold Holding AB	19/10/2015	3.0	3.0	8.5	-	Sweden	Lectica AB	-
Mediscan, Inc.	Cross Country Healthcare, Inc.	19/10/2015	40.3	40.3	-	-	United States	-	-
SMG Stockholm Media Group AB /2 Subsidiaries/	NetJobs Group AB	28/10/2015	0.2	0.2	-	-	Sweden	SMG Stockholm Media Group AB	-
The JM Group Ltd.	Longbridge Recruitment and others	05/11/2015	3.5	3.5	-	-	United Kingdom	-	Staffing 360 Solutions, Inc.
B.E. Smith LLC	American Mobile Nurses, Inc.	17/11/2015	160.0	160.0	-	-	United States	Josem Holding, Inc.	AMN Healthcare Services, Inc.
SMOS Insourcing Solutions LLC	TrueBlue, Inc.	01/12/2015	67.5	67.5	-	-	United States	-	-
Medical Emergency Professionals LLC	Welsh, Carson, Anderson & Stowe and others	19/11/2015	120.0	120.0	-	-	United States	-	-
The Bartech Group, Inc.	Impellam Group Plc	08/12/2015	126.0	126.0	-	-	United States	-	-
Work Group Plc /Consultancy & Resourcing Bus/	Capita Plc; Capita International Ltd. and others	11/12/2015	3.0	3.0	-	-	United Kingdom	Work Group Plc	-
Nvoi Ltd /Old/	Orex Resources Ltd	14/12/2015	5.1	5.1	-	-	Australia	-	-
Paladin Consulting, Inc.	General Employment Enterprises, Inc.	31/12/2015	4.0	4.0	-	-	United States	-	-
Quintonox Investments Pty Ltd /5Companies/	Workforce Holdings Ltd.	21/01/2016	4.4	4.4	-	-	South Africa	Quintonox Investments Pty Ltd.	-
Hcl Training & Staffing Services Pvt Ltd.	HCL Technologies Ltd.	25/01/2016	0.3	0.3	-	-	India	-	-
Human Capital Group AB	NGS Group AB	28/01/2016	8.1	8.1	8.6	-	Sweden	-	-
Qualtech Resourcing Ltd.	Capital Outsourcing Group Ltd.	11/02/2016	9.9	9.9	-	-	United Kingdom	-	-
Labor Smart, Inc. /4 Branches/	The Staffing Group Ltd.	12/02/2016	3.6	3.6	-	-	United States	Labor Smart, Inc.	-
BuddyBroker AG	XING AG	14/04/2016	5.0	5.0	-	-	Switzerland	-	-
Pridoc Bemanning AB	Hedera Group AB	19/04/2016	1.4	1.4	4.1	-	Sweden	IRP Holding AB	-
Pasona Medical, Inc.	Pasona Group Inc.	27/04/2016	0.1	12.8	52.0	-	Japan	-	-
Strictly Education Ltd.	Education Services Solutions Ltd.	29/04/2016	15.5	15.5	14.5	-	United Kingdom	Bond International Software Plc	-
Avatar Solutions	Press Ganey Associates, Inc.	02/05/2016	16.7	16.7	-	-	United States	-	Press Ganey Holdings, Inc.
Accountancy Personnel Sdn. Bhd.	Taxand Malaysia Sdn. Bhd.	06/05/2016	0.0	0.0	-	-	Malaysia	-	Axcelasia, Inc.
Eyven Holding AB /2 Subsidiaries/	Hedera Group AB	11/05/2016	1.8	1.8	-	-	Sweden	-	-
Ball & Hoelahan Ltd.	Empresana Group Plc	29/04/2016	0.3	1.2	3.2	-	United Kingdom	-	-
Help At Work, Sweden AB	Maxkompetens Sverige AB	17/05/2016	0.5	0.5	0.0	-	Sweden	-	-
Hancock Staffing	Command Center, Inc.	06/06/2016	2.2	2.2	-	-	United States	-	-
e-Quality Personalkraft AB	NGS Group AB	01/07/2016	0.3	0.3	-	-	Sweden	-	-
Pro-J-Pharma, Inc.	AlliancePharma, Inc.	04/07/2016	0.2	0.2	-	-	Canada	-	-
JCA Group Ltd.	Headrick & Struggles International, Inc.	04/08/2016	17.6	17.6	-	-	United Kingdom	-	-
HealthSource Global Staffing, Inc.	AMN Healthcare Services, Inc.	11/01/2016	0.0	0.0	-	-	United States	-	-
Healthperm Resourcing Ltd. /Old/	Yujin International Ltd.	22/08/2016	14.6	14.6	-	-	United Kingdom	-	-
Humanware KK	ThreePro Group, Inc.	31/08/2016	4.5	4.5	5.4	-	Japan	-	-
Labor Smart, Inc. /Staffing Bus/	Energy Staffing Solutions, Inc.	18/08/2016	0.4	0.4	-	-	United States	Labor Smart, Inc.	AlumFuel Power Corp.
CDI AndersElite Ltd.	CDI AndersElite Ltd. /Private Group/	19/09/2016	9.2	9.2	-	-	United Kingdom	CDI Corp.	-
Absolute IT (Australia) Ltd.	AHIF Hadeson Group Ltd.	19/10/2016	11.0	11.0	46.8	-	New Zealand	-	-
Sageco Pty Ltd.	RisaSmart, Inc.	23/11/2016	1.0	1.0	-	-	Australia	-	Randstad Holding NV
Beeline.com, Inc.	IQNavigator, Inc.; GTCR LLC	12/12/2016	130.0	130.0	-	-	United States	Adecco Group AG	-
Orizon GmbH	Walchensee B34. V V GmbH	14/12/2016	77.1	77.1	282.9	-	Germany	-	OUTSOURCING, Inc.
NOSWIEAT KK	MRT, Inc. (Japan)	20/12/2016	1.7	1.7	2.4	-	Japan	-	-
Keystone Business Solutions Pvt Ltd.	TeamLease Staffing Services Pvt Ltd.	16/01/2017	1.2	1.2	-	-	India	-	TeamLease Solutions, Inc.
Monarch Education Holdings Ltd.	Capita Plc	31/07/2014	25.7	25.7	-	-	United Kingdom	Monarch Recruitment Ltd.	-
Bink, Inc. (Japan)	Bink KK /Management/	21/02/2017	0.7	0.7	1.2	-	Japan	Beauty Kadan Co., Ltd.	-
Tight Work KK	UT Group Co., Ltd.	07/03/2017	15.4	15.4	36.5	-	Japan	-	-
Nippon Telegraph & Telephone Corp. /Temp Staffing Bus/	NTT, Inc.	24/03/2017	49.1	49.1	149.1	-	Japan	-	-
Sociomathyming i Sverige AB	NGS Group AB	29/03/2017	2.7	2.7	-	-	Sweden	Nippon Telegraph & Telephone Corp.	Pasona Group Inc.
Global Radar Acquisition LLC	Renovo Capital LLC	04/04/2017	30.0	30.0	-	-	United States	Patriot National, Inc.	-
Argyll Scott (Holdings) Ltd.	Hydrogen Group Plc	09/05/2017	4.2	4.2	-	-	United Kingdom	-	-
CER Staffing Solutions Ltd.	Endless LLP and others	01/06/2017	32.3	32.3	-	-	United Kingdom	Capita Plc	-
FinScreen International GmbH	XING AG	10/07/2017	19.4	19.4	-	-	Australia	-	-
Stratacruity Staffing Partners, Inc.	On Assignment, Inc.	08/08/2017	25.9	25.9	16.0	-	United States	-	-
asegonia, Inc.	Tsunagu Solutions, Inc.	15/09/2017	0.9	0.9	0.4	-	Japan	-	-
Little Seeds Service Co. Ltd.	FAJ, Inc.	19/09/2017	4.9	4.9	12.2	-	Japan	-	Will Group, Inc.
firstPRO, Inc.	Staffing 360 Georgia LLC	19/09/2017	8.0	8.0	-	-	United States	-	Staffing 360 Solutions, Inc.
Absolute Consulting, Inc.	GSE Performance Solutions, Inc.	20/09/2017	8.9	8.9	40.0	-	United States	-	GSE Systems, Inc.
Smart Resources, Inc.	BG Staffing, Inc.	21/09/2017	8.0	8.0	13.2	-	United States	-	-
Edmen Group	People Infrastructure Pty Ltd.	04/04/2017	22.8	22.8	-	-	Australia	-	-
Evolve Technologies & Services Pvt Ltd.	TeamLease Staffing Services Pvt Ltd.	16/10/2017	5.7	5.7	16.7	-	India	-	TeamLease Services Ltd.
Prhومان 2004 KFT	Work Service SA	23/10/2017	27.2	108.8	-	-	Hungary	-	-
Accreive Solutions, Inc.	Resources Connection, Inc.	01/11/2017	37.5	37.5	-	-	United States	-	-
Jordan doo	Telekom Slovenija dd	14/11/2017	0.2	0.2	-	-	Slovenia	-	-
Leapforce, Inc.	Appen Ltd.	28/11/2017	80.0	80.0	-	-	United States	-	-
Star Planning Co. Ltd.	Tsunagu Solutions, Inc.	15/12/2017	4.1	4.1	9.5	-	Japan	-	-
Hudson Belgium NV	Vactis Partners and others	17/12/2017	28.3	28.3	-	-	Belgium	Randstad Holding NV	-
Hudson Global, Inc. /5 European Human Resource Subs/	Morgan Phillips Group SA	17/12/2017	10.5	10.5	-	-	United States	Hudson Global, Inc.	-
Hudson Global, Inc. /2 Subs/	Apache Group Holdings Pty Ltd.	17/12/2017	13.8	13.8	-	-	United States	Hudson Global, Inc.	-
Latitude Learning Academy Pty Ltd.	HJB Corp. Ltd.	06/08/2015	0.6	0.6	-	-	Australia	-	-
Prontor Media Holding LLC	Headhunter Group Plc	27/12/2017	0.7	0.7	6.3	-	United Kingdom	Trader Media East Ltd	-
Japan Business Service Co., Ltd.	Careerlink Co., Ltd.	12/01/2018	8.2	8.2	32.4	-	Japan	Nomura Research Institute Ltd.	-
Sapporo Career Support, Inc.	Medisflag Inc.	19/01/2018	2.9	2.9	4.4	-	Japan	-	-
SHL Group Ltd.	Exponent Private Equity LLP	06/02/2018	356.7	356.7	41.1	-	United Kingdom	Gartner, Inc.	Exponent Private Equity (Holdings) LLP
Oxyon Human Capital Solutions Pty Ltd.	Workforce Holdings Ltd.	27/02/2017	0.7	0.7	-	-	South Africa	-	-
MedPartners	AMN Healthcare Services, Inc.	09/04/2018	195.0	195.0	125.0	-	United States	-	-
Optia Partners KK	Human Associates Holdings, Inc.	07/03/2018	1.5	1.5	-	-	Japan	-	-
Agensi Pekerjaan SMR Talent Search Sdn. Bhd.	Agensi Pekerjaan and others	19/04/2018	0.0	0.0	-	-	Malaysia	SMRT Holdings Bhd.	-
Funtofun KK	HIRAYAMA Holdings Co. Ltd.	01/05/2018	4.3	4.3	36.8	-	Japan	NCI 1 KK	-
AMBIO Helse AB	Hedera Group AB	23/02/2018	0.9	0.9	-	-	Sweden	-	-
Alexander Mann Group Ltd.	OMIERS Private Equity and others	10/05/2018	1060.6	1060.6	274.9	-	United Kingdom	-	-
Ardara Care AB	Hedera Group AB	02/05/2018	1.1	1.1	-	-	Sweden	-	-
Cortel Solutions Pte Ltd.	Quesscorp Holdings Pte Ltd.	17/05/2018	16.4	45.5	-	-	Singapore	-	Quess Corp. Ltd.
onTargetJobs Canada, Inc.	Virgil Holdings, Inc.	23/05/2018	12.9	12.9	-	-	United States	DHI Group, Inc.	-
IESA Holdings Ltd.	Electrocomponents Plc	24/05/2018	117.4	117.4	309.5	-	United Kingdom	-	-
POS Tech, Inc.	AKKA Technologies SA	05/06/2018	100.0	100.0	260.0	-	United States	-	-
TMP (UK) Ltd.	PeopleScout, Inc.	13/06/2018	17.4	17.4	79.2	-	United Kingdom	-	TrueBlue, Inc.
C4, Inc. (Japan)	Will Group, Inc.	13/06/2018	30.8	30.8	31.7	-	Japan	-	-
P&A KK	Youkoshu Co., Ltd.	28/06/2018	0.1	0.1	0.8	-	Japan	-	-
Mylex BV	HeadFirst Source Group NV	04/07/2018	31.5	31.5	-	-	Netherlands	-	-
Clement May Ltd.	Staffing 360 Solutions, Inc.	09/07/2018	1.9	1.9	41.9	-	United Kingdom	-	-
Lifeworks Corp. Ltd.	Morneau Shepell, Inc.	09/07/2018	325.3	325.3	-	-	United Kingdom	Human Capital Resources Plc	-
Leamdirect Apprenticeships Ltd.	PeoplePlus Group Ltd.	16/07/2018	0.0	0.0	-	-	United Kingdom	Dimensions Training Solutions Ltd.	Staffline Group Plc
HOPE NET Co., Ltd.	MIRAIT Corp.	01/08/2018	0.8	1.5	-	-	Japan	-	MIRAIT Holdings Corp.
Key Resources, Inc.	Monroe Staffing Services and others	28/08/2018	12.2	12.2	35.0	-	United States	-	Staffing 360 Solutions, Inc.
Yuko Hoto Staff KK	P&A KK	19/10/2018	0.0	0.0	-	-	Japan	-	Youkoshu Co., Ltd.
Acton Banks Ltd.	Maven Capital Partners and others	22/10/2018	12.0	12.0	-	-	United Kingdom	Be-1 Corp. KK	-
PhysAssist Scribes, Inc.	ScibeAmerica and others	18/10/2018	160.0	160.0	-	-	United States	Team Health Holdings, Inc.	HealthChannels, Inc.
Physician Staffing, Inc.	Hospitalists Now, Inc.	08/11/2018	25.0	25.0	-	-	United States	-	-
AVERAGE			98.9	102.1	233.4	7.5			

Source: Factset & GVC Gaesco Beka

Estructura de Capital. Con predominio de los socios fundadores

Las acciones de Cátenon salieron a cotizar al Mercado Alternativo Bursátil (MAB) el pasado 6-Junio-2011 a un precio de 3,64EUR/acc. lo que implica una depreciación acumulada de sus títulos del -87,9% desde entonces como consecuencia de la entrada en concurso de acreedores de varias de las Sociedades del Grupo y su proceso de reestructuración.

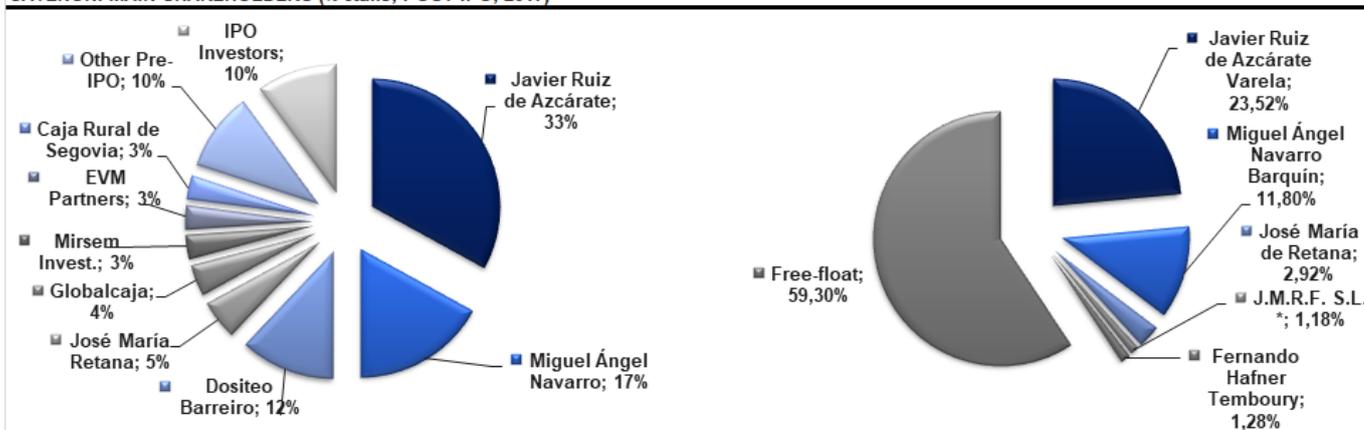
Observando la estructura de capital de la compañía a lo largo de los años, se puede sacar como conclusión que la participación de los fundadores se mantuvo prácticamente imperturbable. En los gráficos adjuntos, se muestran los principales movimientos en el período entre 2014 y los últimos reportados al MAB,

Year	1H'15	1H'16	1H'17	1H'18	10/01/2019
Javier Ruiz de Azcárate Varela *	23.34%	23.47%	23.52%	23.52%	22.77%
Miguel Ángel Navarro Barquín	11.99%	12.12%	11.80%	11.80%	11.80%
José María de Retana		3.66%	3.66%	2.92%	2.92%
J.M.R.F. S.L. *				1.18%	1.18%
Fernando Hafner Temboury		1.20%	1.21%	1.28%	1.28%
Free-float	64.67%	59.55%	59.81%	59.30%	60.05%
TOTAL	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

Source: Cátenon & GVC Gaesco Beka, latest data reported to MAB

* Includes D^a María Dolores Contreras Rodríguez de Rivera, 10.56% ** Represented by José María de Retana

CÁTENON. MAIN SHAREHOLDERS (% stake, POST-IPO, 2017)



Source: Cátenon & GVC Gaesco Beka

* Represented by José María de Retana

A cierre de 2017, la autocartera de Cátenon ascendió al 0,26% del capital social de la Sociedad Dominante (48.364 acciones). Cátenon está llevando a cabo un **programa de buy-back** anunciado el pasado 28-Sept-2018 por un importe máximo de 300kEUR (461.538 acciones equivalentes al 2,46% de su capital). El número de acciones propias finalmente adquirido dependerá del nivel de cotización de Cátenon. La citada adquisición de acciones se podrá mantener durante 180 días desde el anuncio y este plazo podrá prorrogarse en 90 días adicionales. Actualmente, se ejecutaron alrededor de 230,2kacciones (12,3% del total) del programa de recompra (máximo 10% del capital social incl. autocartera con precio mínimo de 0,5EUR/acc. y máximo de 4EUR/acc.).

En su historia, **Cátenon únicamente amplió capital en dos ocasiones (emitiendo acciones de la misma clase)**. A continuación, se muestran los detalles de ambas ampliaciones de capital llevadas a cabo en 2013/14,

CATENON. Capital Increases

	Date	Amount (EURm)	Price (EUR/sh.)	Number of shares
2013	Nov-13	1.700	0.80	3,141,660
2014	Oct-14	2.400	1.00	2,397,210

Source: Cátenon & GVC Gaesco Beka

La totalidad de filiales (ninguna de ellas cotizada) a cierre de 2017 se consolidaron por integración global al ser las participaciones de la matriz mayoritarias. La estrategia actual de Cátenon pasa por reducir dichas participaciones hasta el 20/30% con el fin de dar entrada a socios locales y partners financieros e industriales de modo que se reduzca notablemente el riesgo y las necesidades de inversión.

CÁTENON. MAIN SUBSIDIARIES

Denomination	Country	Main activity	% Stake		Net Value of its stake
			Direct	Indirect	
Cátenon Iberia	Spain	HR Consultancy	100%	-	800.102
Innovaciones para la Gestión de Personas	Spain	HR Consultancy	100%	-	3.000
Catenon Sarl	France	HR Consultancy	100%	-	740.000
Catenon Global B.V.	The Netherlands	HR Consultancy	-	100%	1
Catenon ApS	Denmark	HR Consultancy	100%	-	-
Catenon GmbH	Germany	HR Consultancy	100%	-	610.000
Catenon Serviços de Consultoria, Formacao e Recrutamento em Recursos Humanos LTDA	Brazil	HR Consultancy	100%	-	-
Catenon India Private Limited	India	HR Consultancy	100%	-	380.662
Centro y Red de Innovación Netrhemusek	Mexico	HR Consultancy	100%	-	3.005
HUB Innova & Talento SA de CV	Mexico	HR Consultancy	-	88,5%	2.527
Catenon Singapore Pte LTD	Singapore	HR Consultancy	100%	-	1
Catenon Insan Kaynaklari Ve	Turkey	HR Consultancy	100%	-	2.581
TOTAL					2.541.879

Source: Cátenon & GVC Gaesco Beka

CdA. Mayoría de independientes

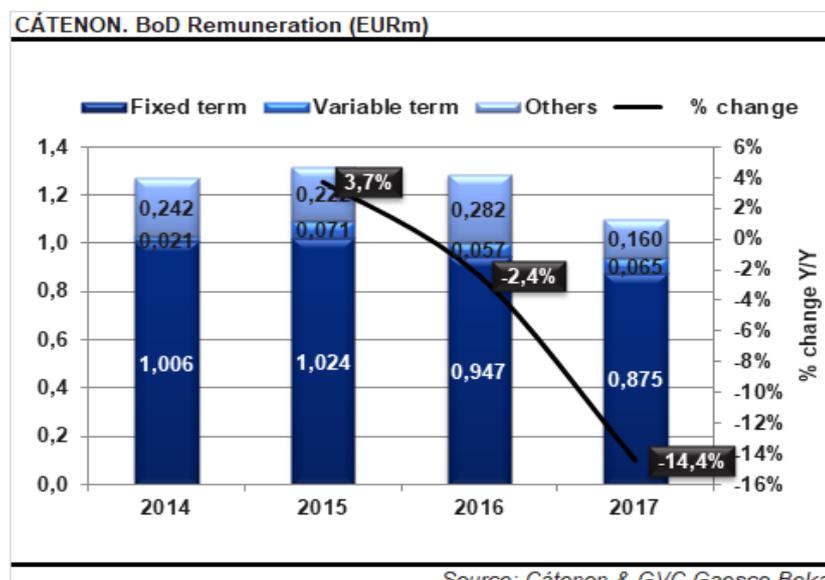
El top-management de Cátenon y Sociedades dependientes (Comité de Dirección) está compuesto por 8 miembros: Presidente, CEO, el Director Financiero, la Directora General Corporativa (Talento, Innovación, Tecnologías y Marketing), el Director G. de Europa, el Director G. de Américas y el Director G. de Asia.

En cuanto al CdA (con gran parte de sus miembros ostentando el cargo de consejeros independientes desde la OPV de la compañía), está formado por un total de 8 miembros (ampliado desde 6) por lo que pensamos que el dimensionamiento del mismo es óptimo.

CÁTENON. BoD COMPOSITION		
Name	Appointment Date	Position
Javier Ruiz de Azcárate	04-Feb-00	President
Miguel Ángel Navarro	04-Feb-00	CEO, Dominical Director
José María de Retana	06-Jun-11	Independent Director
Mariona Roger	24-Sep-18	Independent Director
Fernando Hafner Temboury	15-Jan-07	Independent Director
Carlos Núñez Murias	28-Jun-18	Independent Director
Eduardo Montes Pérez	10-Jan-19	Independent Director
Sergio Blasco	06-Jun-11	Secretary & Independent Director

Source: Cátenon & GVC Gaesco Beka

Esta fue la remuneración del CdA y su evolución histórica. Como se observa en el gráfico adjunto, el CdA redujo un 13,4% su remuneración total incluyendo fijo, variable, en especie y otros.



La compañía ampliará su CdA adicionando un nuevo consejero extraordinario como representante de ciertas operaciones corporativas tech.

CATENON. BoD MEMBERS, PROFESIONAL BACKGROUND


Javier Ruiz de Azcárate,
Presidente desde el 2000 – Actualidad.
 CEO de Catenon 2000-2017.
 Miembro del Board IICH (Human Capital International Institute), JSF Travel & Tourism, TalentHackers.
 Profesor: IE Business School, CEU, ESESA.
 BUPA, Sanitas Day Care Hospitals: Managing Director.
 BUPA Sanitas Subsidiaries : HR Director. Accenture (Andersen Consulting): Consultor.
Educación. Economista (UAM), AMP Leeds Metropolitan University, PADE IESE, PADDB The Valley Digital Business School



Miguel Ángel Navarro,
CEO, Ciberalarma® (Member of the Board), CEAPI, Consejo Empresarial Alianza por Iberoamérica (Member of the board), JSF Travel & Tourism School (Member Board Of Directors), The Leading Brands of Spain Forum (Member Board Of Directors and Head of International Relations),...
 Bupa Global - Deputy Managing Director (Sanitas Day Care Hospitals) – Spain 1998/2000
 PSA Peugeot Citroën - Sales & Marketing Manager 1992/98
Educación. Universidad Complutense - Bachelor of Business Administration (B.B.A.), International Business/Trade/Commerce
 Universidad Complutense de Madrid – Licenciado en ADE



José María Retana,
Consejero Independiente
 Partner GKR Executive Search. Madrid
 Co-Founder and Board Member Sun Fund (Producción Energía).
 Partner Amrop Referral Executive Search Madrid – Hasta 2015
 Founder and Partner Referral Partners Executive Search Madrid 1992
Educación. Lic CCEE Complutense Madrid y MBA IE Madrid
 Finanzas y Marketing Sector Real Estate. Mexico y Florida EEUU



Mariona Roger,
Consejera Independiente y Vocal de la Comisión de Auditoría y Nombramientos
 Despacho Propio – Socia desde Sept-2018; Andersen Tax & Legal in Spain – Socia 2017; Olleros Abogados – Socia 2015/17;
 Instituto Valenciano de Finanzas – Directora General 2014/15; PwC España – Socia, 2014; Ezentis – Secretaria General, 2009/11;
 Ono – Secretaria General 1997/2009; ...
Educación. IE Business School – Programa de Consejeros 1998, Universidad Complutense de Madrid - Cursos de doctorado, Derecho mercantil, Harvard Law School - Program of Instruction for Lawyers, IE Business School - Master's degree, Asesoría Jurídica de Empresas (LLM) .



Fernando Hafner Temboury,
Consejero Independiente, Presidente de su Comisión de Auditoría y Nombramientos
 Consejero en Fominver SA, Hispano Química SA e Inversiones Ibersuizas SA
 Executive Director del banco de inversión SBC Warburg SA y del banco de inversión UBS tras la fusión con SBV – 1996/99
 Consejero Delegado de la Sociedad de Valores y Bolsa SBS Sociedad de Valores SA – 1992/95
 Representante y Jefe de la Oficina de Representación de la Societe de Banque Suisse para España y Portugal – 1982/98
 Banca privada y administración de carteras en el banco Societe de Banque Suisse en Zurich, Ginebra y Basilea y Banca de Inversión en el mismo banco en Londres.
Educación. Licenciatura de Ciencias Económicas en la Universidad de Zurich.



Carlos Núñez Murias,
Consejero Independiente, HENNEO - Director general, IEB –Profesor asociado
 Oliver Wyman – Partner 2005/14, Gas Natural Fenosa - Análisis de inversiones y desarrollo corporativo 2001/05, Verticalia – Emprendedor 2000/01, Accenture España - Analista de estrategia 1998/2000
Educación. Universitat Politècnica de València (UPV) - Ingeniero Superior de Telecomunicaciones, IESE Business School - University of Navarra – EMBA, The Valley Digital Business School - Programa de Alta Dirección en Digital Business (PADDB+), IE Business School - Programa Avanzado de Corporate Finance



Eduardo Montes Pérez,
Consejero Independiente en Catenon y miembro del Consejo en Mecalux, Grupo de Turismo Wamos (Presidente), SGEL (Presidente), Grupo Arriva, Alameda Capital
 Presidencia de UNESA 2010/17, Presidente de FerroAtlántica del Grupo Villar, Siemens - Vicepresidente y Consejero Delegado, Presidente Ejecutivo del Grupo Siemens en España, Presidente de la región Suroeste de Europa y CEO de 2009/12, Presidente de Alstom España – 1993, creador de Isofotón – perteneciente al Consejo hasta su venta por parte de Alcatel, Alcatel - Director General de Electrónica Industrial y miembro del Comité de Dirección 1988, Presidencia de un programa Europeo – Eureka 1986, Alcatel - Director de Marketing de nuevos productos, PA Technology en Cambridge (UK) – 1981/85, Siemens- Ingeniero de diseño y proceso hasta 1981.
Educación. Ingeniero Industrial por la Universidad Politécnica de Madrid.



Sergio Blasco,
Secretario y Consejero Independiente
 Verdegay Abogados – Socio desde 2015, SBA ABOGADOS – Socio Fundador desde 2013, BS ABOGADOS – Socio Fundador 2003/13, BUPA - Director jurídico 1996/2000, Sanitas - Director Jurídico 1992/2000, Banco Santander – Letrado Senior 1988/92.
Educación. Universidad de Valencia – Licenciado en Derecho.
 Instituto de Empresa - Máster en Asesoría Jurídica de Empresas (MAJ)

Source: Catenon & GVC Gaesco Beka

Riesgos potenciales

Estos son los factores de incertidumbre que a nuestro modo de ver se ciernen o podrían afectar a la compañía en el corto, medio o largo plazo.

▪ Factores macroeconómicos

La industria del recruiting es en general cíclica y, por tanto, sus resultados van directamente ligados a la situación económica imperante. En cambio, Catenon realizó un fuerte proceso de diversificación geográfica que minora dichos riesgos de manera notable. De forma simultánea, el incremento del abanico de productos y soluciones ofertadas a clientes están permitiendo el desarrollo de líneas de negocio anti cíclicas, como es el caso de RPO que ayudarán en el futuro a compensar la volatilidad en otras líneas de negocio.

Tanto desde nuestro punto de vista como en lo que respecta a la propia compañía, consideramos que Catenon está preparada para anticiparse mejor a posibles cambios de ciclo radicales como los que sufrió en 2012 y adaptarse a dichos cambios de manera ágil.

Por otro lado, Catenon está presente en algunos países con legislaciones/regulación cambiantes, tipos de interés excesivos en los que se limita el endeudamiento y crecimiento de las filiales e inestabilidad geopolíticas. Consideramos que este es el caso de Brasil, México y Turquía especialmente. En cambio cabe enfatizar que, tras los últimos procesos de Elecciones, la situación en ambos casos comienza a estabilizarse.

▪ Riesgo de tipo de cambio

La moneda funcional y en la que se denomina el reporting del Grupo es el EUR por lo que los saldos de otras filiales que operan en su moneda local deben ser convertidos utilizando el procedimiento de tipo de cambio de cierre. En las partidas de la cuenta P&G se empleó para su conversión el tipo de cambio medio del período para su consolidación a nivel de Grupo.

Aunque la mayor parte de la actividad de Catenon se centraliza en la zona EUR, existe algo de exposición a ciertos países emergentes como son India, Brasil y México (con peso en divisa estimados inferiores al 5% en top-line y opex en todos los casos). Por el momento, la compañía no tiene contratados swaps de tipos de cambio que neutralicen su impacto basando su política únicamente en el hedging natural.

CÁTENON. FX EFFECT PER SUBSIDIARY					
Subsidiary	Country	Currency	2016*	2017*	% change Y/Y
Cátenon ApS Dinamarca	Denmark	DKK	7.43	7.44	0.1%
Catenon Serviços de Consultoria, Formacao e Recrutamento em Recursos Humanos LTDA	Brazil	BRL	3.40	3.97	16.7%
Cátenon India Private Limited	India	INR	71.59	76.61	7.0%
Catenon S.A. de C.V.	Mexico	MXN	21.77	23.66	8.7%
HUB Innova & Talento SA de CV	Mexico	MXN	21.77	23.66	8.7%
Catenon Singapore Pte LTD	Singapore	SGD	1.53	1.60	4.3%
Catenon Insan Kaynaklari Ve	Turkey	TRY	3.70	4.55	23.0%

Source: Cátenon & GVC Gaesco Beka * FX exchange at the end of the period

Entendemos que la totalidad de las actividades de cada filial en sus mercados se desarrolla en divisa local. La aportación al resultado final a nivel de Grupo pasó de los -3,7mEUR en 2016 a -46,3kEUR en 2017 (Catenon S.A., Catenon Serviços de

Consultoria, Formacao e Recrutamento em Recursos Humanos LTDA, Hub Innova SA y Catenon Insan Kaynaklari Ve en pérdidas).

La aportación negativa de dichas filiales desvirtuó el efecto que produjo la depreciación de ciertas divisas en 2017 a/a. De hecho, según la memoria anual el impacto de FX a los resultados del Grupo pasó de -76,7kEUR en 2016 a +162kEUR en 2017.

▪ **Grado de recuperación de activos fiscales por impuesto diferido**

La compañía podría no ser capaz de recuperar los activos fiscales por impuestos diferidos (c.0,8mEUR) acumulados al no obtener resultados positivos suficientemente elevados o por la estructura y composición de los diferentes Estados Financieros de sus filiales y matriz. Por otro lado, una parte de los mismos podría expirar.

Enfatizar que la compañía podría no ser capaz de deducirse las pérdidas acumuladas en ejercicios anteriores.

▪ **Pérdidas acumuladas de ejercicios anteriores**

La empresa incurrió en pérdidas en los últimos ejercicios (**11,8mEUR acumulados**) y presentó un fondo de maniobra negativo a cierre tanto de 2016 (-692kEUR) como de 2017 (-296kEUR). Se aplica por tanto el principio de empresa en funcionamiento.

En los últimos ejercicios, aunque Catenon registró una abultada reducción de sus ingresos netos (-6% a/a), el mix por línea de negocio se comportó de manera favorable. Se dio un incremento del top-line neto del +26% a/a 2017 en Procesos & RPOs para grandes cuentas con mayor rentabilidad y divergencia geográfica por regiones –España registró crecimiento de más del 20%, Resto de Europa y Asia más moderado y LatAm y Oriente Próximo ligera contracción– y una reducción en la actividad de proyectos llave en mano (menor margen) del -32% a/a.

Por otro lado, el proceso de reestructuración ya prácticamente finalizado y que se hizo especialmente en las actividades de LatAm de la compañía, produjo una reducción de costes operativos de 1,2mEUR a/a sosteniendo el margen operativo a nivel de Grupo.

▪ **Realización de proyectos de selección de candidatos en curso al cierre**

Aunque estimamos un ratio de cierre de proyectos del 62% en 2018e (+1p.p. a/a), podría ser que por fallos en los procesos, gestión o reputacionales entre otros; los clientes de Catenon decidieran no continuar con el proceso de selección de candidatos hasta su finalización. Ello provocaría que Catenon dejara de percibir entre uno o dos tercios de su facturación por proceso con el consiguiente impacto en sus Estados Financieros.

▪ **Retraso en la implantación de SMAPICK**

La plataforma tecnológica SMAPICK se activó en activo inmovilizado por un importe de 850kEUR estando su entrada en producción para usuarios externos prevista para finales del ejercicio 2016. Finalmente, ésta se pospuso hasta finales de 2018 de modo que el CdA aprobó una partida en sus presupuestos de 2018 para la finalización y puesta en funcionamiento.

La recuperación del importe activo dependerá de la finalización de los trabajos necesarios para su puesta en funcionamiento.

▪ Reconocimiento de los ingresos

En los Estados Financieros auditados de la compañía, los ingresos se reconocen cuando se transfirieron sustancialmente todos los riesgos y beneficios inherentes, considerando el grado de realización de los proyectos de selección de candidatos en curso al cierre del ejercicio. Ello siempre y cuando el resultado de la transacción pueda ser estimado con fiabilidad y sea probable que el Grupo reciba rendimientos económicos de los mismos.

La estimación del grado de cumplimiento de procesos supone juicios de alta subjetividad. Dichas estimaciones, junto con los términos contractuales impactan en el importe y en el momento en que el Grupo reconoce el correspondiente ingreso por la prestación de servicios. Esto es clave en nuestro modelo, estimaciones y valoración.

▪ Riesgo de tipo de interés

El Grupo emplea financiación ajena especialmente en España; y por tanto, posee préstamos y créditos concedidos a diversos tipos de interés con el objetivo de financiar inversiones a largo plazo y su circulante. **Con el fin de minorar el potencial impacto de un incremento de tipos de interés en el futuro, el Grupo mantiene una política de vincular al menos un 20% de su deuda a tipo fijo (vs. c.40% de su deuda actualmente).**

Según Cátenon, la sensibilidad a 1% de cambio en Euribor son unos 25kEUR anuales (c.1,8% EBIT19e).

▪ Riesgo crediticio

Como consecuencia de la alta diversificación en cuanto a número de clientes y países en los que opera, el Grupo no tiene un riesgo significativo de crédito concentrado a un solo ámbito. Cátenon creó un Comité de Riesgos con el fin de monitorizar el perfil crediticio de ciertos clientes. A cierre de 2017, la empresa mantenía 2,7mEUR en cuentas pendientes de cobro; existiendo un potencial riesgo de impago sobre las mismas.

Por otro lado, el Grupo mantiene su tesorería y activos líquidos equivalentes en entidades de alto nivel crediticio.

▪ Riesgo de liquidez

Este riesgo se da cuando se produce la posibilidad de que el Grupo no pueda disponer de fondos líquidos, o acceder a ellos en la cuantía suficiente al coste adecuado, con el objetivo de hacer frente a sus obligaciones de pago.

Como se comentó en el presente informe, consideramos que dado el nivel óptimo de apalancamiento actual de la Sociedad y su generación de CFOp orgánica, el Grupo dispone de la financiación suficiente para hacer frente a todas sus obligaciones y compromisos de pago derivados de su actividad. A cierre de 2017, la posición de liquidez de Cátenon fue de 1,8mEUR vs. 1,3mEUR a/a.

▪ Riesgos derivados de la expansión internacional

En 2014 únicamente el 34% de los ingresos netos de Cátenon provenían de su mercado doméstico español. En cambio, y con el proceso de reestructuración prácticamente finalizado, el peso de España pasó al 72% del top-line neto de la

empresa. Ello se explicó por el repliegue de la compañía con el cierre de oficinas y la focalización en los mercados más rentables.

El modelo de expansión vía licencias, que el Grupo implantó años atrás, podría además verse afectado por las legislaciones locales relativas a franquicias y modelos de agencia, por lo que cabe la posibilidad de que la Sociedad desarrolle su actividad de un modo más decelerado en el futuro (tras lo aprendido en el proceso de reestructuración) conforme a las perspectivas actuales y el track-récord adquirido.

Asimismo, la situación política y económica de los países extranjeros podría presentar inestabilidad y, por ende, la entrada en dichos países. En consecuencia, el potencial de crecimiento de las operaciones bajo licencia internacional de Cátenon puede, de un modo dado, verse limitado por las particularidades de los mismos.

▪ **Riesgos cibernéticos**

Cátenon podría ser objetivo de un ataque en sus sistemas (hardware & software) que interrumpiera sus actividades de forma temporal o permanente. También podría darse la vulneración de la privacidad de datos de los candidatos o clientes con las consiguientes repercusiones legales que ello entrañaría.

▪ **Riesgos LOPD**

Se trata de los requisitos de la Ley Orgánica de Protección de Datos de Carácter Personal 15/1999 (LOPD). Podrían producirse infracciones por parte de la empresa en lo referente a calidad de los datos, cumplimiento de los deberes de seguridad y secreto así como de información y obtención del consentimiento previo de los afectados,... entre otros factores.

Destacar que hasta la fecha no se produjeron infracciones o conflictos relacionados con este ámbito.

▪ **Potencial impacto de modificaciones contables**

New standards and amendments to standards issued but not effected as of December 31, 2017		
Standards and amendments	Description	Mandatory application annual periods beginning on or after
IFRS 9	Financial instruments	January 1, 2018
IFRS 15	Revenue from Contracts with Customers	January 1, 2018
Clarifications to IFRS 15	Revenue from Contracts with Customers (issued on 12 April 2016)	January 1, 2018
Amendments to IFRS 2	Classification and Measurement of Sharebased Payment Transactions	January 1, 2018
Amendments to IFRS 4	Applying IFRS 9 Financial Instruments with IFRS 4 Insurance Contracts	January 1, 2018
Amendments to IAS 40	Transfers of Investment Property	January 1, 2018
IFRIC 22	Foreign Currency Transactions and Advance Consideration	January 1, 2018
Improvements to IFRS Standards 2014-2016 Cycle		January 1, 2017/18
Improvements to IFRS Standards 2015-2017 Cycle		January 1, 2018
IFRS 16	Leases	January 1, 2019
IFRIC 23	Uncertainty over Income Tax Treatments	January 1, 2019
Amendments to IFRS 9	Prepayment Features with Negative Compensation	January 1, 2019
Amendments to IAS 28	Long-term Interests in Associates and Joint Ventures	January 1, 2019
IFRS 17	Insurance Contracts	January 1, 2021
Amendments to IFRS 10 and IAS 28	Sale or Contribution of Assets between an Investor and its Associate or Joint Venture	Deferred Indefinitely

Source: Telefónica & GVC Gaesco Beka

Cátenon emplea para la elaboración de sus Estados Financieros las normas Spanish GAAP (no IAS). En consecuencia, y según el CFO de la compañía, no se prevé en el corto plazo la trasposición de la NIIF 16 al plan contable español. Mazars es el auditor de referencia de la compañía desde 2010.

Por otro lado, el impacto de las NIIF15/9 aún no se conoce por no estar recogidas en el Spanish GAAP y por no haberse dado la trasposición efectiva.

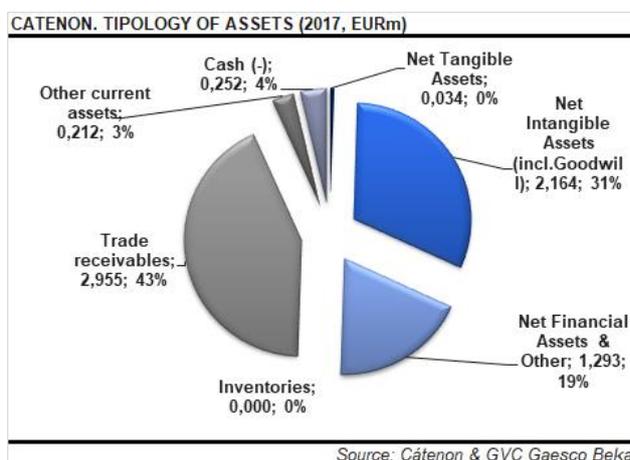
▪ Riesgo de liquidez ligada a la cotización de sus títulos

No hay que olvidar que las acciones de Cátenon cotizan en el Mercado Alternativo Bursátil. Según nuestra mesa de contratación y siendo actualmente proveedores de su contrato de liquidez intentamos garantizar un volumen mínimo negociado (actualmente COM negoció una media de c.24,7k acciones en las últimas 30 sesiones según fuentes internas) y la disponibilidad de títulos para la consecución de las operaciones deseadas por los inversores y la reducción de la volatilidad.

Sin embargo, en caso de que el volumen sea elevado no siempre pueden cumplirse dichas premisas.

▪ Reconocimiento de activos intangibles

El activo total de Cátenon está compuesto en su mayoría por esta tipología de activos. En concreto, un 31% del mismo eran activos intangibles a cierre de 2017.



Cátenon sólo reconoce contablemente aquellos activos intangibles cuyo coste puede estimarse de manera fiable y de los que el Grupo estima probable obtener en el futuro beneficios económicos. Los activos intangibles se reconocen inicialmente por su coste de adquisición o producción y se amortizan posteriormente en función de su vida útil y valor residual. Se evalúa periódicamente la potencial existencia de deterioros y se ajusta el valor del activo en función de los mismos.

Cátenon se basa en hipótesis para todo ello y también a la hora de capitalizar en activo intangible los costes de desarrollo de los proyectos realizados. Cátenon amortiza los proyectos de I+D ligados a su core business por un período de 10 años de forma lineal (5 años para otras tipologías de proyectos).

▪ Operaciones con partes vinculadas

En el caso de Cátenon este riesgo muy limitado ya que la compañía no posee actividades operativas o financieras destacables con alguno de sus accionistas.

Recordar que para la realización de este informe nos basamos en datos auditados y Estados Financieros Consolidados que deberían "netear" en sí mismos las actividades comerciales entre filiales de la propia compañía.

En las cuentas anuales auditadas, Cátenon homogeneizó las transacciones entre sociedades incluidas en el perímetro de consolidación. Se eliminaron créditos, débitos, gastos e ingresos recíprocos así como resultados de operaciones internas y que no hubieran sido realizados con terceros como contraparte.

Finalmente mencionar que, algunas entidades accionistas del Grupo (Global Caja), concedieron préstamos y pólizas de crédito por unos importes totales a cierre de 2017 de 789,3kEUR y 444,2kEUR respectivamente.

▪ Fuga de personal clave y licenciarios

Cátenon depende de los servicios que presten los licenciarios y su propio top-management. El personal directivo posee el track-récord y know-how para el correcto desempeño del negocio. Una eventual pérdida del equipo directivo clave más experimentado (**incluyendo los fundadores**) podría tener efectos negativos. El factor de los propios licenciarios (profesionales libres vinculados por relaciones mercantiles con la Sociedad) y los mecanismos en los que se opera bajo este modelo particular de relación, en el caso de que tales licenciarios no resultasen eficientes en términos de resultados, la desvinculación por contrato de los mismos y/o la desconexión a la plataforma tecnológica del Grupo, podría eventualmente tener un efecto negativo en la situación financiera, económica o patrimonial que afecte a los resultados de Cátenon o en nuestras previsiones.

▪ Riesgo de obsolescencia tecnológica

La sustitución de UPICK por SMAPICK supondrá amortizar desde el inicio linealmente esta segunda plataforma tecnológica en un período de 5 años (vs. 10 años de otros proyectos anteriores). Por tanto, se incrementará la intensidad de las amortizaciones con impacto en el P&L reportado de la compañía.

Por otro lado, SMAPICK ya retrasó su lanzamiento final a 2018 y destacamos que cabría la posibilidad de que se produjeran fallos puntuales/temporales en los sistemas de la compañía tras su implantación efectiva.

Finalmente mencionar que, dada la alta componente tecnológica de la compañía, la obsolescencia tecnológica juega un papel importante en la misma y podría requerir mayores niveles de inversión frente a los proyectados por nosotros para continuar manteniendo la ventaja competitiva de Cátenon.

▪ Potencial entrada de nuevos jugadores

España no se encuentra dentro del scope en lo que a innovaciones tecnológicas se refiere para el sector. Ello da mayor flexibilidad a Cátenon para realizar pruebas en su mercado doméstico.

En cualquier caso, no hay que olvidar que, aunque con menos base tecnológica que Cátenon, muchas de las multinacionales del sector de elevada masa crítica y músculo financiero están presentes en los mercados donde Cátenon opera. Otras podrían entrar en los mismos con honorarios más reducidos y contratos más onerosos con grandes cuentas en el ámbito de los RPOs.

Anexo I. Descripción de comparables cotizadas

Por desgracia los principales jugadores del sector no cotizan. Este es el caso de Hays, Michael Page, Hudson, LinkedIn, Indeed, iCIMS, Jobvite, HireVue, Manpower, Randstad,...

En cambio, en esta sección exponemos la descripción de los principales peers cotizados de Catenon que empleamos para su valoración por comparables.

CATENON. BRIEF PEERS DESCRIPTION

Company	Description
Adecco Group	Adecco Group AG is a holding company, which engages in the provision human resources services. The company offers temporary staffing, permanent placement, outsourcing, career transition, and outsourcing services. Its brands include Adecco, Adia, Badenoch & Clark, LEE HECHT HARRISON, MODIS, pontoon, Spring, and YOSS. The company was founded by Henri Lavanchy in 1957 and is headquartered in Zurich, Switzerland.
Hays	Hays plc engages in the provision of recruitment and office support services. It operates through the following regions: Australia and New Zealand; Germany, United Kingdom and Ireland; and the Rest of the World. The company was founded by Denis R. Waxman in 1968 and is headquartered in London, the United Kingdom.
Heidrick & Struggles	Heidrick & Struggles International, Inc. engages in provision of leadership consulting, culture shaping and senior-level executive search services. It offers its clients build leadership teams through facilitating the recruitment, management and deployment of senior executives. The company was founded by Gardner Heidrick and John Struggles in 1953 and is headquartered in Chicago, IL.
Korn/Ferry	Korn/Ferry International engages in the provision of global organizational consulting firm. It operates through the following segments: Executive Search, Hay Group, Futurestep, and Corporate. The Executive Search segment helps clients attract and hire leaders who fit in with their organization, and make it stand out. The Hay Group segment comprises of leadership and organizational advisory consultants, and thought leaders. The Futurestep segment includes recruitment process outsourcing, professional search, and project recruitment. The company was founded by Richard M. Ferry on November 14, 1969 and is headquartered in Los Angeles, CA.
ManPower Group	ManpowerGroup, Inc. engages in the provision of workforce solutions and services. It operates through the following segments: Americas, Southern Europe, Northern Europe, Asia Pacific Middle East, and Right Management. The Americas segment offers services as Manpower, Experis, and ManpowerGroup Solutions through both branch and franchise offices. The Southern Europe segment provides permanent, temporary and contract recruitment, assessment and selection, training and outsourcing services. The Northern Europe includes comprehensive suite of workforce solutions and services through Manpower, Experis, ManpowerGroup Solutions in the United Kingdom, the Nordics, Germany, and the Netherlands. The Asia Pacific Middle East segment operates in Japan, Australia, Korea, China, and India. The Right Management segment delivers talent and career management workforce solutions. The company was founded by Elmer Winter and Aaron Scheinfeld in 1948 and is headquartered in Milwaukee, WI.
Page Group	PageGroup Plc engages in the provision of recruitment consultancy services. Its brands include Page Executive, Michael Page, and Page Personnel. The company also has its supplementary brands throughout international locations namely Page Assessment, Page Consulting, Page Outsourcing, and Page Talent. PageGroup was founded by Michael Page and Bill McGregor in 1976 and is headquartered in Weybridge, the United Kingdom.
Quess Group	Quess Corp. Ltd. is a holding company, which engages in the provision of staffing, recruitment, and human resource services. It operates through the following business segments: Global Technology Solutions, Industrials, Integrated Facilities Management, People and Services, and Internet Business. The Global Technology Solutions provides information technology staffing. The People and Services segment offers staffing services and solutions including general staffing, recruitment and executive search, recruitment process outsourcing, and payroll, compliance, and background verification services. The Integrated Facilities Management segment involves integrated facility management solutions to corporate and other organizations. The Industrial Asset Management segment deals with industrial operations and maintenance services, and related asset record maintenance services under the Hofincons brand. The Internet segment refers to the provision of recruitment solutions. The company was founded on September 19, 2007 and is headquartered in Bengaluru, India.
Randstad	Randstad NV engages in the provision of solutions in the fields of flexible work and human resources services. It operates through the following geographical segments: North America, Netherlands, France, Germany, Belgium & Luxembourg, Iberia, Other European Countries, Rest of the World, and Global Businesses. The company was founded by Frits Goldschmeding in 1960 and is headquartered in Diemen, the Netherlands.
Robert Half	Robert Half International, Inc. engages in the provision of staffing and risk consulting services. It operates through the following segments: Temporary and Consultant Staffing, Permanent Placement Staffing, and Risk Consulting and Internal Audit Services. The Temporary and Consultant Staffing segment offers staffing in the accounting and finance, administrative and office, information technology, legal, advertising, marketing, and web design fields. The Permanent Placement Staffing segment includes full-time personnel in the accounting, finance, administrative and office, and information technology fields. The Risk Consulting and Internal Audit Services segment comprises business and technology risk consulting and internal audit services. The company was founded by Robert Half in 1948 and is headquartered in Menlo Park, CA.
Robert Walters	Robert Walters Plc is a recruitment consultancy, which provides professional recruitment services on a permanent, contract and temporary positions across all levels of seniority. The company places candidates in accountancy and finance, banking, engineering, operations, legal, information technology, sales and marketing, supply chain, procurement and logistics, human resources, support and administration. Its other activities include recruitment process outsourcing services. The company was founded by Robert C. Walters in 1985 and is headquartered in London, the United Kingdom.
Seek	SEEK Ltd. engages in the provision of online employment classifieds and education and training services. It operates through the following segments: SEEK Asia Pacific and Americas; SEEK Investments; and Corporate Costs. The SEEK Asia Pacific and Americas segment comprises SEEK ANZ, SEEK Asia, Brasil Online, OCC and AP&A Other, and other businesses. The SEEK Investments consists Zhaopin, Online Education Services and Early Stage Ventures. The Corporate Costs include Costs incurred that are not directly attributable to AP&A. The company was founded by Paul Moss Bassat, Andrew Reuven Bassat and Matthew Myer Rockman on September 17, 1997 and is headquartered in Melbourne, Australia.
PERSOL Holdings	PERSOL Holdings Co., Ltd. engages in the temporary staffing business. It operates through the following business segments: Temporary Staffing / Business Process Outsourcing (BPO), Information Technology Outsourcing (ITO), Engineering, Recruiting, and Others. The Temporary Staffing / BPO segment provides human resources services, from temporary staffing to outsourcing of tasks. The ITO segment offers technical support for development and operations, as well as consulting BPO. The Engineering segment supports technical abilities of the engineers. The Recruiting segment handles career change support service, casual employment information service, workforce reentry support service, contracts from government agencies, and new graduates and Asia human resource service. The Others segment include shared services, education and training, and nursery human resources services. The company was founded by Yoshiko Shinohara in May 1973 and is headquartered in Tokyo, Japan.

CATENON. BRIEF PEERS DESCRIPTION

Company	Description
Altech Corporation	Altech Corp. engages in providing professional outsourced staff to accomplish specified technical skills. It operates through the Outsourcing Service and Global Business segments. The Outsourcing Service segment deals with the dispatch of design engineers for machines, electricity, and information processing and design; consigned CAD operations for technology projects; and personnel dispatch for office support. The Global segment includes the installation, maintenance, and personnel service for plant facilities, machinery, and equipment of Japanese companies abroad. The company was founded by Toshio Matsui in July 1968 and is headquartered in Yokohama, Japan.
Creek & River	CREEK & RIVER Co., Ltd. provides consulting, outsourcing, production, and professional agent services for video game and multimedia creators. It operates through the following segments: Creative Field-Japan, Creative Field-South Korea, Medical Field, and Others. The Creative Field-Japan segment offers agency services for movies, games, websites, mobile communications, advertisement, and publishing in Japan. The Creative Field-South Korea segment offers the creative services in South Korea. The Medical Field segment provides doctor agency services with the concept of private medical office. The Others segment includes information technology, legal, and accounting field businesses. It also engages in the education; and rights management and distribution services for copyright and content. The company was founded by Yukihiro Ikawa on March 20, 1990 and is headquartered in Tokyo, Japan.
HITO-Communications	HITO-Communications, Inc. engages in the provision of outsourcing and staffing services. It operates through the following segments: Outsourcing, Personnel Placement, Electronic Commerce (EC) and Television Commerce (TC) Support, Wholesale, and Others. The Outsourcing segment handles sales strategy, personnel arrangement, and customer service for manufacturers and communication carriers. The Personnel Placement segment manages personnel dispatchment. The EC and TC Support segment provides sales support for e-commerce and television shopping. The Wholesale segment manufactures and wholesales clothing products. The Others segment includes social welfare service, education training, and limousine service for the wealthy. The company was founded on February 23, 1998 and is headquartered in Tokyo, Japan.
HRnetGroup	HRnetGroup Ltd. is an investment holding company, which engages in the provision of recruitment services. It operates through the following segments: Professional Recruitment, Flexible Staffing, and Others. The company was founded on September 21, 2016 and is headquartered in Singapore.
Humanica Public	Humanica Public Co., Ltd. is engaged in human resources management service. It offers human resources solutions, payroll outsourcing service and human resources system. The firm also provides financial solutions service, enterprise resource planning, and services of accounting and financial outsourcing. Humanica Public was founded by Sontorn Dentham in September, 2003 and is headquartered in Bangkok, Thailand.
Insource	insource Co., Ltd. engages in the business of commercial services. It operates through the following business divisions: On Site Training, Open Seminar, and Others. The On Site Training business division provides training planning and implementation, participant management, and questionnaire collection services. The Open Seminar business division offers skill-specific seminars for individual participants or corporate packages through the company's website. Training programs include Information Technology, Accounting, and Legal Affairs. The company was founded by Takayuki Funahashi on November 8, 2002 and is headquartered in Tokyo, Japan.
Mastech Digital	Mastech Digital, Inc. engages in the provision of information technology staffing for both mainstream and digital technologies, and digital transformation services. It operates through the Data and Analytics Services; and Information Technology (IT) Staffing Services segments. The Data and Analytics Services segment provides specialized capabilities in delivering data management and analytics services to customers globally. The IT Staffing Services segment focuses on contract IT staffing and digital transformation services. The company was founded by Ashok Trivedi and Sunil Tekchand Wadhvani on September 30, 2008 and is headquartered in Moon Township, PA.
Morneau Shepell	Morneau Shepell, Inc. engages in the provision of human resource consulting and technology services. It s solutions includes employee assistance program; health and wellness; benefits and pension outsourcing; absence management solutions; and health plan solutions. The company was founded by William Frank Morneau Sr in 1962 and is headquartered in Toronto, Canada.
NISSO	NISSO Corp. engages in the business of human resource services. It provides general contract worker dispatching business and business process outsourcing (BPO) services. It also operates nursing care, welfare project (facility nursing care and home nursing care) centers. The company was founded on February 3, 1971 and is headquartered in Yokohama, Japan.
People Corporation	People Corp. provides group benefits, group retirement and human resource services. Its delivers employee benefits consulting, third party benefits administration, pension consulting, human resources consulting, and executive search and staff recruitment services. The company was founded on July 5, 2006 and is headquartered in Winnipeg, Canada.
TrueBlue	TrueBlue, Inc. provides workforce solutions, helping clients improve growth and performance by providing staffing, recruitment process outsourcing, and managed service provider solutions. The company operates through the following reportable segments: PeopleReady, PeopleManagement, and PeopleScout. The PeopleReady segment provides staffing solutions for blue-collar, contingent on-demand, and skilled labor to a broad range of industries that include retail, manufacturing, warehousing, logistics, energy, construction, hospitality, and others. The PeopleManagement segment provides contingent labor and outsourced industrial workforce solutions. The PeopleScout segment provides permanent employee recruitment process outsourcing for its customers for all major industries and jobs. TrueBlue was founded by John Ross Coghlan and Glenn Welstad in 1989 and is headquartered in Tacoma, WA.
Company	Description
WDB Holdings	WDB Holdings Co., Ltd. operates as a holding company which provides the management of its group companies. It operates through the following business divisions: Human Resource Services, CRO (Contract Research Organization) Business, Contract Research and Manufacturing Business, Interaction Business and Group Strategy Support Business. The Human Resource Services business division provide services in the field of physical science and engineering. The CRO business division provides support from basic research to clinical trials in the pharmaceutical, medical, cosmetics, and other industries. The Contract Research and Manufacturing Business division provides custom manufacturing and development services for new materials, such as electronic materials, medical products and cosmetics. The Interaction Business division provides appearance services for smartphones and information services through the Internet. The Group Strategy Support Business division supports increased competitiveness of human resource services, CRO business, contract research and manufacturing and Interaction Business by dividing companies among a variety of businesses, encouraging the pursuit of efficiency throughout the organization. The company was founded on July 6, 1985 and is headquartered in Tokyo, Japan.
Yin He Holdings	Yin He Holdings Ltd. engages in the provision of staff outsourcing services. It operates through the following segments: Human Resource Services; Credit Consultancy Services; Loan Facilitation Services, Asset Management Services, and Loan Financing Services. The Human Resource Services segment involves in staff outsourcing, executive or staff search, and human resources support services. The Credit Consultancy Services segment includes credit assessment and credit consultancy services. The Loan Facilitation Services segment operates peer-to-peer financing platform and other loan facilitation services. The Asset Management Services segment comprises of financial advisory services for corporate, asset management firms, private equity funds, and minority investments in private companies. The company was founded by Tin Duk Chang on February 24, 2012 and is headquartered in Hong Kong.

Source: Factset & GVC Gaesco Beka

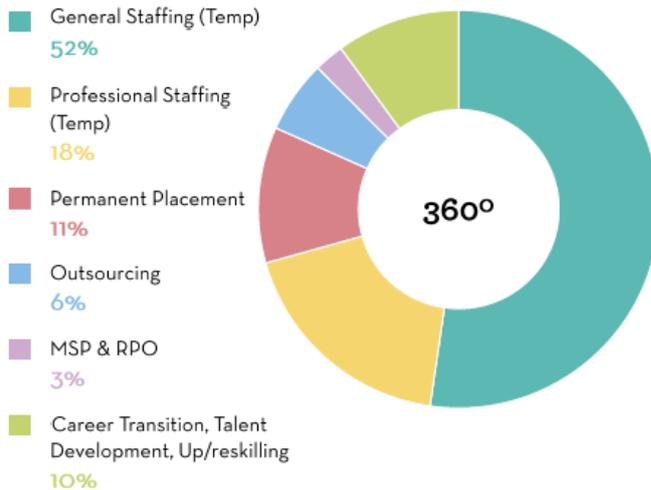
Anexo II. Principales KPIs operativos y financieros de los más relevantes peers cotizados

- Adecco Group. Source: Adecco Seminar Presentation, London September 19th

A complete 360° HR solutions offering

Supporting candidates and companies at every stage of the work lifecycle

Gross profit (Full-year 2017)



- Broadest solutions offering
- Leading unique positions in career transition and up/reskilling
- Elevating client discussions to the C-suite. Stickier relationships

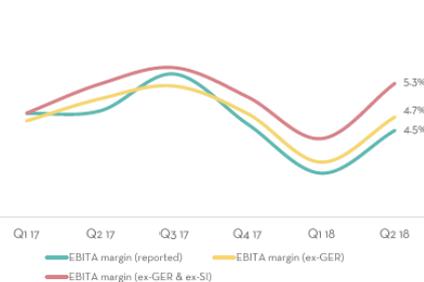


Revenues
YoY organic growth adj. for trading days



Note: Germany includes Germany & Austria; EBITA margin excludes one-offs

EBITA Margin
Adj. for strategic investments and Germany



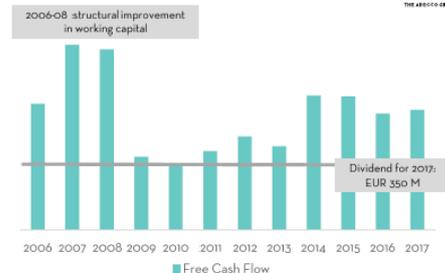
Net Debt/EBITDA to decline by year-end



- Net Debt expected to decline by year-end 2018; seasonally higher H2 cash flow and proceeds from sale of Beeline stake

Note: Net debt to EBITDA excludes one-offs

Dividend sustainable under stress



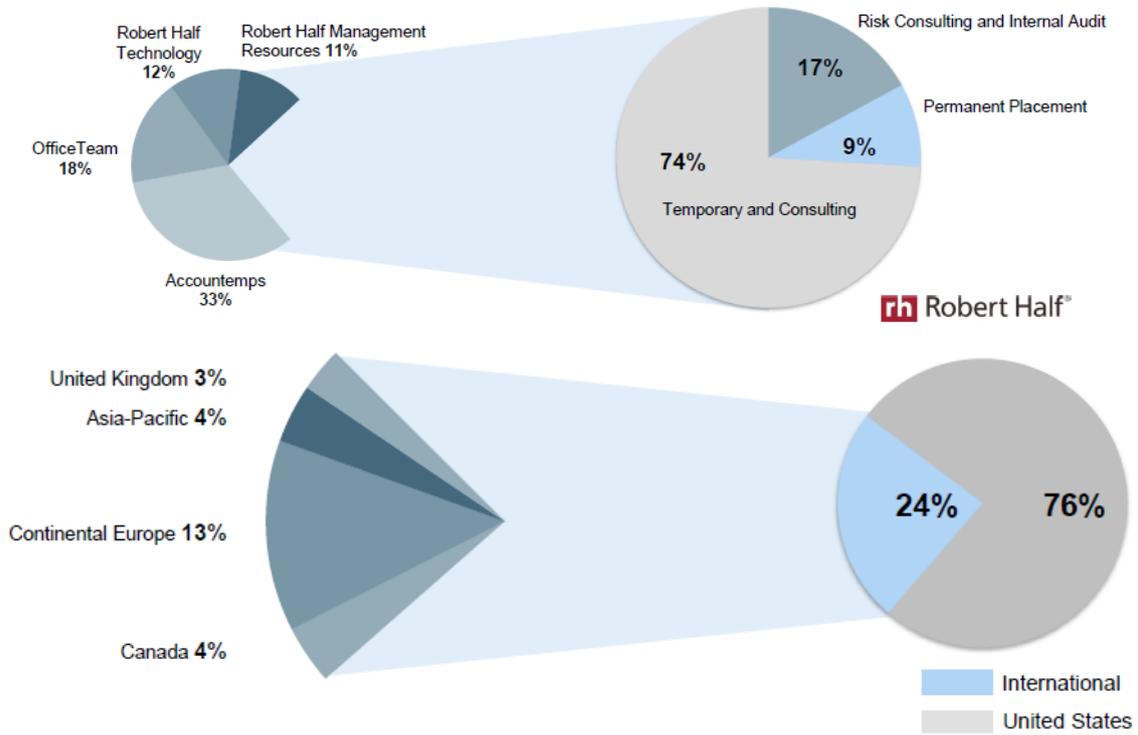
- Working Capital absorbs/releases cash countercyclically when compared to EBITA
- 2017 dividend would have been covered by Free Cash Flow even in 2009-10

▪ **Robert Half. Sources: Annual Report 2017 & Investors Conference November 12nd 2018**

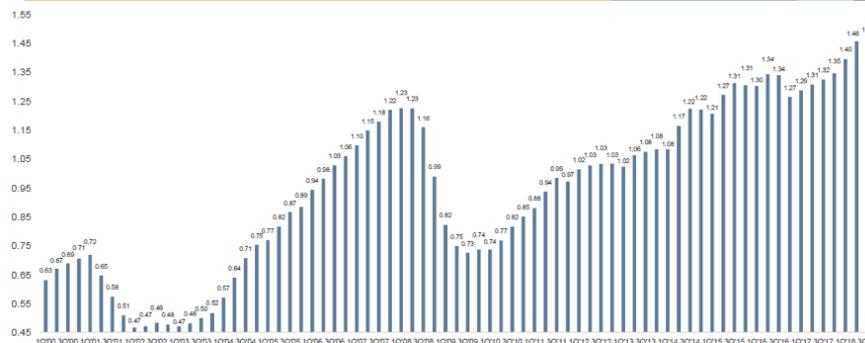
2017 Global Revenue: \$5.3 Billion

Q3 2018 Segment Mix

© 2018 Robert Half International Inc. An Equal Opportunity Employer M/F/Disability/Veterans.



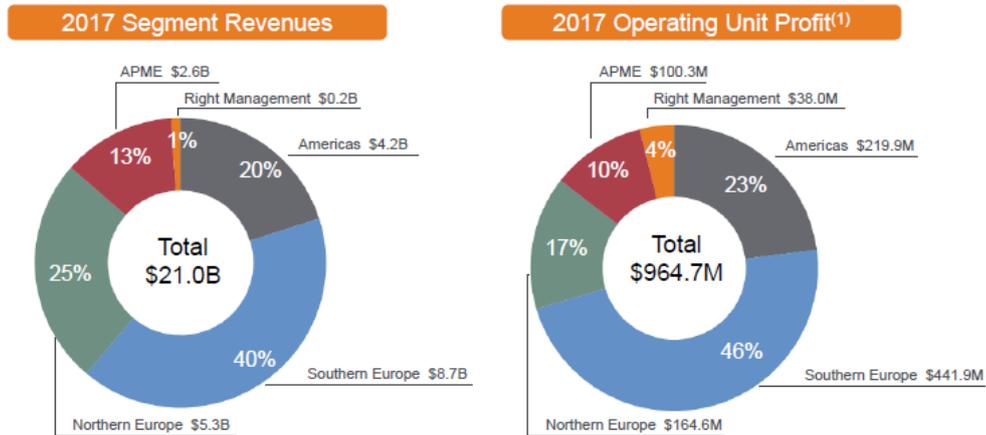
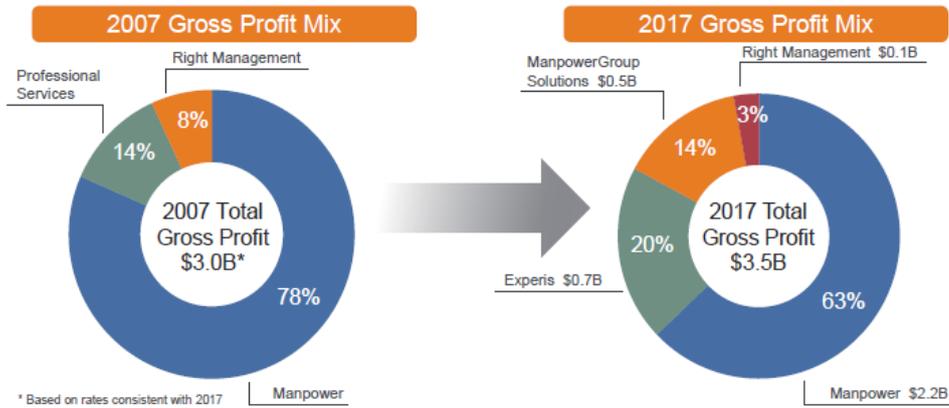
rh Robert Half Annual Global Revenues (\$ in Billions)



▪ **Manpower. Source: Investors Presentation, March 2018**



ManpowerGroup Investor Presentation



(1) Excludes restructuring costs as detailed in our earnings release and further explained on our web site. As reported, OUP was as follows: \$931.2M, Americas \$213.7M (23%), Southern Europe \$441.9M (47%), Northern Europe \$140.7M (15%), APME \$98.8M (11%), and Right Management \$36.0M (4%).

- Page Group. Sources: Investor Afternoon Presentation May 15th 2018 & 3Q'18 Results Presentation

PageGroup

PageExecutive

MichaelPage

PagePersonnel



Page Outsourcing

Improvement in growth rate to +19.7%

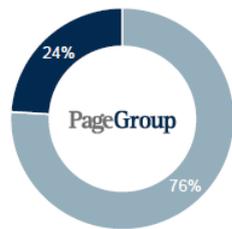
Key financial highlights



Growth across brands in Perm and Temp

Business balance reflects brands and geographic mix

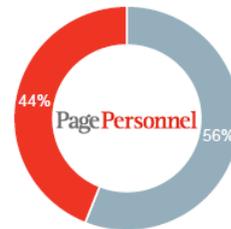
PageGroup



■ Perm ■ Temp



■ Perm ■ Temp

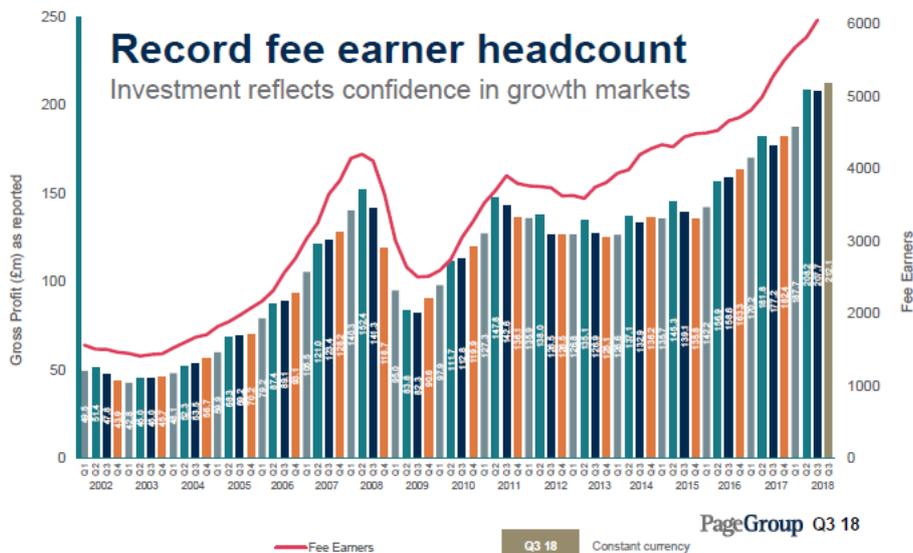


■ Perm ■ Temp

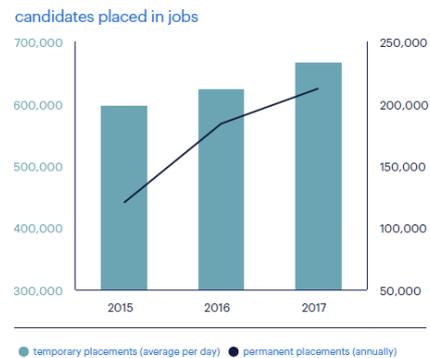
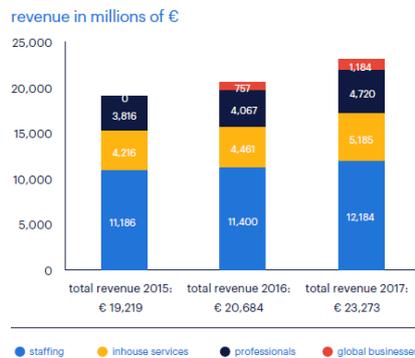
- Gross Profit growth in permanent +21.4% to £157.9m
- Temporary +14.8% to £49.8m
- Perm:Temp ratio 76:24, slightly up on prior year

- Gross Profit growth in permanent +20.8% to £122.7m
- Temporary +10.0% to £22.3m

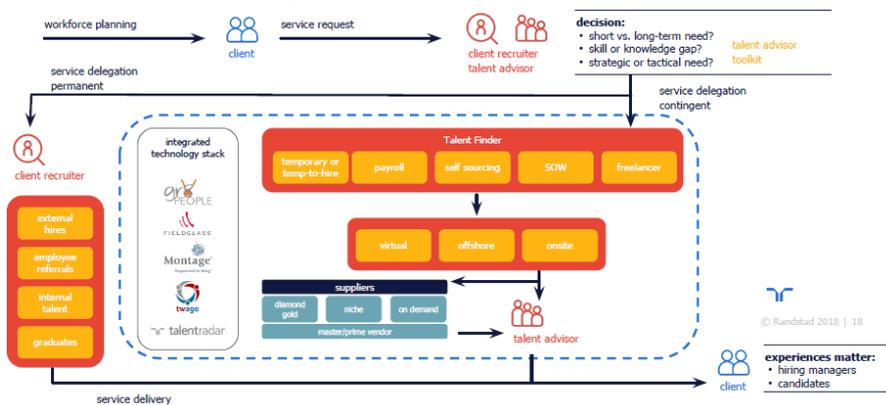
- Gross Profit growth in permanent +23.5% to £35.2m
- Temporary +18.9% to £27.5m



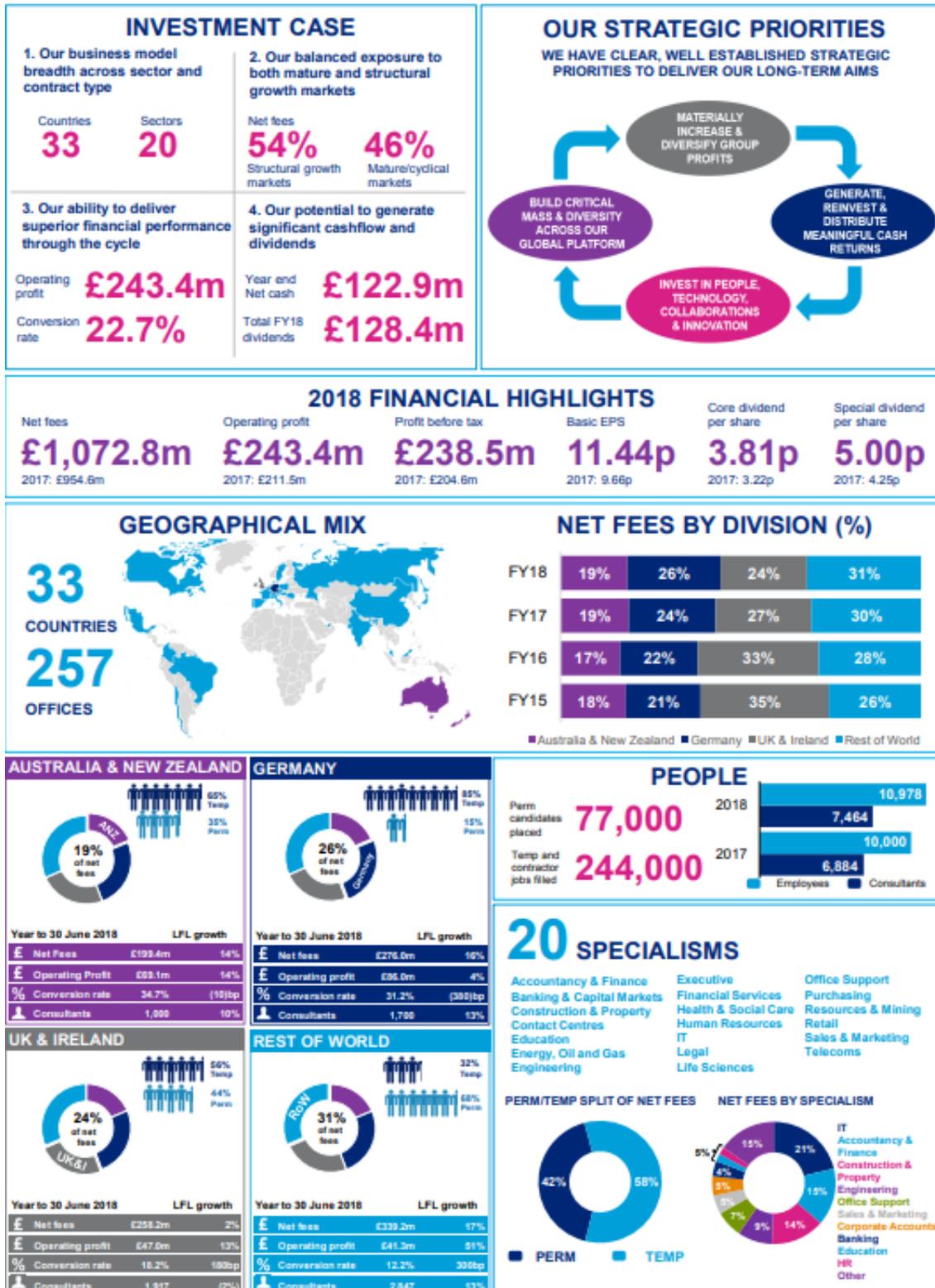
▪ **RANDSTAD.** Source: Analyst Breakfast Presentation 3Q'18 & 2017 Annual Report



total workforce integrated vision: talent delivery model.



- HAYS. Source: Hays Factsheet 2018

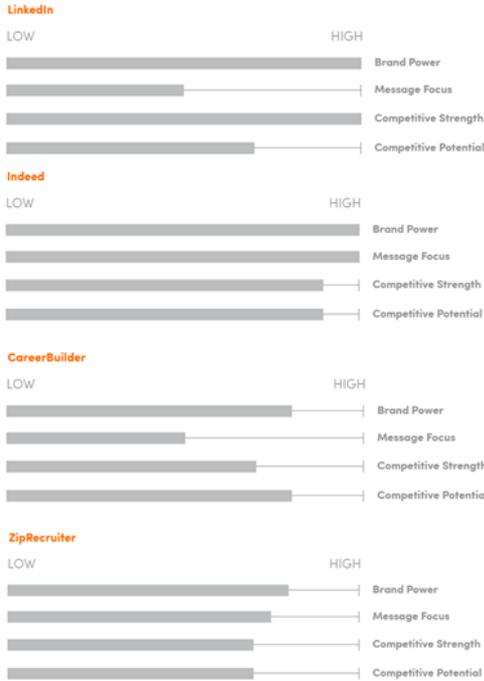


Anexo III. Clasificación de principales compañías de adquisición de talento a nivel mundial

TALENT ACQUISITION. MAIN COMPETITORS CLASSIFICATION PER SEGMENT

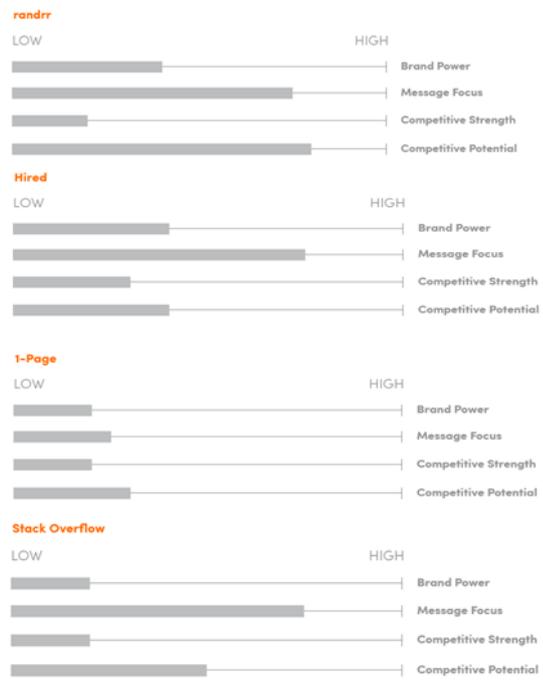
Candidate Discovery

LEADING CANDIDATE DISCOVERY BRANDS



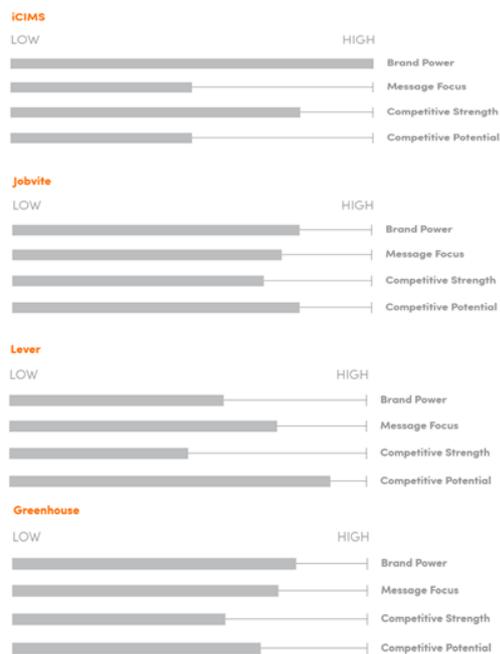
Candidate Connection

CANDIDATE CONNECTION BRANDS TO CONSIDER



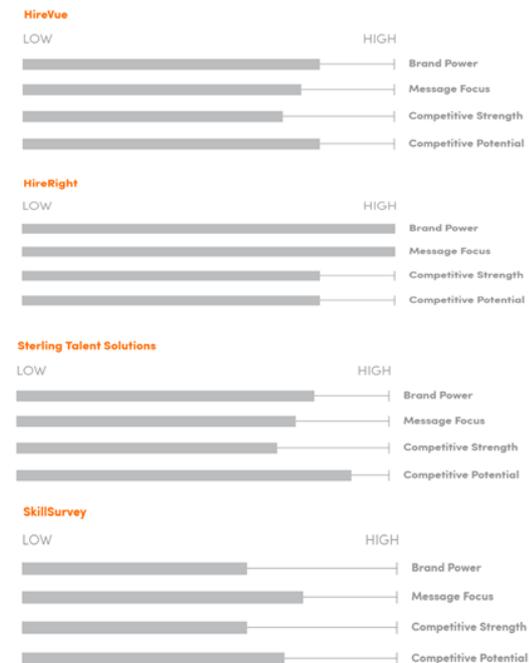
Candidate Management

LEADING CANDIDATE MANAGEMENT BRANDS



Candidate Intelligence

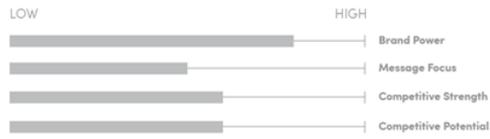
LEADING CANDIDATE INTELLIGENCE BRANDS



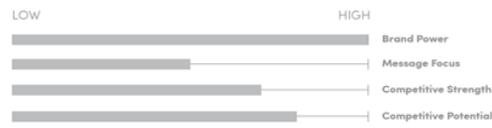
Recruitment Process Outsourcing

LEADING RECRUITMENT PROCESS OUTSOURCING BRANDS

ManpowerGroup



Randstad Sourceright



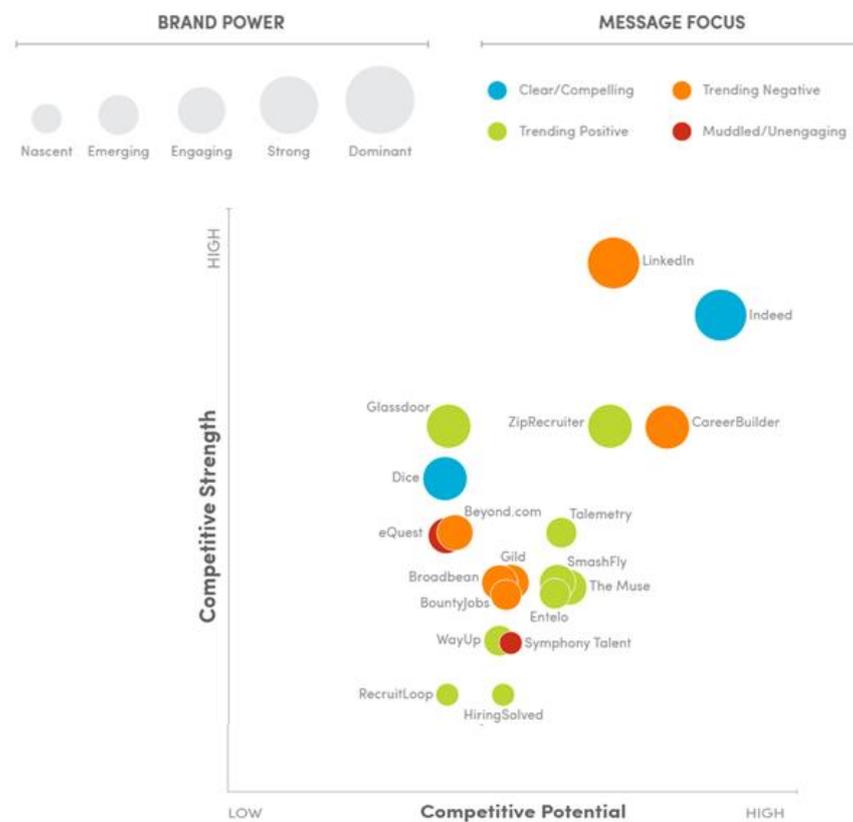
Cielo

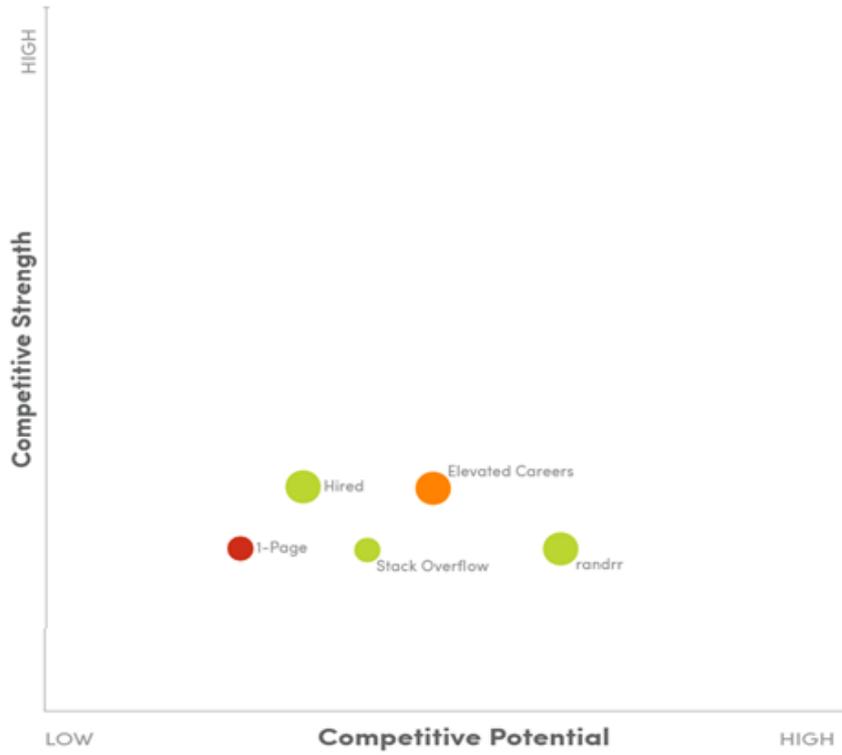


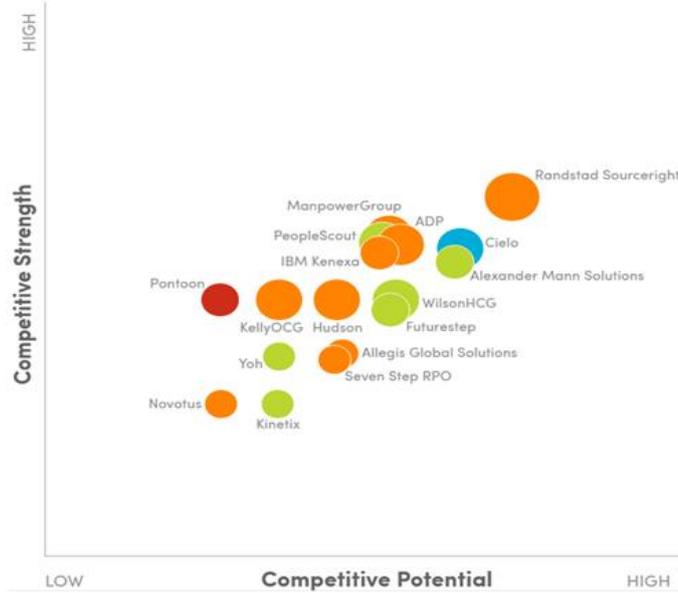
ADP



Source: 2017 The Starr Conspiracy & GVC Gaesco Beka





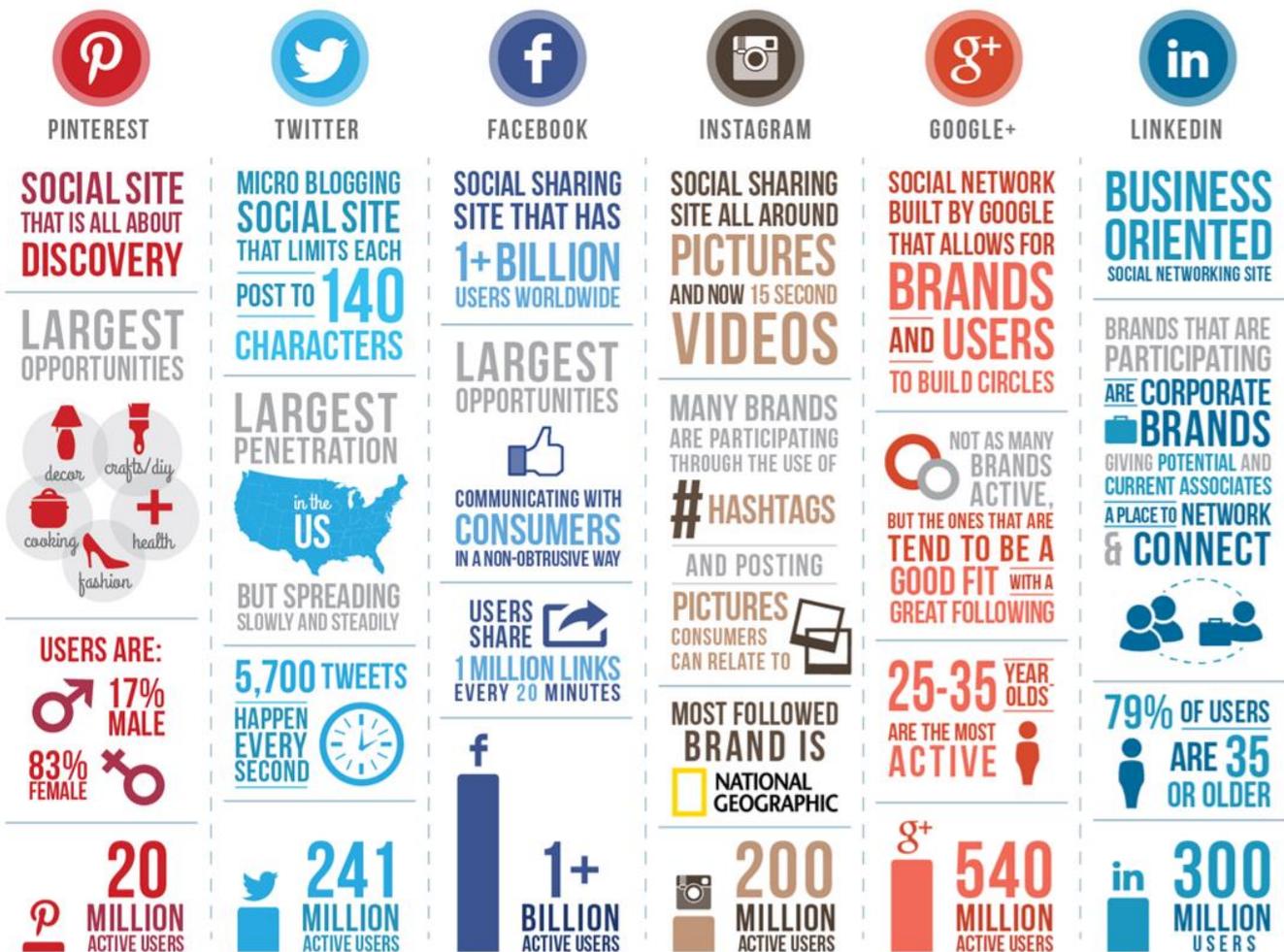


Source: 2017 The Starr Conspiracy & GVC Gaesco Beka

Anexo IV. El poder de las redes sociales en nuestro tiempo

Estos son algunos ejemplos del target comercial, número de usuarios, penetración y elevado enriquecimiento de datos que las redes sociales obtienen de manera “gratuita” de sus usuarios y que posteriormente revenden a compañías como Catenon,

THE POWER OF SOCIAL NETWORKS IN OUR TIMES.

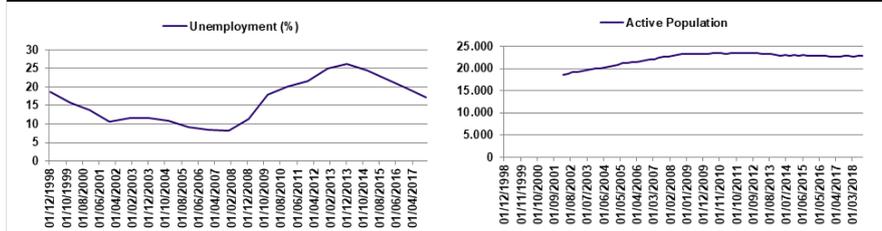


Statistics as of 4.25.2014. Designed by: Leverage - leveragenewagemedia.com

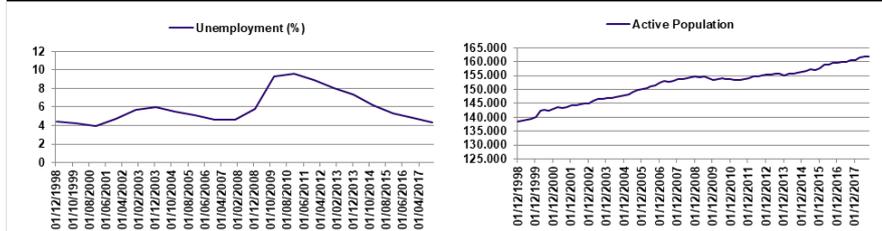
Source: nfp2.co.uk & GVC Gaesco Beka

Anexo V, Tasa de paro en los países con mayor posicionamiento de Catenon

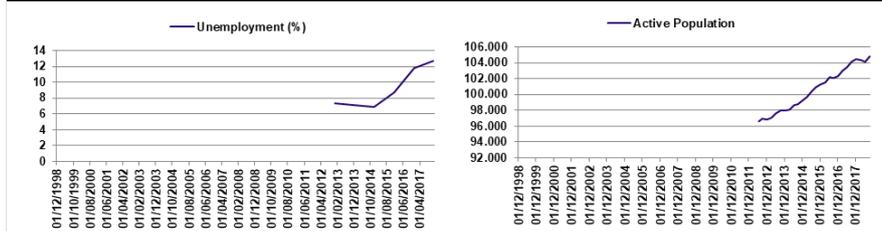
SPAIN



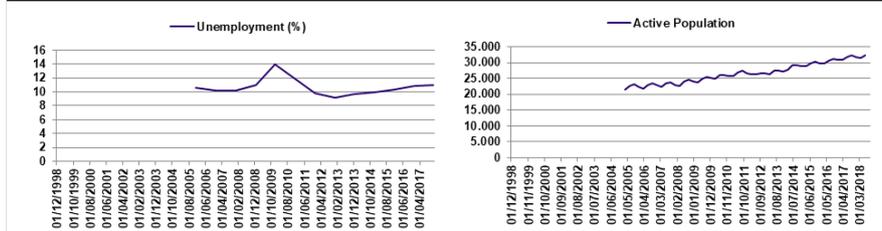
US



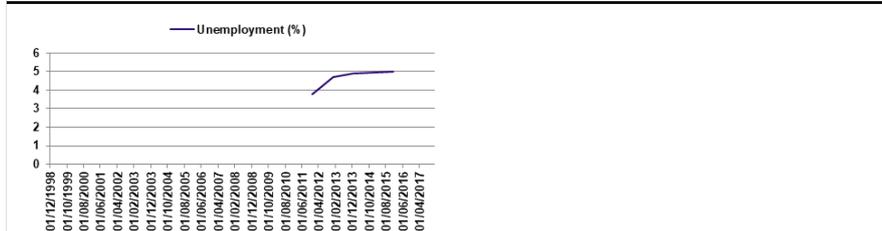
BRAZIL



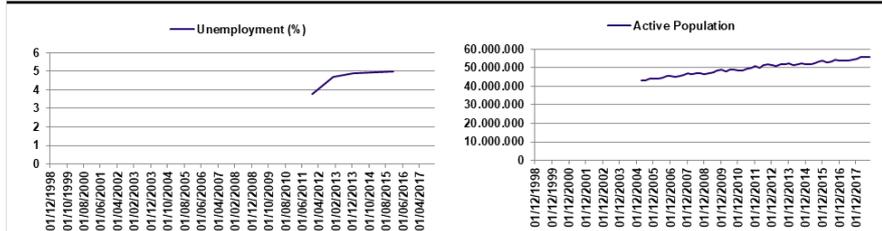
TURKEY



INDIA



MEXICO

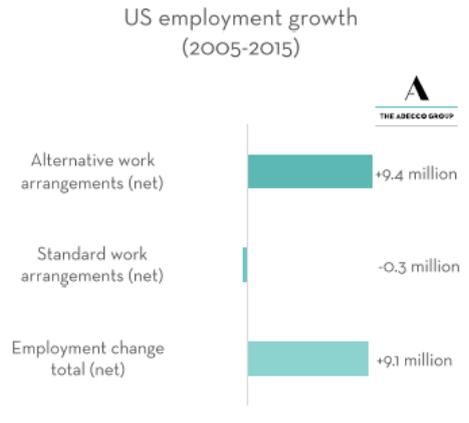


Sources: Factset, INE, US Department of Labor, IBGE, TurkStat, INEGI, Ministry of Labor India

Nuevas dinámicas del mercado laboral...

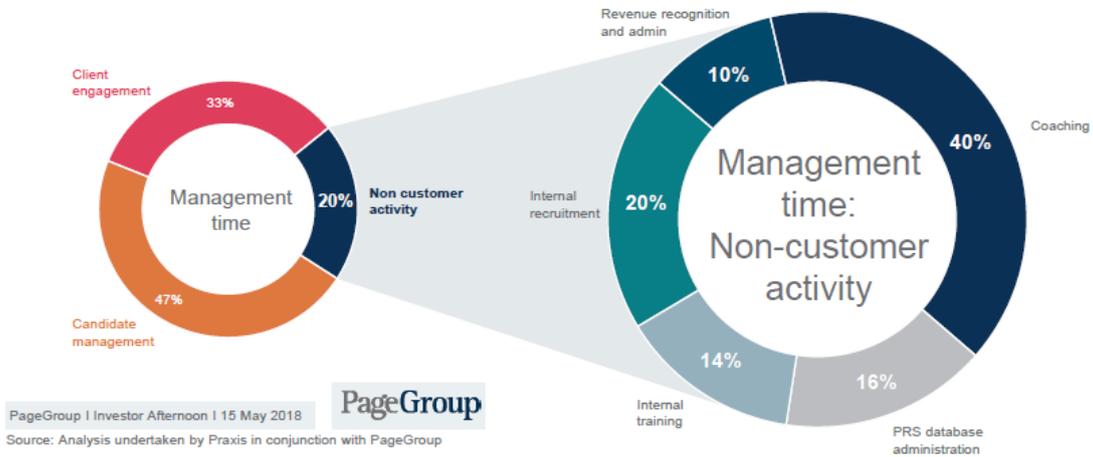


Temporary staffing demand continues to grow; penetration rates at new highs in many markets



Flexible forms of work contributed all of the recent employment growth in the US

Saving management time



Anexo VI. Tendencias demográficas, top 30 de núcleos urbanos por población (1950/2025*)

Fuente: PwC, Talent Mobility 2020, "The next generation of international assignments"

*PricewaterhouseCoopers UK Economic Outlook, November 2009

Figure 2: Trends in top 30 urban agglomerations by population: 1950-2025⁶

Ranking in 1950	Pop. (m) 1950	Ranking in 1990	Pop. (m) 1990	Ranking in 2007	Pop. (m) 2007	Projected ranking in 2025	Projected Pop. (m) 2025
1. New York	12.3	Tokyo	32.5	Tokyo	35.7	Tokyo	36.4
2. Tokyo	11.3	New York	16.1	New York	19.0	Mumbai	26.4
3. London	8.4	Mexico City	15.3	Mexico City	19.0	Delhi	22.5
4. Shanghai	6.1	São Paulo	14.8	Mumbai	19.0	Dhaka	22.0
5. Paris	5.4	Mumbai	12.3	São Paulo	18.8	São Paulo	21.4
6. Moscow	5.4	Osaka-Kobe	11.0	Delhi	15.9	Mexico City	21.0
7. Buenos Aires	5.1	Kolkata	10.9	Shanghai	15.0	New York	20.6
8. Chicago	5.0	Los Angeles	10.9	Kolkata	14.8	Kolkata	20.6
9. Kolkata	4.5	Seoul	10.5	Dhaka	13.5	Shanghai	19.4
10. Beijing	4.3	Buenos Aires	10.5	Buenos Aires	12.8	Karachi	19.1
11. Osaka/Kobe	4.1	Rio de Janeiro	9.6	Los Angeles	12.5	Kinshasa	16.8
12. Los Angeles	4.0	Paris	9.3	Karachi	12.1	Lagos	15.8
13. Berlin	3.3	Cairo	9.1	Cairo	11.9	Cairo	15.6
14. Philadelphia	3.1	Moscow	9.1	Rio de Janeiro	11.7	Manila	14.8
15. Rio de Janeiro	3.0	Delhi	8.2	Osaka-Kobe	11.3	Beijing	14.5
16. St Petersburg	2.9	Shanghai	8.2	Beijing	11.1	Buenos Aires	13.8
17. Mexico City	2.9	Manila	8.0	Manila	11.1	Los Angeles	13.7
18. Mumbai	2.9	London	7.7	Moscow	10.5	Rio de Janeiro	13.4
19. Detroit	2.8	Jakarta	7.7	Istanbul	10.1	Jakarta	12.4
20. Boston	2.6	Chicago	7.4	Paris	9.9	Istanbul	12.1
21. Cairo	2.5	Beijing	7.4	Seoul	9.8	Guangzhou	11.8
22. Manchester	2.4	Karachi	7.1	Lagos	9.5	Osaka-Kobe	11.4
23. Tianjin	2.4	Istanbul	6.6	Jakarta	9.1	Moscow	10.5
24. São Paulo	2.3	Dhaka	6.5	Chicago	9.0	Lahore	10.5
25. Birmingham	2.2	Tehran	6.4	Guangzhou	8.8	Shenzhen	10.2
26. Shenyang	2.1	Bangkok	5.9	London	8.6	Chennai	10.1
27. Rome	1.9	Lima	5.8	Lima	8.0	Paris	10.0
28. Milan	1.9	Tianjin	5.8	Tehran	7.9	Chicago	9.9
29. San Francisco	1.9	Hong Kong	5.7	Kinshasa	7.8	Tehran	9.8
30. Barcelona	1.8	Chennai	5.3	Bogotá	7.8	Seoul	9.7

⁶ PricewaterhouseCoopers UK Economic Outlook, November 2009

Source: Population Division of the Department of Economic and Social Affairs of the United Nations Secretariat, World Population Prospects: The 2006 Revision and World Urbanization Prospects: The 2007 Revision

Anexo VII. Activaciones de proyectos y descripción

Cátenon desarrolló una herramienta de software a medida con tecnología in-house y exclusiva a través de la cual se centraliza la gestión y ejecución de procesos en todas las oficinas a nivel global y por cada miembro del equipo de forma homogénea. Ello permite disponer de una solución que suponga un elemento diferencial en el mercado y frente a competidores. Con todo, Cátenon se posicionó respecto a sus competidores como una firma especialista en procesos internacionales gracias al software desarrollado que permite una **gestión totalmente online, estandarizada y homogénea de los procesos de selección en cualquier lugar del mundo.**

Unido al expertise local de la empresa y sus avanzados sistemas de información, metodologías de valoración y gestión de conocimiento interno permiten a Cátenon,

- **Asegurar la homogeneidad y calidad del proceso reduciendo en más de un 80% el tiempo que necesita cualquier otra firma del sector.**
- **Compartición de conocimientos entre procesos y también sectoriales a través del conocimiento generado con anterioridad.** Gestión eficaz de la información profesional.
- **Presentación de los resultados a los clientes en formato multimedia que contiene filmaciones técnicas de la parte técnica de las entrevistas y análisis de adecuación del puesto a los candidatos.** De este modo se evita la posible subjetividad del consultor y permite defender a los candidatos su candidatura de forma directa al cliente.
- **Acceso a los candidatos más idóneos sin importar su país de procedencia.**

CATENON. Work carried out by the company on its assets (capitalised expenses)				
Project	Activation year	Cost incurred	Accumulated amortization	Net
SAP & interface	2008	0.050	-0.050	0.000
UPICK - Recruiting software	2009	1.241	-1.083	0.157
Leadership Program (CILP)	2009	1.096	-0.865	0.231
Global Base of Candidates	2010	0.275	-0.194	0.081
Web 2.0	2010	0.440	-0.381	0.059
Business Intelligence Unit (BIU)	2010	0.161	-0.118	0.043
New Viewfinder	2010	0.124	-0.105	0.019
Client Web	2011	0.141	-0.118	0.023
Vtiger	2011	0.221	-0.178	0.043
Smart	2011	0.275	-0.182	0.092
Pentaho	2011/12	0.432	-0.226	0.206
Debt reclaim	2012	0.075	-0.075	0.000
Cloud Video Platform	2013	0.156	-0.146	0.010
Gedoc	2013	0.046	-0.037	0.009
CDTI multiposting *	2013/14	0.226	-0.158	0.068
Investors & Clients Web	2013/14	0.193	-0.144	0.049
Catenon Academy	2014	0.053	-0.037	0.016
MashmeTV	2014	0.047	-0.033	0.014
Reengineering	2014	0.224	-0.161	0.063
Smapick Phase 1/2	2015/16	0.850	0.000	0.850
TOTAL		6.325	-4.292	2.033

Source: Cátenon & GVC Gaesco Beka

* The CDTI Multiposting project was certified by the CDTI in Sept-2014

Estas son las características de los proyectos más relevantes de los mostrados en la tabla,

- **UPICK.** ERP integrado de gestión de producción de servicios de selección globalizada de candidatos.
- **CILP.** Programa de identificación, captación y formación de talentos de Cátenon.
- **Gestión Mundial de Candidatos BBDD.** Reducción de tiempo de respuesta a clientes.
- **Web 2.0.** Sistema integral de gestión de clientes y oficinas de Cátenon.
- **Business Intelligence Unit.** Generador de leads para actividad comercial.
- **Nuevos visor.** Informe multimedia interactivo de presentación de candidatos.
- **Web cliente.** Accesos dirigidos a clientes para obtener toda la información sobre los procesos en curso, teniendo un feedback en tiempo real sobre estos.
- **Vtiger.** Enfocado al desarrollo interno de un CRM para adaptarlo a las necesidades del negocio a partir de un free-software.
- **Smart.** Desarrollo funcional en el diseño del informe de candidatos finalistas que se presenta a los clientes de forma online para que puedan evaluar a los candidatos desde cualquier parte del mundo.
- **Cloud Video Platform (CVP).** Viene a reforzar la ventaja competitiva que supone la presentación de los candidatos mediante un vídeo asociado a su análisis con un sistema de vídeos de alta calidad basado en cloud.
- **CDTI multiposting Social Media y Crawler en Google.** Para reducir los tiempos de producción, en concreto para la difusión de ofertas en redes sociales, se implementó, dentro de sistema de publicación de anuncios ERP UPICK, un módulo multiposting sobre API para LinkedIn (>100m users), Facebook (>600m) y Twitter (>100m).
- **Cátenon Academy.** Plataforma de e-learning con el objetivo de solucionar la dispersión geográfica de los profesionales de Cátenon para operar como una única oficina a nivel global y conseguir profesionales con el mismo nivel de formación para prestar servicios homogéneos. También tiene como target el centrar el conocimiento del Grupo y su operativa en un único lugar accesible desde cualquier dispositivo, estandarizar los procesos, unificar imagen de marca,...
- **Mashme TV.** Plataforma virtual multiconferencia en tiempo real desde cualquier dispositivo.
- **SMAPICK.** Ya comentado con anterioridad, vendrá a sustituir a la plataforma UPICK una vez que entre en funcionamiento efectivo a finales de 2018.

Estimamos un nivel de activaciones en 2018e (0,117mEUR vs. 0,668mEUR en 2015) similar al de 2017 y en clara contracción respecto a años precedentes por los menores desarrollos llevados a cabo por la compañía.

Catenon : Summary tables

PROFIT & LOSS (EURm)	12/2015	12/2016	12/2017	12/2018e	12/2019e	12/2020e
Sales	13.4	14.1	13.3	11.1	12.5	13.4
Cost of Sales & Operating Costs	-11.0	-15.9	-11.8	-9.3	-10.3	-10.9
Non Recurrent Expenses/Income	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	2.4	-1.8	1.5	1.8	2.2	2.4
EBITDA (adj.)*	2.4	-1.8	1.5	1.8	2.2	2.4
Depreciation	0.0	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITA	2.4	-2.1	1.5	1.8	2.2	2.4
EBITA (adj)*	2.4	-2.1	1.5	1.8	2.2	2.4
Amortisations and Write Downs	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9	-0.8	-0.8
EBIT	1.6	-3.0	0.6	0.9	1.4	1.6
EBIT (adj.)*	1.6	-3.0	0.6	0.9	1.4	1.6
Net Financial Interest	-0.3	-0.3	-0.3	0.0	0.0	0.0
Other Financials	-0.2	0.1	-0.3	0.0	0.0	0.0
Associates	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Other Non Recurrent Items	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Earnings Before Tax (EBT)	1.1	-3.2	0.0	1.0	1.5	1.7
Tax	-0.2	-0.5	-0.1	-0.2	-0.3	-0.3
<i>Tax rate</i>	<i>21.6%</i>	<i>n.m.</i>	<i>n.m.</i>	<i>18.0%</i>	<i>18.8%</i>	<i>18.1%</i>
Discontinued Operations	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Minorities	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Net Profit (reported)	0.8	-3.7	-0.1	0.7	1.1	1.3
Net Profit (adj.)	0.8	-3.6	0.0	0.6	1.0	1.2
CASH FLOW (EURm)	12/2015	12/2016	12/2017	12/2018e	12/2019e	12/2020e
Cash Flow from Operations before change in NWC	1.7	-2.4	0.9	1.5	1.8	2.0
Change in Net Working Capital	-1.5	3.1	-0.3	0.5	-0.3	-0.2
Cash Flow from Operations	0.2	0.7	0.6	1.9	1.5	1.8
Capex	-0.7	-0.4	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
Net Financial Investments	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Free Cash Flow	-0.5	0.2	0.5	1.8	1.3	1.7
Dividends	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other (incl. Capital Increase & share buy backs)	-1.3	0.7	1.1	3.6	2.7	3.3
Change in Net Debt	-1.9	0.9	1.6	5.4	4.0	5.0
NOPLAT	1.2	-2.2	0.4	0.7	1.1	1.3
BALANCE SHEET & OTHER ITEMS (EURm)	12/2015	12/2016	12/2017	12/2018e	12/2019e	12/2020e
Net Tangible Assets	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
Net Intangible Assets (incl. Goodwill)	3.6	2.9	2.2	1.8	1.9	2.0
Net Financial Assets & Other	1.8	1.4	1.3	1.1	1.1	1.1
Total Fixed Assets	5.5	4.4	3.5	3.0	3.0	3.1
Inventories	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Trade receivables	6.3	3.3	3.0	2.5	2.8	3.0
Other current assets	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Cash (-)	-0.6	-0.7	-0.3	-2.1	-3.4	-5.1
Total Current Assets	7.0	4.1	3.4	4.7	6.4	8.2
Total Assets	12.5	8.5	6.9	7.7	9.4	11.4
Shareholders Equity	5.4	1.9	2.2	3.4	5.2	7.1
Minority	0.0	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
Total Equity	5.4	1.9	2.1	3.4	5.1	7.1
Long term interest bearing debt	2.9	1.8	1.1	1.1	1.1	1.1
Provisions	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other long term liabilities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Total Long Term Liabilities	2.9	1.8	1.1	1.1	1.1	1.1
Short term interest bearing debt	2.9	3.4	2.9	2.4	2.4	2.4
Trade payables	1.4	1.4	0.8	0.8	0.8	0.8
Other current liabilities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Total Current Liabilities	4.2	4.8	3.7	3.2	3.2	3.2
Total Liabilities and Shareholders' Equity	12.5	8.5	6.9	7.7	9.4	11.4
Net Capital Employed	10.6	6.4	5.9	4.8	5.2	5.5
Net Working Capital	4.9	1.9	2.2	1.7	2.0	2.2
GROWTH & MARGINS	12/2015	12/2016	12/2017	12/2018e	12/2019e	12/2020e
<i>Sales growth</i>	<i>61.8%</i>	<i>5.1%</i>	<i>-5.7%</i>	<i>-16.1%</i>	<i>12.4%</i>	<i>6.7%</i>
EBITDA (adj.)* growth	43.6%	n.m.	n.m.	21.1%	22.5%	10.5%
<i>EBITA (adj.)* growth</i>	<i>42.6%</i>	<i>n.m.</i>	<i>n.m.</i>	<i>21.2%</i>	<i>22.6%</i>	<i>10.6%</i>
<i>EBIT (adj)*growth</i>	<i>69.4%</i>	<i>n.m.</i>	<i>n.m.</i>	<i>60.6%</i>	<i>56.5%</i>	<i>16.6%</i>

Catenon : Summary tables

GROWTH & MARGINS	12/2015	12/2016	12/2017	12/2018e	12/2019e	12/2020e
Net Profit growth	-46.3%	n.m.	n.m.	37443.1%	75.5%	21.3%
EPS adj. growth	-53.2%	n.m.	n.m.	37225.0%	75.5%	21.3%
DPS adj. growth						
EBITDA (adj)* margin	18.2%	n.m.	11.2%	16.2%	17.6%	18.2%
EBITA (adj)* margin	18.1%	-14.7%	11.1%	16.1%	17.6%	18.2%
EBIT (adj)* margin	11.6%	n.m.	4.2%	8.0%	11.2%	12.2%
RATIOS	12/2015	12/2016	12/2017	12/2018e	12/2019e	12/2020e
Net Debt/Equity	1.0	2.4	1.8	0.4	0.0	-0.2
Net Debt/EBITDA	2.1	-2.5	2.5	0.8	0.0	-0.6
Interest cover (EBITDA/Fin.interest)	7.6	n.m.	5.3	n.m.	n.m.	n.m.
Capex/D&A	79.0%	37.7%	13.8%	13.3%	15.5%	16.6%
Capex/Sales	5.2%	3.1%	1.0%	1.1%	1.0%	1.0%
NWC/Sales	36.8%	13.2%	16.3%	15.1%	15.9%	16.3%
ROE (average)	17.0%	-98.0%	0.1%	20.0%	22.8%	19.4%
ROCE (adj.)	13.4%	-46.3%	9.6%	19.4%	27.3%	29.8%
WACC	16.3%	16.3%	16.3%	16.3%	16.3%	16.3%
ROCE (adj.)/WACC	0.8	-2.8	0.6	1.2	1.7	1.8
PER SHARE DATA (EUR)***	12/2015	12/2016	12/2017	12/2018e	12/2019e	12/2020e
Average diluted number of shares	18.7	18.7	18.7	18.7	18.7	18.7
EPS (reported)	0.05	-0.20	-0.01	0.04	0.06	0.07
EPS (adj.)	0.05	-0.19	0.00	0.03	0.05	0.06
BVPS	0.29	0.10	0.12	0.18	0.28	0.38
DPS	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
VALUATION	12/2015	12/2016	12/2017	12/2018e	12/2019e	12/2020e
EV/Sales	1.4	0.8	1.1	1.0	0.6	0.4
EV/EBITDA	7.5	n.m.	9.5	5.9	3.5	2.4
EV/EBITDA (adj.)*	7.5	n.m.	9.5	5.9	3.5	2.4
EV/EBITA	7.6	-5.3	9.5	6.0	3.5	2.4
EV/EBITA (adj.)*	7.6	-5.3	9.5	6.0	3.5	2.4
EV/EBIT	11.8	n.m.	25.3	12.0	5.4	3.6
EV/EBIT (adj.)*	11.8	n.m.	25.3	12.0	5.4	3.6
P/E (adj.)	17.7	n.m.	n.m.	18.5	8.8	7.2
P/BV	2.8	4.1	5.4	3.0	1.7	1.2
Total Yield Ratio	1.5%	3.3%	1.9%	0.0%	0.0%	0.0%
EV/CE	2.1	2.3	3.2	3.0	1.9	1.4
OpFCF yield	-3.6%	3.0%	4.3%	17.5%	15.6%	19.4%
OpFCF/EV	-2.9%	2.1%	3.6%	17.0%	17.7%	28.1%
Payout ratio	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Dividend yield (gross)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EV AND MKT CAP (EURm)	12/2015	12/2016	12/2017	12/2018e	12/2019e	12/2020e
Price** (EUR)	0.80	0.42	0.62	0.55	0.46	0.46
Outstanding number of shares for main stock	18.7	18.7	18.7	18.7	18.7	18.7
Total Market Cap	15	8	12	10	9	9
Net Debt	5	4	4	1	0	-2
<i>o/w Cash & Marketable Securities (-)</i>	<i>-1</i>	<i>-1</i>	<i>0</i>	<i>-2</i>	<i>-3</i>	<i>-5</i>
<i>o/w Gross Debt (+)</i>	<i>6</i>	<i>5</i>	<i>4</i>	<i>4</i>	<i>4</i>	<i>4</i>
Other EV components	-2	-1	-1	-1	-1	-1
Enterprise Value (EV adj.)	18	11	14	11	8	6

Source: Company, GVC Gaesco Beka estimates.

Notes

* Where EBITDA (adj.) or EBITA (adj.) = EBITDA (or EBITA) -/+ Non Recurrent Expenses/Income and where EBIT (adj.) = EBIT -/+ Non Recurrent Expenses/Income - PPA amortisation

** Price (in local currency): Fiscal year end price for Historical Years and Current Price for current and forecasted years

Sector: Software & Computer Services/Software & Computer Services

Company Description: Catenon is a Spanish technological multinational company that operates under a web squared model and which is looking globally for professionals. It's vision: to work like a normal office but at a global level to look for, evaluate and introduce worldwide candidates to its clients, who are based in any part of the world, within 20 days, in an objective way and whilst using multimedia technology to complete technical interviews.

European Coverage of the Members of ESN

Aerospace & Defense	Mem(*)	Bbva	GVC	Holland Colours	NIBC	Advini	CIC
Airbus Se	CIC	Bcp	CBI	Imcd	NIBC	Altia	OPG
Dassault Aviation	CIC	Bnp Paribas	CIC	K+S Ag	EQB	Atria	OPG
Latecoere	CIC	Bper	BAK	Kemira	OPG	Baywa	EQB
Leonardo	BAK	Bpi	CBI	Kws Saat	EQB	Bonduelle	CIC
Lisi	CIC	Caixabank	GVC	Lanxess	EQB	Campari	BAK
Mtu Aero Engines	EQB	Commerzbank	EQB	Linde	EQB	Coca Cola Hbc Ag	IBG
Ohb Se	EQB	Creдем	BAK	Siegfried Holding Ag	EQB	Corbion	NIBC
Rheinmetall	EQB	Credit Agricole Sa	CIC	Symrise Ag	EQB	Danone	CIC
Safran	CIC	Creval	BAK	Tikkurila	OPG	Ebro Foods	GVC
Thales	CIC	Deutsche Bank	EQB	Electronic & Electrical Equipment	Mem(*)	Enervit	BAK
Alternative Energy	Mem(*)	Deutsche Pfandbriefbank	EQB	Euro micron Ag	EQB	Fleury Michon	CIC
Daldrup & Soehne	EQB	Eurobank	IBG	Neways Electronics	NIBC	Forfarmers	NIBC
Siemens Gamesa Re	GVC	Intesa Sanpaolo	BAK	Rexel	CIC	Heineken	NIBC
Sif Group	NIBC	Liberbank	GVC	Vaisala	OPG	Hkscan	OPG
Solaria	GVC	Mediobanca	BAK	Viscom	EQB	La Doria	BAK
Automobiles & Parts	Mem(*)	Merkur Bank	EQB	Financial Services	Mem(*)	Lanson-Bcc	CIC
Bittium Corporation	OPG	National Bank Of Greece	IBG	Amundi	CIC	Laurent Perrier	CIC
Bmw	EQB	Natixis	CIC	Anima	BAK	Ldc	CIC
Brembo	BAK	Nordea	OPG	Athex Group	IBG	Lucas Bols	NIBC
Continental	EQB	Piraeus Bank	IBG	Azimut	BAK	Massimo Zanetti	BAK
Daimler Ag	EQB	Poste Italiane	BAK	Banca Farmafactoring	BAK	Naturex	CIC
Delfingen Industry	CIC	Procredit Holding	EQB	Banca Generali	BAK	Olvi	OPG
ErlingKlinger	EQB	Rothschild & Co	CIC	Banca Ifis	BAK	Orsero	BAK
Ferrari	BAK	Societe Generale	CIC	Banca Sistema	BAK	Pernod Ricard	CIC
Fiat Chrysler Automobiles	BAK	Ubi Banca	BAK	Bb Biotech	EQB	Raisio	OPG
Gestamp	GVC	Unicredit	BAK	Bolsas Y Mercados Espanoles Sa	GVC	Refresco Group	NIBC
Hella Gmbh & Co. Kгаа	EQB	Basic Resources	Mem(*)	Capman	OPG	Remy Cointreau	CIC
Indelb	BAK	Acerinox	GVC	Cir	BAK	Suedzucker	EQB
Kamux	OPG	Altri	CBI	Comdirect	EQB	Takeaway.Com	NIBC
Landi Renzo	BAK	Arcelomittal	GVC	Corestate Capital Holding S.A.	EQB	Telepizza	GVC
Leoni	EQB	Corticeira Amorim	CBI	Corp. Financiera Alba	GVC	Tipiak	CIC
Nokian Tyres	OPG	Ence	GVC	Digital Magics	BAK	Vapiano	EQB
Norma Group	EQB	Europac	GVC	Dobank	BAK	Vidrala	GVC
Piaggio	BAK	Metka	IBG	Dws	EQB	Vilmorin	CIC
Pininfarina	BAK	Metsä Board	OPG	Eq	OPG	Viscofan	GVC
Pwo	EQB	Mytilineos	IBG	Eurazeo	CIC	Vranken Pommery Monopole	CIC
Schaeffler	EQB	Outokumpu	OPG	Eyemaxx Real Estate	EQB	Wessanen	NIBC
Sogefi	BAK	Semapa	CBI	Ferratum	EQB	Food & Drug Retailers	Mem(*)
Stabilus	EQB	Ssab	OPG	Ffp	CIC	Ahold Delhaize	NIBC
Stern Groep	NIBC	Stora Enso	OPG	FincoBank	BAK	Carrefour	CIC
Volkswagen	EQB	Surteco Group	EQB	Grenke	EQB	Casino Guichard-Perrachon	CIC
Banks	Mem(*)	The Navigator Company	CBI	Hypoport Ag	EQB	Dia	GVC
Aareal Bank	EQB	Tubacex	GVC	Mlp	EQB	Jeronimo Martins	CBI
Aktia	OPG	Upm-Kymmene	OPG	Ovb Holding Ag	EQB	Kesko	OPG
Alpha Bank	IBG	Chemicals	Mem(*)	Patrizia	EQB	Marr	BAK
Banca Carige	BAK	Air Liquide	CIC	Rallye	CIC	Metro Ag	EQB
Banca Mps	BAK	Arkema	CIC	Tip Tamburi Investment Partners	BAK	Sligro	NIBC
Banco Sabadell	GVC	Avantium	NIBC	Unipol Gruppo Finanziario	BAK	Sonae	CBI
Banco Santander	GVC	Brenntag	EQB	Wendel	CIC		
Bankia	GVC	Evonik	EQB	Food & Beverage	Mem(*)		
Bankinter	GVC	Fuchs Petrolub	EQB	Acomo	NIBC		

General Industrials	Mem(*)	Heidelberg Pharma	EQB	Prima Industrie	BAK	Obrascon Huarte Lain	GVC
2G Energy	EQB	Korian	CIC	Prysmian	BAK	Ramirent	OPG
Aalberts	NIBC	Kuros	NIBC	Schaltbau Holding Ag	EQB	Royal Bam Group	NIBC
Accell Group	NIBC	Merck	EQB	Smt Scharf Ag	EQB	Sacyr	GVC
Arcadis	NIBC	Oncodesign	CIC	Talgo	GVC	Saint Gobain	CIC
Aspo	OPG	Oriola-Kd	OPG	Technotrans	EQB	Salini Impregilo	BAK
Cembre	BAK	Orion	OPG	Valmet	OPG	Sias	BAK
Huhtamäki	OPG	Orpea	CIC	Wacker Neuson Se	EQB	Sonae Industria	CBI
Kendrion	NIBC	Pihlajalinna	OPG	Wärtsilä	OPG	Srv	OPG
Nedap	NIBC	Recordati	BAK	Zardoya Otis	GVC	Tarkett	CIC
Pöry	OPG	Siemens Healthineers Ag	EQB	Industrial Transportation	Mem(*)	Thermador Groupe	CIC
Saf-Holland	EQB	Silmaasema	OPG	Bollore	CIC	Titan Cement	IBG
Sergeferrari Group	CIC	Terveystalo	OPG	Ctt	CBI	Trevi	BAK
Tkh Group	NIBC	Household Goods	Mem(*)	Logwin	EQB	Uponor	OPG
General Retailers	Mem(*)	De Longhi	BAK	Insurance	Mem(*)	Vicat	CIC
Beter Bed Holding	NIBC	Elica	BAK	Allianz	EQB	Vinci	CIC
Ceconomy Ag	EQB	Fila	BAK	Axa	CIC	Volkerwessels	NIBC
Elumeo Se	EQB	Maisons Du Monde	CIC	Banca Mediolanum	BAK	Yit	OPG
Fielmann	EQB	Signify	NIBC	Cattolica Assicurazioni	BAK	Media	Mem(*)
Fnac Darty	CIC	Industrial Engineering	Mem(*)	Generali	BAK	Alma Media	OPG
Folli Follie Group	IBG	Accsys Technologies	NIBC	Hannover Re	EQB	Arnoldo Mondadori Editore	BAK
Fourlis Holdings	IBG	Aixtron	EQB	Mapfre Sa	GVC	Atresmedia	GVC
Grandvision	NIBC	Alstom	CIC	Munich Re	EQB	Axel Springer	EQB
Hornbach Holding	EQB	Ansaldo Sts	BAK	Sampo	OPG	Cairo Communication	BAK
Inditex	GVC	Biesse	BAK	Talanx Group	EQB	Cofina	CBI
Jumbo	IBG	Caf	GVC	Unipolsai	BAK	Cts Eventim	EQB
Ovs	BAK	Cargotec Corp	OPG	Materials, Construction & Infrastructure	Mem(*)	Digital Bros	BAK
Rapala	OPG	Carraro	BAK	Abeo	CIC	Digitouch	BAK
Stockmann	OPG	Cnh Industrial	BAK	Abertis	GVC	Gedi Gruppo Editoriale	BAK
Takkt Ag	EQB	Danieli	BAK	Acs	GVC	Gl Events	CIC
Tokmanni	OPG	Datalogic	BAK	Aena	GVC	Impresa	CBI
Unieuro	BAK	Duerr	EQB	Aeroports De Paris	CIC	lol	BAK
Windeln.De	EQB	Emak	BAK	Astaldi	BAK	Ipsos	CIC
Zalando	EQB	Envipco	NIBC	Atlantia	BAK	Jcdecaux	CIC
Healthcare	Mem(*)	Exel Composites	OPG	Boskalis Westminster	NIBC	Lagardere	CIC
4Sc	EQB	Fincantieri	BAK	Buzzi Unicem	BAK	M6-Metropole Television	CIC
Ab Biotics	GVC	Gea Group	EQB	Capelli	CIC	Mediaset	BAK
Abivax	NIBC	Gesco	EQB	Caverion	OPG	Mediaset Espana	GVC
Advicenne	NIBC	Groupe Gorge	CIC	Cramo	OPG	Nrj Group	CIC
Amplifon	BAK	Heidelberger Druck	EQB	Eiffage	CIC	Publicis	CIC
Atrys Health	GVC	Ima	BAK	Eitel	OPG	Rcs Mediagroup	BAK
Bayer	EQB	Indus Holding Ag	EQB	Ezentis	GVC	Relx	NIBC
Biocartis	NIBC	Interpump	BAK	Fcc	GVC	Rtl Group	EQB
Biotest	EQB	Koenig & Bauer	EQB	Ferrovial	GVC	Sanoma	OPG
Cellnovo	CIC	Kone	OPG	Groupe Pouloulat	CIC	Solocal Group	CIC
Cerenis	CIC	Konecranes	OPG	Groupe Sfpj S.A.	CIC	Szygy Ag	EQB
Crossject	CIC	Krones Ag	EQB	Heijmans	NIBC	Teleperformance	CIC
Diasorin	BAK	Manitou	CIC	Herige	CIC	Tf1	CIC
El.En.	BAK	Manz Ag	EQB	Imerys	CIC	Ubisoft	CIC
Epigenomics Ag	EQB	Max Automation Se	EQB	Lafargeholcim	CIC	Vivendi	CIC
Fermentalg	CIC	Metso Corporation	OPG	Lehto	OPG	Wolters Kluwer	NIBC
Genfit	CIC	Outotec	OPG	Maire Tecnimont	BAK	Xing Se	EQB
Gerresheimer Ag	EQB	Pfeiffer Vacuum	EQB	Maisons France Confort	CIC		
Guerbet	CIC	Ponsse	OPG	Mota Engil	CBI		

Oil & Gas Producers	Mem(*)	Citycon	OPG	Amadeus	GVC	Tiscali	BAK
Ecoslops	CIC	Demire	EQB	Asiakasti Group	OPG	United Internet	EQB
Eni	BAK	Deutsche Euroshop	EQB	Batenburg	NIBC	Vodafone	BAK
Galp Energia	CBI	Grivalia	IBG	Bureau Veritas	CIC	Travel & Leisure	Mem(*)
Gas Plus	BAK	Hispania Activos Inmobiliarios	GVC	Cellnex Telecom	GVC	Accor	CIC
Hellenic Petroleum	IBG	Igd	BAK	Dpa	NIBC	Aegean Airlines	IBG
Maurel Et Prom	CIC	Kojamo	OPG	Ei Towers	BAK	Autogrill	BAK
Motor Oil	IBG	Lar España	GVC	Enav	BAK	Beneteau	CIC
Neste Corporation	OPG	Leg Immobilien Ag	EQB	Fiera Milano	BAK	Compagnie Des Alpes	CIC
Qgep	CBI	Merlin Properties	GVC	Inwit	BAK	Elior	CIC
Repsol	GVC	Realia	GVC	Lassila & Tikanoja	OPG	Europcar	CIC
Total	CIC	Technopolis	OPG	Openjobmetis	BAK	Finnair	OPG
Oil Services	Mem(*)	Wcm Ag	EQB	Rai Way	BAK	Gamenet	BAK
Bourbon	CIC	Software & Computer Services	Mem(*)	Technology Hardware & Equipment	Mem(*)	I Grandi Viaggi	BAK
Cgg	CIC	Agile Content	GVC	Adeunis	CIC	Ibersol	CBI
Fugro	NIBC	Akka Technologies	CIC	Asm International	NIBC	Int. Airlines Group	GVC
Gaztransport Et Technigaz	CIC	Alten	CIC	Asml	NIBC	Intralot	IBG
Rubis	CIC	Altran	CIC	Besi	NIBC	Kotipizza	OPG
Saipem	BAK	Assystem	CIC	Ericsson	OPG	Melia Hotels International	GVC
Sbm Offshore	NIBC	Atos	CIC	Evolis	CIC	Nh Hotel Group	GVC
Technipfmc Plc	CIC	Axway Software	CIC	First Sensor Ag	EQB	Opap	IBG
Tecnicas Reunidas	GVC	Basware	OPG	Gigaset	EQB	Sodexo	CIC
Tenaris	BAK	Cast	CIC	Hf Company	CIC	Sonae Capital	CBI
Vallourec	CIC	Ctac	NIBC	Nokia	OPG	Trigano	CIC
Vopak	NIBC	Digia Plc	OPG	Osmozis	CIC	Utilities	Mem(*)
Personal Goods	Mem(*)	Econocom	CIC	Roodmicrotec	NIBC	Acciona	GVC
Adidas	EQB	Esi Group	CIC	S&T Ag	EQB	Acea	BAK
Adler Modemaerkte	EQB	Exprivia	BAK	Sim Solutions	EQB	Albioma	CIC
Amer Sports	OPG	F-Secure	OPG	Stmicroelectronics	BAK	Derichebourg	CIC
Basicnet	BAK	Gft Technologies	EQB	Suess Microtec	EQB	Direct Energie	CIC
Cie Fin. Rlichemont	CIC	Groupe Open	CIC	Teleste	OPG	Edp	CBI
Geox	BAK	Ict Group	NIBC	Va-Q-Tec	EQB	Edp Renováveis	CBI
Gerry Weber	EQB	Indra Sistemas	GVC	Telecommunications	Mem(*)	Enagas	GVC
Hermes Intl.	CIC	Intershop Communications Ag	EQB	1&1Drillisch Ag	EQB	Endesa	GVC
Hugo Boss	EQB	Nemetschek Se	EQB	Acotel	BAK	Enel	BAK
Interparfums	CIC	Neurones	CIC	Bouygues	CIC	Erg	BAK
Kering	CIC	Nexus Ag	EQB	Deutsche Telekom	EQB	Eydap	IBG
Luxtistica	BAK	Novabase	CBI	Dna	OPG	Falck Renewables	BAK
Lvmh	CIC	Ordina	NIBC	Elisa	OPG	Fortum	OPG
Marimekko	OPG	Psi Software Ag	EQB	Euskaltel	GVC	Hera	BAK
Moncler	BAK	Reply	BAK	Freenet	EQB	Iberdrola	GVC
Puma	EQB	Rib Software	EQB	Iliad	CIC	Iren	BAK
Safilo	BAK	Rovio Entertainment	OPG	Kpn Telecom	NIBC	Italgas	BAK
Salvatore Ferragamo	BAK	Scout24	EQB	Masmovil	GVC	Naturgy	GVC
Sarantis	IBG	Seven Principles Ag	EQB	Nos	CBI	Public Power Corp	IBG
Swatch Group	CIC	Sii	CIC	Orange	CIC	Red Electrica De Espana	GVC
Technogym	BAK	Software Ag	EQB	Ote	IBG	Ren	CBI
Tod'S	BAK	Sopra Steria Group	CIC	Tele Columbus	EQB	Snam	BAK
Real Estate	Mem(*)	Tieto	OPG	Telecom Italia	BAK	Terna	BAK
Adler Real Estate	EQB	Tomtom	NIBC	Telefonica	GVC		
Arcona Property Fund Nv	NIBC	Visiativ	CIC	Telefonica Deutschland	EQB		
Beni Stabili	BAK	Support Services	Mem(*)	Telia	OPG		

LEGEND: BAK: Banca Akros; CIC: CM CIC Market Solutions; CBI: Caixa-Banco de Investimento; GVC: GVC Gaesco Beksa, SV, SA; EQB: equinet bank; IBG: Investment Bank of Greece; NIBC: NIBC Bank N.V.; OPG: OP Corporate Bank; as of 3rd September 2018

List of ESN Analysts (**)

Artur Amaro	CBI	+351 213 89 6822	artur.amaro@caixabi.pt	Jean-Christophe Lefevre-Moulenq	CIC	+33 1 53 48 80 65	jeanchristophe.lefevre-moulenq@cmcc.fr
Stefan Augustin	EQB	+49-69-58997-430	stefan.augustin@equinet-ag.de	João Miguel Lourenço	CBI	+35 121 389 6841	joao.lourenco@caixabi.pt
Helena Barbosa	CBI	+351 21 389 6831	helena.barbosa@caixabi.pt	Konstantinos Manolopoulos	IBG	+30 210 817 3388	kmanolopoulos@ibg.gr
Winfried Becker	EQB	+49 69 58997-416	winfried.becker@equinet-ag.de	Katharina Mayer	EQB	+49 69 58997-432	katharina.mayer@equinet-ag.de
Javier Bernat	GVC	+34 91 436 7816	javier.bernat@gvgaesco.es	Fanny Meindre, PhD	CIC	+33 1 53 48 80 84	fanny.meindre@cmcc.fr
Dennis Berzhanin, CFA	EQB	+49 69 58997 434	dennis.berzhanin@equinet-ag.de	Dustin Mildner	EQB	+49 69 58997-438	dustin.mildner@equinet-ag.de
Dimitris Birbos	IBG	+30 210 81 73 392	dbirbos@ibg.gr	Henri Parkkinen	OPG	+358 10 252 4409	henri.parkkinen@op.fi
Agnès Blazy	CIC	+33 1 53 48 80 67	agnes.blazy@cmcc.fr	Victor Peiro Pérez	GVC	+34 91 436 7812	victor.peiro@gvgaesco.es
Charles Edouard Boissy	CIC	+33 01 53 48 80 81	charlesedouard.boissy@cmcc.fr	Alexandre Plaud	CIC	+33 1 53 48 80 90	alexandre.plaud@cmcc.fr
Rafael Bonardell	GVC	+34 91 436 78 71	rafael.bonardell@gvgaesco.es	Francis Prêtre	CIC	+33 4 78 92 02 30	francis.pretre@cmcc.fr
Andrea Bonfà	BAK	+39 02 4344 4269	andrea.bonfa@bancaakros.it	Francesco Previtera	BAK	+39 02 4344 4033	francesco.previtera@bancaakros.it
Jean-Baptiste Bouchet	CIC	+33 1 53 48 80 69	jeanbaptiste.bouchet@cmcc.fr	Jari Raisanen	OPG	+358 10 252 4504	jari.raisanen@op.fi
Christian Bruns, CFA	EQB	+49 69 58997 415	christian.bruns@equinet-ag.de	Hannu Rauhala	OPG	+358 10 252 4392	hannu.rauhala@op.fi
Giada Cabrino, CIIA	BAK	+39 02 4344 4092	giada.cabrino@bancaakros.it	Matias Rautionmaa	OPG	+358 10 252 4408	matias.rautionmaa@op.fi
Nuno Castro	CBI	+351 21 389 68 39	nuno.castro@caixabi.pt	Eric Ravary	CIC	+33 1 53 48 80 71	eric.ravary@cmcc.fr
Niclas Catani	OPG	+358 10 252 8780	niclas.catani@op.fi	Íñigo Recio Pascual	GVC	+34 91 436 7814	inigo.recio@gvgaesco.es
Pierre Chedeville	CIC	+33 1 53 48 80 97	pierre.chedeville@cmcc.fr	John David Roeg	NIBC	+31 (0)20 550 86 46	John.David.Roeg@nibc.com
Emmanuel Chevalier	CIC	+33 1 53 48 80 72	emmanuel.chevalier@cmcc.fr	Jean-Luc Romain	CIC	+33 1 53 48 80 66	jeanluc.romain@cmcc.fr
Davíd Da Maia	CIC	+33 1 53 48 89 36	david.damaia@cmcc.fr	Vassilis Roumantzis	IBG	+30 2108173394	vroumantzis@ibg.gr
Edwin de Jong	NIBC	+312 0 5508569	edwin.de.jong@nibc.com	Zafer Rüzgar	EQB	+49 69 58 99 74 12	zafer.ruezgar@equinet-ag.de
Martijn den Drijver	NIBC	+312 0 5508636	martijn.den.drijver@nibc.com	Antti Saari	OPG	+358 10 252 4359	antti.saari@op.fi
Christian Devismes	CIC	+33 1 53 48 80 85	christian.devismes@cmcc.fr	Paola Saglietti	BAK	+39 02 4344 4287	paola.saglietti@bancaakros.it
Andrea Devita, CFA	BAK	+39 02 4344 4031	andrea.devita@bancaakros.it	Francesco Sala	BAK	+39 02 4344 4240	francesco.sala@bancaakros.it
Enrico Esposti, CIIA	BAK	+39 02 4344 4022	enrico.esposti@bancaakros.it	Tim Schuldt, CFA	EQB	+49 69 5899 7433	tim.schuldt@equinet-ag.de
Rafael Fernández de Heredia	GVC	+34 91 436 78 08	rafael.fernandezdeheredia@gvgaesco.es	Cengiz Sen	EQB	+4969 58997 435	cengiz.sen@equinet-ag.de
Gabriele Gambarova	BAK	+39 02 43 444 289	gabriele.gambarova@bancaakros.it	Pekka Spolander	OPG	+358 10 252 4351	pekka.spolander@op.fi
Eduardo García Arguelles	GVC	+34 914 367 810	eduardo.garciaarguelles@gvgaesco.es	Kimmo Stenvall	OPG	+358 10 252 4561	kimmo.stenvall@op.fi
Pietro Gaspari, CIIA, CEFA	BAK	+39 02 4344 4238	pietro.gaspari@bancaakros.it	Natalia Svyrou-Svyriadi	IBG	+30 210 81 73 384	nsviriadi@ibg.gr
Alexandre Gérard	CIC	+33 1 53 48 80 93	alexandre.gerard@cmcc.fr	Manuel Tanzer, CFA	EQB	+49 69 58997-418	manuel.tanzer@equinet-ag.de
Philipp Häßler, CFA	EQB	+49 69 58997 414	philipp.haessler@equinet-ag.de	Luigi Tramontana	BAK	+39 02 4344 4239	luigi.tramontana@bancaakros.it
Simon Heilmann	EQB	+49 69 58 997 413	simon.heilmann@equinet-ag.de	Johan van den Hooven	NIBC	+312 0 5508518	johan.van.den.hooven@nibc.com
Dr. Knud Hinkel, CFA	EQB	+49 69 58997 419	knud.hinkel@equinet-ag.de	Dylan van Haften	NIBC	+31 (0)61 191 54 85	Dylan.van.Haften@nibc.com
Ebrahim Homani	CIC	+33 1 53 48 80 94	ebrahim.homani@cmcc.fr	Sebastian Winkler	NIBC	+31 6 21 16 17 94	sebastian.winkler@nibc.com
Carlos Jesus	CBI	+351 21 389 6812	carlos.jesus@caixabi.pt	Sebastian Zweiphenning	NIBC	+31 (0)20 550 85 40	Sebastian.Zweiphenning@nibc.com
Mark Josefson	EQB	+4969-58997-437	mark.josefson@equinet-ag.de				

(**) excluding: strategists, macroeconomists, heads of research not covering specific stocks, credit analysts, technical analysts

Information regarding Market Abuse and Conflicts of Interests and recommendation history available in our web page: www.valores.gvcgaesco.es and our offices

The information and opinions contained in this document have been compiled by GVC Gaesco Beka S.V., S.A., from sources believed to be reliable. This document is not intended to be an offer, or a solicitation to buy or sell relevant securities. GVC Gaesco Beka S.V., S.A., will not take any responsibility whatsoever for losses which may derive from use of the present document or its contents, GVC Gaesco Beka S.V., S.A., can occasionally have positions in some of the securities mentioned in this report, through its trading portfolio or negotiation. Additionally, there can exist a commercial relation between GVC Gaesco Beka S.V., S.A., and the mentioned companies.

As of the date of this report, GVC Gaesco Beka S.V., S.A.,

- acts as registered advisor, agent or liquidity provider for the following companies: AB Biotics; ADL Bionatur Solutions, SA; Catenon SA; Clever Global SA; Euroespes, S.A., Facephi Biometría SA., Griñó Ecologic SA, Lleidanetworks Serveis Telematics SA., NBI Bearings Europe S.A.; Trajano Iberia (Socimi), SA; Asgard Investment Hotels (antes Obsido Socimi SA); Eurona Telecom SA; Secuoya Grupo de Comunicación SA; Mercal Inmuebles (Socimi; Neuron Bio SA; Student Properties Spain (Socimi); Solaria Casiopea (bonos MARF); Atrys Health; Quonia (Socimi); TIER1 Technology; Excem Capital Partners Sociedad de Inversión Residencial (Socimi YEXR) ; Agile Content; Imaginarium ; Promociones Renta y Mantenimiento SOCIMI SA;
- has participated and/or participates as lead or co-lead manager in corporate operations with the following companies: Clever Global SA; Dogi International Fabrics SA; Inypsa; Lleidanetworks Serveis Telematics SA, MasMovil Ibercom; Globasol (Solaria); ADL Bionatur Solutions.
- has, during the last year, performed a significant amount of business with: Bankia, Ferrovial S.A., Codere.
- has a contractual relationship to provide financial services, through which GVC Gaesco Beka S.V.,S.A., executes orders on the treasury stocks of the following companies: Caixa-Bank S.A., Grupo Ezentis S.A; Fomento de Construcciones y Contratas S.A.;
- has a liquidity contract as outlined by the CNMV's Circular 1/2017 with: Indra Sistemas; Melia Hotels International; Española de Viviendas en Alquiler S.A. (CEVASA);
- has signed a Corporate Brokerage agreement that includes a contractually agreed provision of research services and in return, GVC Gaesco Beka receives a compensation. These reports have been or could have been previously shown to the companies: Agile Content, Atrys Health ; Gigas Hosting ; Catenon ;

Recommendation history for CATENON

Date	Recommendation	Target price	Price at change date
06-Mar-19	Buy	1.00	0.47

Source: Factset & ESN, price data adjusted for stock splits.

This chart shows GVC Gaesco Beka continuing coverage of this stock; the current analyst may or may not have covered it over the entire period. Current analyst: Eduardo Garcia Arguelles (since 06/03/2019)



ESN Recommendation System

The ESN Recommendation System is **Absolute**. It means that each stock is rated on the basis of a **total return**, measured by the upside potential (including dividends and capital reimbursement) over a **12 month time horizon**.



The ESN spectrum of recommendations (or ratings) for each stock comprises 5 categories: **Buy (B)**, **Accumulate (A)**, **Neutral (N)**, **Reduce (R)** and **Sell (S)**.

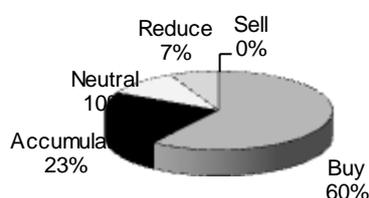
Furthermore, in specific cases and for a limited period of time, the analysts are allowed to rate the stocks as **Rating Suspended (RS)** or **Not Rated (NR)**, as explained below.

Meaning of each recommendation or rating:

- **Buy:** the stock is expected to generate total return of **over 15%** during the next 12 months time horizon
- **Accumulate:** the stock is expected to generate total return of **5% to 15%** during the next 12 months time horizon
- **Neutral:** the stock is expected to generate total return of **-5% to +5%** during the next 12 months time horizon
- **Reduce:** the stock is expected to generate total return of **-5% to -15%** during the next 12 months time horizon
- **Sell:** the stock is expected to generate total return **under -15%** during the next 12 months time horizon
- **Rating Suspended:** the rating is suspended due to a change of analyst covering the stock or a capital operation (take-over bid, SPO, ...) where the issuer of the document (a partner of ESN) or a related party of the issuer is or could be involved
- **Not Rated:** there is no rating for a company being floated (IPO) by the issuer of the document (a partner of ESN) or a related party of the issuer

Certain flexibility on the limits of total return bands is permitted especially during higher phases of volatility on the markets

GVC Gaesco Ratings Breakdown



For full ESN Recommendation and Target price history (in the last 12 months) please see ESN Website [Link](#)

Date and time of production: **06 March 10:00 CET**

First date and time of dissemination: **06 March 10:05 CET**

Disclaimer:

These reports have been prepared and issued by the Members of European Securities Network LLP ("ESN"). ESN, its Members and their affiliates (and any director, officer or employee thereof), are neither liable for the proper and complete transmission of these reports nor for any delay in their receipt. Any unauthorised use, disclosure, copying, distribution, or taking of any action in reliance on these reports is strictly prohibited. The views and expressions in the reports are expressions of opinion and are given in good faith, but are subject to change without notice. These reports may not be reproduced in whole or in part or passed to third parties without permission. The information herein was obtained from various sources. ESN, its Members and their affiliates (and any director, officer or employee thereof) do not guarantee their accuracy or completeness, and neither ESN, nor its Members, nor its Members' affiliates (nor any director, officer or employee thereof) shall be liable in respect of any errors or omissions or for any losses or consequential losses arising from such errors or omissions. Neither the information contained in these reports nor any opinion expressed constitutes an offer, or an invitation to make an offer, to buy or sell any securities or any options, futures or other derivatives related to such securities ("related investments"). These reports are prepared for the clients of the Members of ESN only. They do not have regard to the specific investment objectives, financial situation and the particular needs of any specific person who may receive any of these reports. Investors should seek financial advice regarding the appropriateness of investing in any securities or investment strategies discussed or recommended in these reports and should understand that statements regarding future prospects may not be realised. Investors should note that income from such securities, if any, may fluctuate and that each security's price or value may rise or fall. Accordingly, investors may receive back less than originally invested. Past performance is not necessarily a guide to future performance. Foreign currency rates of exchange may adversely affect the value, price or income of any security or related investment mentioned in these reports. In addition, investors in securities such as ADRs, whose value are influenced by the currency of the underlying security, effectively assume currency risk. ESN, its Members and their affiliates may submit a pre-publication draft (without mentioning neither the recommendation nor the target price/fair value) of its reports for review to the Investor Relations Department of the issuer forming the subject of the report, solely for the purpose of correcting any inadvertent material inaccuracies. Like all members employees, analysts receive compensation that is impacted by overall firm profitability. For further details about the analyst certification, the specific risks of the company and about the valuation methods used to determine the price targets included in this report/note, please refer to the specific disclaimer pages prepared by the ESN Members. In the case of a short note please refer to the latest relevant published research on single stock or contact the analyst named on the front of the report/note for detailed information on the valuation methods, earning estimates and risks. A full description of all the organisational and administrative measures taken by the Members of ESN to manage interest and conflicts of interest are available on the website of the Members or in the local disclaimer of the Members or contacting directly the Members. Research is available through the ESN Members sales representative. ESN will provide periodic updates on companies or sectors based on company-specific developments or announcements, market conditions or any other publicly available information. Unless agreed in writing with an ESN Member, this research is intended solely for internal use by the recipient. Neither this document nor any copy of it may be taken or transmitted into Australia, Canada or Japan or distributed, directly or indirectly, in Australia, Canada or Japan or to any resident thereof. This document is for distribution in the U.K. Only to persons who have professional experience in matters relating to investments and fall within article 19(5) of the financial services and markets act 2000 (financial promotion) order 2005 (the "order") or (ii) are persons falling within article 49(2)(a) to (d) of the order, namely high net worth companies, unincorporated associations etc. (all such persons together being referred to as "relevant persons"). This document must not be acted on or relied upon by persons who are not relevant persons. Any investment or investment activity to which this document relates is available only to relevant persons and will be engaged in only with relevant persons. The distribution of this document in other jurisdictions or to residents of other jurisdictions may also be restricted by law, and persons into whose possession this document comes should inform themselves about, and observe, any such restrictions. By accepting this report you agree to be bound by the foregoing instructions. You shall indemnify ESN, its Members and their affiliates (and any director, officer or employee thereof) against any damages, claims, losses, and detriments resulting from or in connection with the unauthorized use of this document. For disclosure upon "conflicts of interest" on the companies under coverage by all the ESN Members, on the "interests" and "conflicts" of the analysts and on each "company recommendation history", please visit the ESN website

(http://www.esnpartnership.eu/research_and_database_access/insite)

or refer to the local disclaimer of the Members, or contact directly the Member

www.bancaakros.it regulated by the CONSOB - Commissione Nazionale per le Società e la Borsa

www.caixabi.pt regulated by the CMVM - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

www.cmcicms.com regulated by the AMF - Autorité des marchés financiers

www.equinet-ag.de regulated by the BaFin - Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht

www.ibg.gr regulated by the HCMC - Hellenic Capital Market Commission

www.nibc.com regulated by the AFM - Autoriteit Financiële Markten

www.op.fi regulated by the Financial Supervision Authority

www.valores.gvcgaesco.es regulated by CNMV - Comisión Nacional del Mercado de Valores

Members of ESN (European Securities Network LLP)



Banca Akros S.p.A.
Viale Eginardo, 29
20149 MILANO
Italy
Phone: +39 02 43 444 389
Fax: +39 02 43 444 302



Caixa-Banco de Investimento
Avenida João XXI, 63
1000-300 Lisboa
Portugal
Phone: +351 21 313 73 00
Fax: +351 21 389 68 98



CM - CIC Market Solutions
6, avenue de Provence
75441 Paris
Cedex 09
France
Phone: +33 1 53 48 81 93



equinet Bank AG
Gräfststraße 97
60487 Frankfurt am Main
Germany
Phone: +49 69 - 58997 - 212
Fax: +49 69 - 58997 - 299



GVC Gaesco Beka

GVC Gaesco Beka, SV, SA
C/ Marques de Villamagna 3
28001 Madrid
Spain
Phone: +34 91 436 7813



INVESTMENT BANK OF GREECE

Investment Bank of Greece
32 Aigialeias Str & Paradißoussou,
151 25 Maroussi,
Greece
Phone: +30 210 81 73 383



NIBC

NIBC Bank N.V.
Gustav Mahlerlaan 348
P.O.Box 235
1082 ME Amsterdam
The Netherlands
Phone: +31 20 550 8500
Fax: +31 20 626 8064



OP Corporate Bank plc
P.O.Box 308
Teollisuuskatu 1, 00013 Helsinki
Finland
Phone: +358 10 252 011
Fax: +358 10 252 2703

