

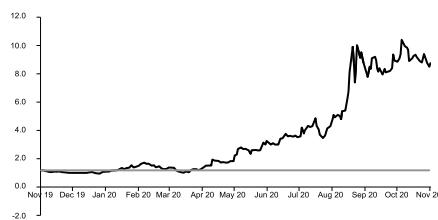


Company Update

Accumulate from Rating Suspended			
Share price: EUR	8.75		
closing price as of 05/11/2020			
Target price: EUR	9.88		
Upside/Downside Potential	12.9%		
Reuters/Bloomberg	LLN.MC/LLN SM		
Market capitalisation (EURm)	140		
Current N° of shares (m)	16		
Free float	31%		
Daily avg. no. trad. sh. 12 mth (k)	103		
Daily avg. trad. vol. 12 mth (k)	347.14		
Price high/low 12 months	10.40 / 0.92		
Abs Perfs 1/3/12 mths (%)	-1.13/83.05/641.53		
Key financials (EUR)	12/19	12/20e	12/21e
Sales (m)	14	18	24
EBITDA (m)	2	3	5
EBITDA margin	16.4%	19.5%	22.2%
EBIT (m)	1	2	4
EBIT margin	8.0%	13.2%	16.9%
Net Profit (adj.) (m)	1	2	3
ROCE	15.0%	31.3%	51.1%
Net debt/(cash) (m)	2	1	1
Net Debt/Equity	0.5	0.2	0.1
Net Debt/EBITDA	1.1	0.4	0.1
Int. cover(EBITDA/Fin.int)	749.3	55.1	95.8
EV/Sales	1.3	8.0	6.0
EV/EBITDA	8.1	41.0	26.9
EV/EBITDA (adj.)	8.1	41.0	26.9
EV/EBIT	16.6	60.4	35.4
P/E (adj.)	14.8	nm	44.1
P/BV	3.7	25.2	21.7
OpFCF yield	3.4%	1.8%	2.4%
Dividend yield	0.0%	0.1%	0.1%
EPS (adj.)	0.07	0.14	0.20
BVPS	0.27	0.35	0.40
DPS	0.00	0.01	0.01

Shareholders

Francisco Sapena Soler (Founder) 37%; SEPI Desarrollo Empresarial * 7%; Cántabro Catalana de Inversiones 7%;



Source: FactSet

— LLEIDA.NET

— MAB (Rebased)

Analyst(s)

Juan Peña

juan.pena@gvcaesco.es

+34 91 436 78 16

Reason: Re-initiation of coverage

6 November 2020

La nueva normalidad pasa por operar a distancia

La compañía vive un momento de alto crecimiento, impulsada por los profundos cambios de hábitos sociales y empresariales que se están viviendo en los últimos meses. Es importante señalar que muchos de ellos han venido para quedarse, por lo que no se deben considerar como impactos extraordinarios, sino como una nueva normalidad que la compañía vivirá en los próximos años. Por ello revisamos nuestras estimaciones y presentamos un nuevo horizonte para la compañía en un mundo con comunicaciones a distancia y un auge de la tecnología.

- ✓ Consideraremos que la línea de negocios **SaaS**, que engloba las líneas de negocio de **notificación electrónica** (correo electrónico o SMS certificado como principales productos), **contratación electrónica** (Click & Sign o eKYC onboarding) y **validación de datos** (con la familia de productos eKYC como principal producto) tendrá un crecimiento muy significativo en los próximos tres años, de la mano de la gran transformación que se está viviendo en muchas compañías (compañías de seguros, servicios postales...). Proyectamos un **CAGR cercano al 50%** anual para el **periodo 2020e-2023e** ya que para el corto y medio plazo consideramos que hay mucho mercado por capturar.
- ✓ La línea de negocio de **Soluciones SMS** tendrá una evolución de **ligera caída** en los próximos años (en torno al -2-3% anual) dado el menor uso de estos productos en los clientes actuales y la no potenciación de captación de nuevos clientes por parte de la compañía.
- ✓ En cuanto a la línea de **Wholesale ICX**, consideramos que el crecimiento observado durante la primera mitad del ejercicio 2020 no es replicable ya que contó con la incorporación de los contratos firmados con China Mobile y China Telecom. Consideramos que hay un tráfico que se ha perdido con la pandemia que será difícil que se recupere, aunque por otro lado pensamos que la caída del negocio hará que desaparezcan players que harán que los que se queden tengan una mayor proporción a capturar del mercado.
- ✓ En relación al **margen bruto**, la mayor proporción de servicios SaaS sobre el total de ingresos hará que el margen bruto sea mayor, superando en este ejercicio 2020e el 50%. No obstante, el aumento de la competencia y el nuevo modelo de crecimiento internacional de la compañía iniciado con NOS en Portugal y que se espera replicar en otros países hace que al añadir un nuevo intermediario el margen sea más bajo. En definitiva, esperamos una **ligera caída del margen en el futuro a partir de 2021e**.
- ✓ Consideramos que pese al fuerte crecimiento de gastos de personal y servicios exteriores que la compañía tendrá en el futuro, el **margin EBITDA crecerá hasta niveles del 23% en el largo plazo** por los diferentes mix de impactos vistos con anterioridad.
- ✓ En cuanto a la **posición financiera** consideramos que seguirá siendo **sólida** con una **caja neta** creciente, excluyendo posibles operaciones de M&A.
- ✓ Con todos estos inputs, alcanzamos una valoración de la compañía de **EUR9.88** por acción con una WACC del 9.2% y una $g=3\%$. El EV/EBITDA terminal de la compañía alcanza las 17.0 y el P/E terminal de 18.2x. Esta valoración nos da un potencial del 13% y retomamos nuestra recomendación en **ACUMULAR**.

Produced by:



Distributed by Members of ESN (see last page of this report)

For important disclosure information, please refer to the disclaimer page of this report.

All ESN research is available on Bloomberg,
"RESP ESNR", Thomson-Reuters, S&P Capital IQ, FactSet

La nueva normalidad

En la presentación de resultados de Junio de 2020, el CEO de DocuSign (el gigante americano más homologable a Lleida.net) reconoció que incluso en una situación post-pandemia en la cual se recuperan ciertos hábitos pasados, no esperaba una vuelta al papel de sus clientes. En primer lugar por la comodidad que supone enviar notificaciones electrónicas de una manera rápida y sencilla desde el ordenador. En segundo lugar por el menor coste que supone en comparación con las actuales soluciones en papel.

En nuestra opinión esto se podría considerar uno de esos estándares de la “nueva normalidad” que vamos a vivir a nivel mundial que ha venido para quedarse. La eliminación de trabas burocráticas, de papeles innecesarios y de tiempos de espera inútiles serían motivos suficientes para pensar que la notificación y contratación electrónica tiene un futuro brillante. Pero si además le unimos un coste mucho más reducido en tiempos de crisis, la ecuación es de fácil solución.

Proyecciones de mercados

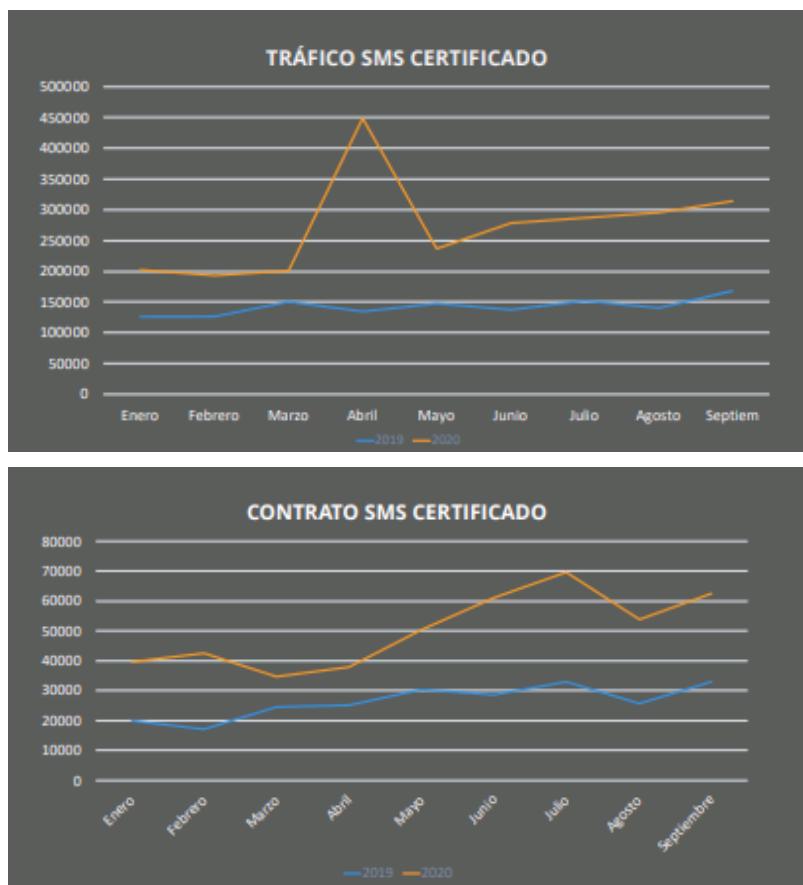
Según la consultora Markets&Markets, el mercado de la firma digital a nivel mundial crecerá en los próximos 6 años a un CAGR del 30% anual siendo este crecimiento mayor en Europa, que actualmente está menos desarrollada en estas tecnologías. Otras consultoras analizadas coinciden en crecimientos anuales alrededor del 25-30% para los próximos 10 años en este mercado. En nuestras estimaciones 2020e-2025e hemos considerado un CAGR de los servicios SaaS para la compañía del 40%, dada su menor cuota de mercado actual y el gran potencial de crecimiento existente en los países en los que se está desarrollando y firmando acuerdos en los últimos meses (España, África y Latinoamérica).



Si bien es cierto que hay grandes compañías en el sector actualmente como DocuSign (líder destacado del mercado con un 70% de cuota de mercado según la consultora Datanyze) o como Adobe, que está introduciéndose en el mercado alcanzando ya un 6% de la cuota mundial, el gran tamaño del mercado y la atomización del mismo permiten a compañías como Lleida.net capturar una pequeña parte de ese crecimiento del mercado sin grandes esfuerzos de marketing.

Últimos resultados de Lleida.net

En su última presentación de resultados, la compañía publicó información sobre la evolución de sus principales productos durante los últimos meses. Tal y como podemos observar en los gráficos siguientes, los crecimientos de la mayor parte de sus productos superan el 100% con respecto al año 2019.



Adicionalmente, en cuanto a los circuitos API activos, que indican la capacidad de la compañía para generar nuevas ventas, éstos se sitúan en un volumen de más del 300% con respecto al año anterior.

Todos estos datos hay que considerarlos teniendo en cuenta que muchos de los contratos y clientes anunciados en los últimos meses aún no están operativos pues están en fase de desarrollo y se espera que su pleno funcionamiento se vea a lo largo de 2021. Esto quiere decir que el crecimiento visto durante 2020 (en el cual el efecto Covid se ha notado durante 9 de los 12 meses) será muy similar el que veremos en 2021 y 2022 ya que ya estarán incluidos todos los efectos de los contratos firmados durante 2020 y 2021.

La compañía sigue consiguiendo contratos de manera activa como el anunciado recientemente con Santander España Merchant Services para los servicios de contratación y notificación electrónica de los clientes de los TPVs del banco, impulsados por el aumento del uso de las tarjetas de crédito en los últimos meses.

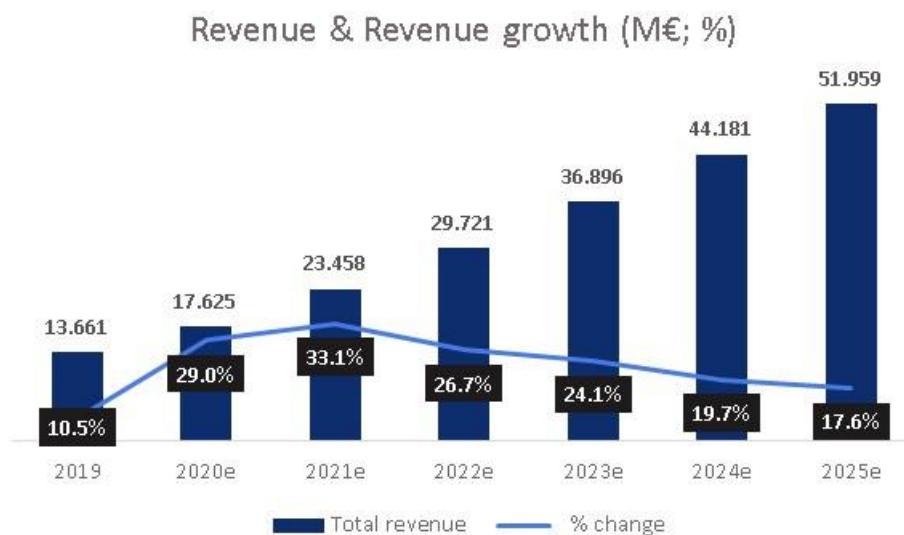
Adicionalmente, la nueva vía de internacionalización vía partners como el ejemplo visto en Portugal con NOS le otorga a la compañía un time-to-market muy beneficioso para capturar las oportunidades de crecimiento que surjan desde el momento actual, sin esperar a una implantación nacional y a un desarrollo de la oferta comercial.

Estimaciones 2020e-2025e

Con todo lo anterior, consideramos que los ingresos de la compañía van a tener un crecimiento muy significativo durante los próximos ejercicios, en línea con el crecimiento del mercado. La línea de negocios SaaS será la que mayor crecimiento aportará a la compañía con un CAGR del 40% en los próximos 5 años. No obstante, teniendo en cuenta el aumento de la competencia y del modelo de comercialización mediante partners comentado anteriormente, consideramos que el margen de la división se erosionará.

La línea de negocios de Wholesale crecerá a un CAGR del 14% en los próximos años. En este mercado se está viviendo una situación particular derivada de la caída de tráfico a nivel mundial: el desplome de los ingresos de roaming para muchos operadores como consecuencia de las restricciones de movimientos ha provocado que muchos operadores móviles hayan subido de manera muy significativa las tarifas de terminaciones de llamadas para compensar en parte estas caídas y esto está provocando una presión creciente en los márgenes de este negocio.

En línea con lo anterior, esta presión creciente en márgenes expulsará del mercado a muchos operadores que no puedan aguantar, en un mercado ya de por sí muy ajustado en márgenes y esto hará que el mercado se reparta entre menos operadores y Lleida.net se pueda beneficiar de este efecto.



Consideramos estos crecimientos razonables teniendo en cuenta la situación de mercado de LLN, el crecimiento esperado de los mercados en los que opera, su fuerte barrera de entrada con su extensa red de patentes y su capacidad de innovación y desarrollo.

En cuanto a la rentabilidad del negocio, vamos a observar una mayor presión en márgenes como hemos comentado en el segmento SaaS por el aumento de competidores y el nuevo modelo de comercialización que hará que el margen bruto pase de algo más de un 50% en el año 2020e a un 43.4% en 2025e.

En relación a los costes indirectos, los gastos de personal van a continuar creciendo de manera significativa en los próximos años derivado del aumento de la actividad de la compañía y estimamos un CAGR20-25e del 15.4%.

De esta manera el EBITDA crecerá un 28.3% anualmente hasta 2025e alcanzando un margen EBITDA del 23%, similar al que la compañía ha obtenido en el último trimestre dado el efecto positivo de un mayor peso de los servicios SaaS sobre el total de ingresos, y a un efecto negativo, menor, del menor margen de las actividades de la compañía, tanto los servicios SaaS como la línea de negocio de Wholesale.

EBITDA & EBITDA margin (M€; %)



Situación financiera

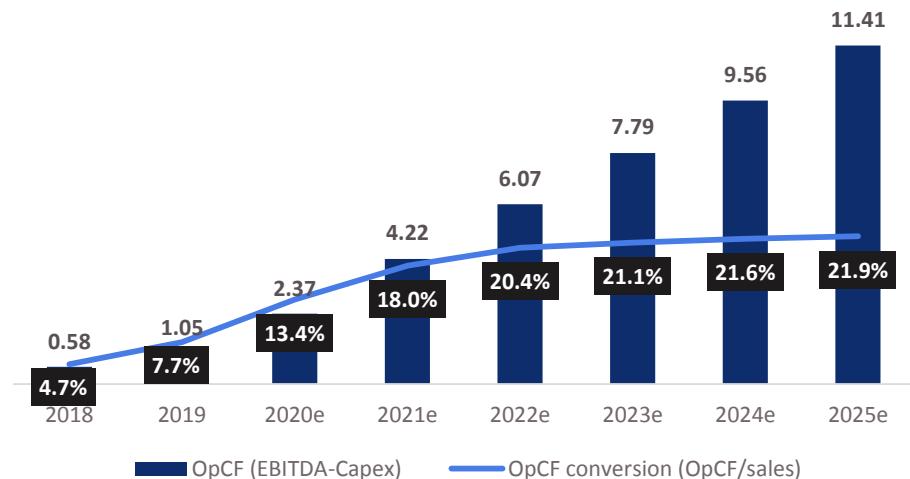
La compañía cuenta a cierre del tercer trimestre de 2020 con una caja neta positiva que asciende a EUR1.4M y que estimamos que puede acabar en torno a los EUR2M a final del ejercicio.

La compañía es generadora neta de caja en su negocio por lo que consideramos que esta situación de liquidez se verá aumentada en el futuro, permitiendo a la empresa acometer procesos de crecimiento inorgánico o dotar más recursos a su crecimiento orgánico.

Por lo tanto a nivel patrimonial la salud de la compañía es muy buena y no consideramos que haya riesgo alguno en el corto plazo en este aspecto.

En cuanto a la generación de caja estimamos un ratio OpCF sobre ventas por encima del 20% en el largo plazo gracias a su EBITDA creciente y un capex relativamente estable en el futuro.

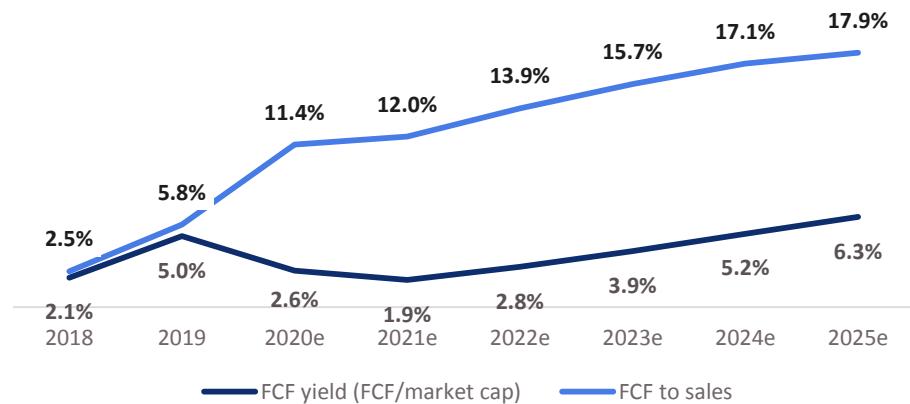
OpCF & conversion (M€; %)



En cuanto al FCF, el ratio sobre ventas alcanzará un 18% en 2025e gracias a la generación neta de caja del negocio y a su gran apalancamiento operativo ya que una vez desarrolladas las patentes y los productos, el negocio es altamente escalable.

En cuanto al FCF yield, en los ejercicios 2020e-2022e tiene un comportamiento débil dada la gran subida bursátil observada en el último ejercicio, pero se recupera cuando la compañía comienza a generar FCF de manera robusta, siempre y cuando el precio de la acción se mantenga en torno a los EUR9 en el futuro.

FCF yield & FCF to sales (%)



DCF

Con todo esto hemos valorado la compañía mediante un DCF con una WACC del 9.2%, que hemos rebajado con respecto a anteriores estimaciones dada la reducción del riesgo de la compañía, y una $g=3\%$, la máxima permitida en nuestros informes. Tras ello alcanzamos una valoración de EUR9.9 por acción con un EV/EBITDA terminal de 17.0x y un P/E terminal de 18.2x. Asimismo el peso del valor terminal en la valoración es del 81.2%

LLEIDANET. DCF VALUATION CONSIDERING ONLY ORGANIC GROWTH

CASH FLOW (EURm)	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	VR
Sales	9.925	12.386	13.715	17.679	23.512	29.775	36.950	44.235	52.013	53.573
% change		24.8%	10.7%	28.9%	33.0%	26.6%	24.1%	19.7%	17.6%	3.0%
Adj. EBITDA	1.347	1.681	2.248	3.450	5.228	6.958	8.565	10.205	12.017	12.590
% change		24.7%	33.8%	53.5%	51.5%	33.1%	23.1%	19.1%	17.8%	4.8%
Adj. EBITDA M.	13.6%	13.6%	16.4%	19.5%	22.2%	23.4%	23.2%	23.1%	23.1%	23.5%
DDA	-1.078	-1.152	-1.147	-1.109	-1.254	-1.270	-1.261	-1.283	-1.282	-1.282
EBIT	0.269	0.528	1.101	2.342	3.975	5.688	7.304	8.922	10.735	11.307
Effective tax rate	1.2%	1.2%	1.2%	0.0%	18.8%	18.8%	18.8%	18.8%	18.8%	18.8%
NOPLAT	0.266	0.522	1.088	2.342	3.230	4.621	5.935	7.249	8.722	9.187
Depreciation&other provisions	1.078	1.152	1.147	1.109	1.254	1.270	1.261	1.283	1.282	1.282
Gross Operating Cash Flow	1.344	1.674	2.235	3.450	4.483	5.891	7.195	8.532	10.005	10.470
Capex	-1.207	-1.101	-1.198	-1.081	-1.006	-0.892	-0.775	-0.649	-0.611	-0.589
Capex/sales	12.2%	8.9%	8.7%	6.1%	4.3%	3.0%	2.1%	1.5%	1.2%	1.1%
Change in Net Working Capital	0.299	0.080	-0.486	0.279	-0.060	-0.120	0.154	0.465	0.683	3.000
Cash Flow to be discounted	0.436	0.653	0.551	2.649	3.417	4.879	6.574	8.348	10.077	12.880
DCF VALUATION (EUR m)										
WACC					9.2%	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%
Discount Rate factor					1.00	0.92	0.84	0.77	0.70	0.64
Discounted Cash Flow					2.649	3.129	4.093	5.050	5.873	6.493
Cumulated DCF					2.649	5.778	9.871	14.921	20.794	27.288
WACC & DCF ANALYSIS										
Free Risk Rate (10y Govn. Bonds)	3.5%	Cumulated DCF			27.288					
Company Risk Factor or Beta	1.7	Perpetual Growth Rate (g)			3.0%					
Mkt Risk Premium	5.0%	Normalised Annual CF			12.880					
Cost of Equity (Ke or COE)	11.8%	Terminal Value at Nominal Year			214.410					
Cost of Debt (gross)	2.0%	Disc. Rate of Terminal Value			0.59					
Debt Tax Rate	25.0%	Discounted Terminal Value			126.534					
Cost of Debt net (kd or COD)	1.5%									
Target Gearing (D/E) or % Kd	25%	Financial assets			2.00					
% Ke	75%	Enterprise Value (EURm)			155.8					
Normative Tax Rate	25%									
WACC	9.2%									

Source: GVC Gaesco Valores Estimates

DCF VALUATION SENSITIVITY. WACC vs. g

W.A.C.C.	Perpetuity growth rate				
	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
8.7%	9.39	10.06	10.85	11.79	12.93
8.9%	9.01	9.62	10.34	11.19	12.22
9.2%	8.66	9.22	9.88	10.65	11.58
9.4%	8.33	8.85	9.46	10.16	11.00
9.7%	8.03	8.51	9.06	9.71	10.47

Source: GVC Gaesco Valores Estimates

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

WACC	Terminal Adj. EBITDA M.				
	21.9%	22.7%	23.5%	24.0%	24.5%
8.7%	10.37	10.61	10.85	11.00	11.15
8.9%	9.89	10.12	10.34	10.49	10.63
9.2%	9.45	9.67	9.88	10.02	10.15
9.4%	9.05	9.25	9.46	9.58	9.71
9.7%	8.68	8.87	9.06	9.18	9.31

Source: GVC Gaesco Valores Estimates

En el análisis de sensibilidad observamos el impacto que tiene un aumento de la g en la valoración de la compañía y que se debe al perfil de alto crecimiento de la empresa.

Lleida.net: Summary tables

PROFIT & LOSS (EURm)	12/2018	12/2019	12/2020e	12/2021e	12/2022e	12/2023e
Sales	12.4	13.7	17.7	23.5	29.8	37.0
Cost of Sales & Operating Costs	-10.7	-11.5	-14.2	-18.3	-22.8	-28.4
Non Recurrent Expenses/Income	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	1.7	2.2	3.5	5.2	7.0	8.6
EBITDA (adj.)*	1.7	2.2	3.5	5.2	7.0	8.6
Depreciation	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITA	1.7	2.2	3.5	5.2	7.0	8.6
EBITA (adj.)*	1.7	2.2	3.5	5.2	7.0	8.6
Amortisations and Write Downs	-1.2	-1.1	-1.1	-1.3	-1.3	-1.3
EBIT	0.5	1.1	2.3	4.0	5.7	7.3
EBIT (adj.)*	0.5	1.1	2.3	4.0	5.7	7.3
Net Financial Interest	-0.1	-0.0	-0.1	-0.1	-0.0	-0.0
Other Financials	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Associates	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other Non Recurrent Items	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Earnings Before Tax (EBT)	0.4	1.1	2.3	3.9	5.6	7.3
Tax	-0.0	-0.0	0.0	-0.7	-1.1	-1.4
<i>Tax rate</i>	<i>1.2%</i>	<i>1.2%</i>	<i>0.0%</i>	<i>18.8%</i>	<i>18.8%</i>	<i>18.8%</i>
Discontinued Operations	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Minorities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net Profit (reported)	0.4	1.1	2.3	3.2	4.6	5.9
Net Profit (adj.)	0.4	1.1	2.3	3.2	4.6	5.9
CASH FLOW (EURm)	12/2018	12/2019	12/2020e	12/2021e	12/2022e	12/2023e
Cash Flow from Operations before change in NWC	1.6	2.2	3.4	4.4	5.9	7.2
Change in Net Working Capital	0.1	-0.5	0.3	-0.1	-0.1	0.2
Cash Flow from Operations	1.6	1.7	3.7	4.4	5.7	7.3
Capex	-1.1	-1.2	-1.1	-1.0	-0.9	-0.8
Net Financial Investments	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Free Cash Flow	0.5	0.5	2.6	3.4	4.8	6.5
Dividends	0.0	0.0	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
Other (incl. Capital Increase & share buy backs)	0.3	0.0	-3.0	-3.2	-4.7	-6.5
Change in Net Debt	1	1	-1	0	0	0
NOPLAT	0.4	0.8	1.6	2.8	4.0	5.1
BALANCE SHEET & OTHER ITEMS (EURm)	12/2018	12/2019	12/2020e	12/2021e	12/2022e	12/2023e
Net Tangible Assets	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
Net Intangible Assets (incl. Goodwill)	3.8	3.8	4.2	4.4	4.8	5.2
Net Financial Assets & Other	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4
Total Fixed Assets	4.4	4.4	4.8	5.0	5.5	6.0
Inventories	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Trade receivables	2.4	3.6	3.8	4.6	5.7	6.8
Other current assets	0.9	1.5	1.5	1.6	1.7	1.9
Cash (-)	-1.1	-1.2	-2.4	-3.0	-3.7	-4.6
Total Current Assets	4.5	6.3	7.7	9.2	11.1	13.3
Total Assets	8.9	10.7	12.5	14.2	16.6	19.2
Shareholders Equity	3.1	4.4	5.6	6.5	7.9	9.2
Minority	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Total Equity	3.1	4.4	5.6	6.5	7.9	9.2
Long term interest bearing debt	1.4	1.7	1.7	1.8	1.9	1.9
Provisions	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Other long term liabilities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Total Long Term Liabilities	1.5	1.8	1.8	1.9	2.0	2.0
Short term interest bearing debt	2.2	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
Trade payables	2.0	2.6	3.2	3.9	4.9	6.1
Other current liabilities	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Total Current Liabilities	4.4	4.5	5.1	5.8	6.8	8.0
Total Liabilities and Shareholders' Equity	8.9	10.7	12.5	14.2	16.6	19.2
Net Capital Employed	5.6	6.9	6.9	7.3	8.0	8.5
Net Working Capital	0.4	0.9	0.6	0.7	0.8	0.7
GROWTH & MARGINS	12/2018	12/2019	12/2020e	12/2021e	12/2022e	12/2023e
<i>Sales growth</i>	24.8%	10.7%	28.9%	33.0%	26.6%	24.1%
EBITDA (adj.)* growth	24.7%	33.8%	53.5%	51.5%	33.1%	23.1%
EBITA (adj.)* growth	24.7%	33.8%	53.5%	51.5%	33.1%	23.1%
EBIT (adj.)*growth	96.2%	108.4%	112.7%	69.7%	43.1%	28.4%

Lleida.net: Summary tables

GROWTH & MARGINS	12/2018	12/2019	12/2020e	12/2021e	12/2022e	12/2023e
Net Profit growth	419.5%	161.3%	110.0%	39.8%	43.9%	28.8%
EPS adj. growth	419.5%	161.3%	110.0%	39.8%	43.9%	28.8%
DPS adj. growth			n.m.	0.0%	0.0%	0.0%
EBITDA (adj)* margin	13.6%	16.4%	19.5%	22.2%	23.4%	23.2%
EBITA (adj)* margin	13.6%	16.4%	19.5%	22.2%	23.4%	23.2%
EBIT (adj)* margin	4.3%	8.0%	13.2%	16.9%	19.1%	19.8%
RATIOS	12/2018	12/2019	12/2020e	12/2021e	12/2022e	12/2023e
Net Debt/Equity	0.8	0.5	0.2	0.1	0.0	-0.1
Net Debt/EBITDA	1.4	1.1	0.4	0.1	0.0	-0.1
Interest cover (EBITDA/Fin.interest)	15.5	n.m.	55.1	95.8	n.m.	n.m.
Capex/D&A	95.6%	104.4%	97.5%	80.3%	70.2%	61.5%
Capex/Sales	8.9%	8.7%	6.1%	4.3%	3.0%	2.1%
NWC/Sales	3.5%	6.7%	3.6%	3.0%	2.7%	1.8%
ROE (average)	14.0%	29.1%	45.7%	52.8%	63.8%	69.1%
ROCE (adj.)	8.0%	15.0%	31.3%	51.1%	66.5%	81.8%
WACC	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%
ROCE (adj.)/WACC	0.9	1.6	3.4	5.6	7.2	8.9
PER SHARE DATA (EUR)***	12/2018	12/2019	12/2020e	12/2021e	12/2022e	12/2023e
Average diluted number of shares	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0
EPS (reported)	0.03	0.07	0.14	0.20	0.29	0.37
EPS (adj.)	0.03	0.07	0.14	0.20	0.29	0.37
BVPS	0.19	0.27	0.35	0.40	0.49	0.57
DPS	0.00	0.00	0.01	0.01	0.01	0.01
VALUATION	12/2018	12/2019	12/2020e	12/2021e	12/2022e	12/2023e
EV/Sales	1.4	1.3	8.0	6.0	4.7	3.8
EV/EBITDA	10.2	8.1	41.0	26.9	20.1	16.3
EV/EBITDA (adj.)*	10.2	8.1	41.0	26.9	20.1	16.3
EV/EBITA	10.2	8.1	41.0	26.9	20.1	16.3
EV/EBITA (adj.)*	10.2	8.1	41.0	26.9	20.1	16.3
EV/EBIT	32.5	16.6	60.4	35.4	24.6	19.1
EV/EBIT (adj.)*	32.5	16.6	60.4	35.4	24.6	19.1
P/E (adj.)	35.9	14.8	n.m.	44.1	30.6	23.8
P/BV	4.9	3.7	25.2	21.7	17.8	15.3
Total Yield Ratio	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
EV/CE	3.7	3.5	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
OpFCF yield	3.7%	3.4%	1.8%	2.4%	3.4%	4.7%
OpFCF/EV	3.2%	3.0%	1.8%	2.4%	3.5%	4.7%
Payout ratio	0.0%	0.0%	7.0%	5.0%	3.5%	2.7%
Dividend yield (gross)	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
EV AND MKT CAP (EURm)	12/2018	12/2019	12/2020e	12/2021e	12/2022e	12/2023e
Price** (EUR)	0.93	1.00	8.75	8.75	8.75	8.75
Outstanding number of shares for main stock	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0
Total Market Cap	14.9	16.0	140.4	140.4	140.4	140.4
Gross Financial Debt (+)	3.5	3.5	3.6	3.7	3.7	3.8
Cash & Marketable Securities (-)	-1.1	-1.2	-2.4	-3.0	-3.7	-4.6
Net Financial Debt	2.4	2.4	1.2	0.7	0.0	-0.8
Lease Liabilities (+)						
Net Debt	2.4	2.4	1.2	0.7	0.0	-0.8
Other EV components	-0.2	-0.2	-0.2	-0.3	-0.3	-0.4
Enterprise Value (EV adj.)	17.1	18.2	141.5	140.9	140.2	139.2

Source: Company, GVC Gaesco Valores 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

***EPS (adj.) diluted= Net Profit (adj.)/Avg DIL. Ord. (+ Ord. equivalent) Shs. EPS (reported) = Net Profit reported/Avg DIL. Ord. (+ Ord. equivalent) Shs.

Sector: Software & Computer Services/Software & Computer Services

Company Description: Lleida.net is the First Registering Operator, a leading Telecom company specialised in the field of registered communications, aiming at providing companies, public administrations and private users with secure, trustworthy, efficient and profitable electronic communications that will directly help to improve their results.

European Coverage of the Members of ESN

Aerospace & Defense	Mem(*)	Tubacex	GVC	Food & Drug Retailers	Mem(*)	Saes	BAK
Airbus Se	CIC	Verallia	CIC	Carrefour	CIC	Talgo	GVC
Avio	BAK	Chemicals	Mem(*)	Casino Guichard-Perrachon	CIC	Zardoya Otis	GVC
Dassault Aviation	CIC	Air Liquide	CIC	Jeronimo Martins	CBI	Industrial Transportation	Mem(*)
Figeac Aero	CIC	Arkema	CIC	Marr	BAK	Bollore	CIC
Latecoere	CIC	Plasticos Compuestos	GVC	Sonae	CBI	Clasquin	IAC
Leonardo	BAK	Electronic & Electrical Eq.	Mem(*)	General Industrials	Mem(*)	Ctt	CBI
Lisi	CIC	Rexel	CIC	Adl Bionatur Solutions	GVC	Insurance	Mem(*)
Safran	CIC	Fin. Serv. Holdings	Mem(*)	Cembre	BAK	Axa	CIC
Thales	CIC	Cir	BAK	Sergeferrari Group	CIC	Catalana Occidente	GVC
Alternative Energy	Mem(*)	Corp. Financiera Alba	GVC	General Retailers	Mem(*)	Cattolica Assicurazioni	BAK
Encavis Ag	CIC	Digital Magics	BAK	Emova Group	IAC	Generali	BAK
Plc	BAK	Eurazeo	CIC	Fnac Darty	CIC	Mapfre	GVC
Siemens Gamesa Re	GVC	Ffp	CIC	Inditex	GVC	Net Insurance	BAK
Voltalia	CIC	Gbl	CIC	Maisons Du Monde	CIC	Unipolsai	BAK
Automobiles & Parts	Mem(*)	Rallye	CIC	Ovs	BAK	Materials, Construction	Mem(*)
Brembo	BAK	Tip Tamburi Investment Partners	BAK	Unieuro	BAK	Acs	GVC
Faurecia	CIC	Wendel	CIC	Healthcare	Mem(*)	Aena	GVC
Ferrari	BAK	Fin. Serv. Industrials	Mem(*)	Abionyx Pharma	CIC	Astm	BAK
Fiat Chrysler Automobiles	BAK	Abitare In	BAK	Amplifon	BAK	Atlantia	BAK
Gestamp	GVC	Dovalue	BAK	Atrys Health	GVC	Buzzi Unicem	BAK
Indelb	BAK	Nexi	BAK	Crossject	CIC	Capelli	CIC
Landi Renzo	BAK	Tinexta	BAK	Diasorin	BAK	Cementir	BAK
Piaggio	BAK	Financial Services Banks	Mem(*)	El.En.	BAK	Clerhp Estructuras	GVC
Plastic Omnium	CIC	Amundi	CIC	Fermentalg	CIC	Eiffage	CIC
Sogefi	BAK	Anima	BAK	Fine Foods	BAK	Ezentis	GVC
Valeo	CIC	Azimut	BAK	Genfit	CIC	Fcc	GVC
Banks	Mem(*)	Banca Farmafactoring	BAK	Guerbet	CIC	Ferrovia	GVC
Banca Mps	BAK	Banca Generali	BAK	Korian	CIC	Groupe Adp	CIC
Banco Sabadell	GVC	Banca Ifis	BAK	Oncodesign	CIC	Groupe Poujoulat	CIC
Banco Santander	GVC	Banca Mediolanum	BAK	Orpea	CIC	Groupe Sphi S.A.	CIC
Bankia	GVC	Banca Sistema	BAK	Recordati	BAK	Herige	CIC
Bankinter	GVC	Finecobank	BAK	Shedir Pharma	BAK	Hexaom	CIC
Bbva	GVC	Poste Italiane	BAK	Theracion	CIC	Imerys	CIC
Bnp Paribas	CIC	Food & Beverage	Mem(*)	Household Goods	Mem(*)	Kaufman & Broad	IAC
Bper	BAK	Advini	CIC	Abeo	CIC	Lafargeholcim	CIC
Caixabank	GVC	Bonduelle	CIC	De Longhi	BAK	Maire Tecnimont	BAK
Credem	BAK	Campari	BAK	Fila	BAK	Mota Engil	CBI
Credit Agricole Sa	CIC	Danone	CIC	Groupe Seb	CIC	Obrascon Huarte Lain	GVC
Creval	BAK	Ebro Foods	GVC	Industrial Engineering	Mem(*)	Sacyr	GVC
Intesa Sanpaolo	BAK	Enervit	BAK	Alstom	CIC	Saint Gobain	CIC
Liberbank	GVC	Fleury Michon	CIC	Biesse	BAK	Salcef	BAK
Mediobanca	BAK	Italian Wine Brands	BAK	Caf	GVC	Sonae Industria	CBI
Natixis	CIC	Lanson-Bcc	CIC	Carraro	BAK	Tarkett	CIC
Rothschild & Co	CIC	Laurent Perrier	CIC	Cnh Industrial	BAK	Thermador Groupe	CIC
Societe Generale	CIC	Ldc	CIC	Danieli	BAK	Vicat	CIC
Ubi Banca	BAK	Orsero	BAK	Datalogic	BAK	Vinci	CIC
Unicredit	BAK	Pernod Ricard	CIC	Exel Industries	CIC	Webuild	BAK
Basic Resources	Mem(*)	Remy Cointreau	CIC	Fincantieri	BAK	Media	Mem(*)
Acerinox	GVC	Tipiak	CIC	Groupe Gorge	CIC	Arnoldo Mondadori Editore	BAK
Altri	CBI	Vidrala	GVC	Haulotte Group	CIC	Atresmedia	GVC
Arcelormittal	GVC	Vilmorin	CIC	Ima	BAK	Cairo Communication	BAK
Corticeira Amorim	CBI	Viscofan	GVC	Interpump	BAK	Cofina	CBI
Ence	GVC	Vranken Pommery Monopole	CIC	Manitou	CIC	Digital Bros	BAK
Semapa	CBI			Prima Industrie	BAK	Gl Events	CIC
The Navigator Company	CBI			Prysmian	BAK	Il Sole 24 Ore	BAK

Impresa	CBI	Merlin Properties	GVC	Nos	CBI
Ipsos	CIC	Quabit Immobiliaria	GVC	Orange	CIC
Jcdecaux	CIC	Realia	GVC	Retelit	BAK
Lagardere	CIC	Software & Computer Ser.	Mem(*)	Telecom Italia	BAK
M6-Metropole Television	CIC	Agile Content	GVC	Telefonica	GVC
Mediaset	BAK	Akka Technologies	CIC	Tiscali	BAK
Mediaset Espana	GVC	Alten	CIC	Vodafone	BAK
Nrj Group	CIC	Altran	CIC	Travel & Leisure	Mem(*)
Publicis	CIC	Amadeus	GVC	Accor	CIC
Rcs Mediagroup	BAK	Assystem	CIC	Autogrill	BAK
Teleperformance	CIC	Atos	CIC	Beneteau	CIC
Tf1	CIC	Axway Software	CIC	Codere	GVC
Ubisoft	CIC	Capgemini	CIC	Compagnie Des Alpes	CIC
Vivendi	CIC	Cast	CIC	Edreams Odigeo	GVC
Vogo	CIC	Catenon	GVC	Elior	CIC
Oil & Gas Producers	Mem(*)	Econocom	CIC	Europcar	CIC
Ecoslops	CIC	Ekinops	CIC	Fdj	CIC
Enauta	CBI	Esi Group	CIC	Groupe Partouche	IAC
Eni	BAK	Exprivia	BAK	I Grandi Viaggi	BAK
Galp Energia	CBI	Gigas Hosting	GVC	Ibersol	CBI
Gas Plus	BAK	Gpi	BAK	Int. Airlines Group	GVC
Maurel Et Prom	CIC	Groupe Open	CIC	Melia Hotels International	GVC
Repsol	GVC	Indra Sistemas	GVC	Nh Hotel Group	GVC
Total	CIC	Lleida.Net	GVC	Pierre Et Vacances	CIC
Oil Services	Mem(*)	Neurones	CIC	Sodexo	CIC
Bourbon	CIC	Reply	BAK	Sonae Capital	CBI
Cgg	CIC	Sii	CIC	Trigano	CIC
Git	CIC	Sopra Steria Group	CIC	Utilities	Mem(*)
Rubis	CIC	Visiativ	CIC	A2A	BAK
Saipem	BAK	Worldline	CIC	Acciona	GVC
Technipfmc Plc	CIC	Support Services	Mem(*)	Acea	BAK
Tecnicas Reunidas	GVC	Bureau Veritas	CIC	Albioma	CIC
Tenaris	BAK	Cellnex Telecom	GVC	Audax	GVC
Vallourec	CIC	Edenred	CIC	Derichebourg	CIC
Personal Goods	Mem(*)	Enav	BAK	Edp	CBI
Basicnet	BAK	Fiera Milano	BAK	Edp Renováveis	CBI
Brunello Cucinelli	BAK	Inwit	BAK	Enagas	GVC
Cellularline	BAK	Openjobmetis	BAK	Endesa	GVC
Cie Fin. Richemont	CIC	Prosegur	GVC	Enel	BAK
Geox	BAK	Prosegur Cash	GVC	Erg	BAK
Hermes Intl.	CIC	Rai Way	BAK	Falck Renewables	BAK
Interparfums	CIC	Technology Hardware & Eq.	Mem(*)	Greenalia	GVC
Kering	CIC	Adeunis	CIC	Hera	BAK
L'Oreal	CIC	Evolis	CIC	Holaluz	GVC
Lvmh	CIC	Hf Company	CIC	Iberdrola	GVC
Moncler	BAK	Ingenico	CIC	Iren	BAK
Monnalisa	BAK	Memscap	IAC	Italgas	BAK
Safilo	BAK	Osmozis	CIC	Naturgy	GVC
Salvatore Ferragamo	BAK	Stmicroelectronics	BAK	Red Electrica Corporacion	GVC
Smcp	CIC	Tier 1 Technology	GVC	Ren	CBI
Swatch Group	CIC	Telecommunications	Mem(*)	Snam	BAK
Technogym	BAK	Altice Europe	CIC	Solaria	GVC
Tod'S	BAK	Bouygues	CIC	Terna	BAK
Real Estate	Mem(*)	Euskaltel	GVC		
Igd	BAK	Iliad	CIC		
Lar Espana	GVC	Masmovil	GVC		

LEGEND: BAK: Banca Akros; CIC: CIC Market Solutions; CBI: Caixa-Banco de Investimento; GVC: GVC Gaesco Valores, SV, SA

as at 21 September 2020

List of ESN Analysts (**)

Artur Amaro	CBI	+351 213 89 6822	artur.amaro@caixabi.pt
Helena Barbosa	CBI	+351 21 389 6831	helena.barbosa@caixabi.pt
Agnès Blazy	CIC	+33 1 53 48 80 67	agnes.blazy@cic.fr
Andrea Bonfa	BAK	+39 02 4344 4269	andrea.bonfa@bancaakros.it
Jean-Baptiste Bouchet	CIC	+33 1 53 48 80 69	jeanbaptiste.bouchet@cic.fr
Giada Cabrino, CIIA	BAK	+39 02 4344 4092	giada.cabrino@bancaakros.it
Pierre Chédeville	CIC	+33 1 53 48 80 97	pierre.chedeville@cic.fr
Emmanuel Chevalier	CIC	+33 1 53 48 80 72	emmanuel.chevalier@cic.fr
David Da Maia	CIC	+33 1 53 48 89 36	david.damaia@cic.fr
Dominique Descours	CIC	+33 1 53 48 81 12	dominique.descours@cic.fr
Christian Devismes	CIC	+33 1 53 48 80 85	christian.devismes@cic.fr
Andrea Devita, CFA	BAK	+39 02 4344 4031	andrea.devita@bancaakros.it
Enrico Esposti, CIIA	BAK	+39 02 4344 4022	enrico.esposti@bancaakros.it
Rafael Fernández de Heredia	GVC	+34 91 436 78 08	rafael.fernandezdeheredia@gv cgaesco.es
Gabriele Gambarova	BAK	+39 02 43 444 289	gabriele.gambarova@bancaakros.it
Alexandre Gérard	CIC	+33 1 53 48 80 93	alex.andre.gerard@cmcic.fr
Ebrahim Homani	CIC	+33 1 53 48 80 94	ebrahim.homani@cic.fr
Carlos Jesus	CBI	+351 21 389 6812	carlos.jesus@caixabi.pt
Jean-Christophe Lefèvre-Moulenq	CIC	+33 1 53 48 80 65	jeanchristophe.lefevre-moulenq@cic.fr
João Miguel Lourenço	CBI	+35 121 389 6841	joao.lourenco@caixabi.pt
Charles Henry Mata	CIC	+33 1 53 48 80 64	charleshenry.mata@cic.fr
Marisa Mazo, Ph.D, CFA	GVC	+34 91 436 7817	marisa.mazo@gv cgaesco.es
Fanny Meindre, PhD	CIC	+33 1 53 48 80 84	fanny.meindre@cic.fr
Emanuele Oggioni	BAK	+39 0243 444 237	emanuele.oggioni@bancaakros.it
Jaime Pallares Garcia	GVC	+34 91 436 7818	jaime.pallares@gv cgaesco.es
Victor Peiro Pérez	GVC	+34 91 436 7812	victor.peiro@gv cgaesco.es
Juan Peña	GVC	+34 91 436 78 16	juan.pena@gv cgaesco.es
Alexandre Plaud	CIC	+33 1 53 48 80 90	alex.andre.plaud@cic.fr
Francis Prêtre	CIC	+33 4 78 92 02 30	francis.prêtre@cic.fr
Eric Ravary	CIC	+33 1 53 48 80 71	eric.ravary@cic.fr
Iñigo Recio Pascual	GVC	+34 91 436 7814	inigo.recio@gv cgaesco.es
Beatriz Rodriguez Fernandez	GVC	+34 914 367 871	beatriz.rodriguez@gv cgaesco.es
Jean-Luc Romain	CIC	+33 1 53 48 80 66	jeanluc.romain@cic.fr
Paola Saglietti	BAK	+39 02 4344 4287	paola.saglietti@bancaakros.it
Francesco Sala	BAK	+39 02 4344 4240	francesco.sala@bancaakros.it
Luigi Tramontana	BAK	+39 02 4344 4239	luigi.tramontana@bancaakros.it

(**) 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 Valores S.V., S.A., from sources believed to be reliable (including accounts audited and published). This document is not intended to be an offer, or a solicitation to buy or sell relevant securities. GVC Gaesco Valores 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 Valores 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 Valores S.V., S.A., and the mentioned companies. This document and others compiled by GVC Gaesco Valores and ESN members is only one source of information, among others, and is not intended to be an investment decision tool in itself. In no way may this or any other research documents produced by us be used for investment decisions. Each investor is responsible for his or her own decisions and this document or others are only a source of supplementary information. This document has been distributed only to professional, qualified and selected investors or potential investors and has not distributed in a generic form.

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

- acts as registered advisor, agent or liquidity provider for the following companies: AB Biotics; 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; IFFE Futura, S.A.; Secuoya Grupo de Comunicación SA; Mercal Inmuebles (Socimi); 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, SA. ENCE Energía y Celulosa; Plásticos Compuestos SA; Clerhp Infraestructuras, S.A., Holaluz Clodom 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; Inypsia; Lleidanetworks Serveis Telematics SA, MasMovil Ibercom; Globasol (Solaria); ADL Bionatur Solutions; Plásticos Compuestos SA ; Holaluz Clodom SA
- has a liquidity contract as outlined by the CNMV's Circular 1/2017 with: Melia Hotels International; Española de Viviendas en Alquiler S.A. (CEVASA); eDreams ODIGEO; ENCE Energía y Celulosa; Cementos Molins, Deoleo;
- has signed a Corporate Brokerage agreement that includes a contractually agreed provision of research services that in return, GVC Gaesco Valores receives a compensation. These reports may/could have been previously shown to the companies: Agile Content; Atrys Health; Gigas Hosting; Catenon; Greenalia; Quabit Inmobiliaria; TIER1 Technology; ADL Bionatur Solutions; Lleidanetworks Serveis Telematics SA ; Codere SA.

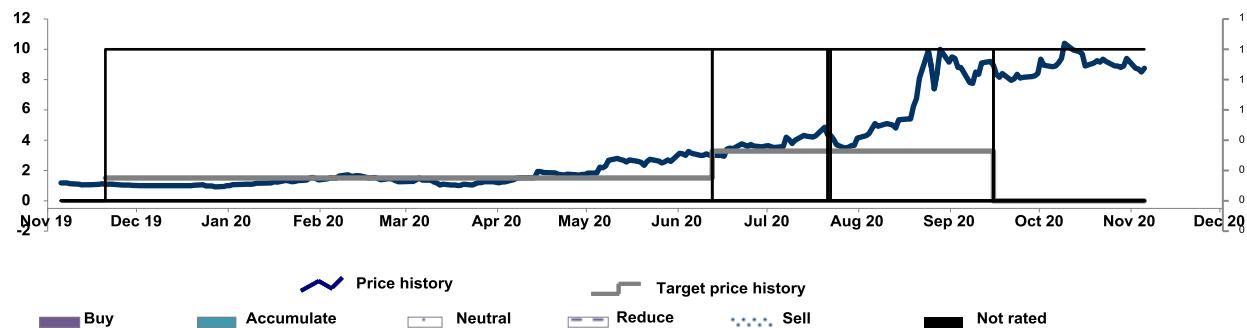
Recommendation history for LLEIDA.NET

Date	Recommendation	Target price	Price at change date
15-Sep-20	Rating Suspended	0.00	8.95
22-Jul-20	Reduce	3.28	4.32
21-Jul-20	Neutral	3.28	4.34
12-Jun-20	Accumulate	3.28	3.00
20-Nov-19	Buy	1.51	1.08

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

This chart shows GVC Gaesco Valores continuing coverage of this stock; the current analyst may or may not have covered it over the entire period.

Current analyst: Juan Peña (since 01/12/2018)



ESN Recommendation System

The ESN Recommendation System is **Absolute**. It means that each stock is rated based on **total return**, measured by the upside/downside potential (including dividends and capital reimbursement) over a **12-month time horizon**. The final responsible of the recommendation of a listed company is the analyst who covers that company. The recommendation and the target price set by an analyst on one stock are correlated but not totally, because an analyst may include in its recommendation also qualitative elements as market volatility, earning momentum, short term news flow, possible M&A scenarios and other subjective elements.

SELL	REDUCE	NEUTRAL	ACCUMULATE	BUY
-15%	-5%	5%	15%	

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

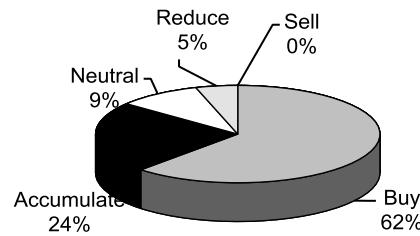
Furthermore, in specific cases and for a limited period of time, the analysts are allowed to rate the stocks as **Rating Suspended (RS)** or **Not Rated (NR)**, as explained below.

Meaning of each recommendation or rating:

- **Buy:** the stock is expected to generate total return of **over 15%** during the next 12-month
- **Accumulate:** the stock is expected to generate total return of **5% to 15%** during the next 12-month
- **Neutral:** the stock is expected to generate total return of **-5% to +5%** during the next 12-month
- **Reduce:** the stock is expected to generate total return of **-5% to -15%** during the next 12-month
- **Sell:** the stock is expected to generate total return **under -15%** during the next 12-month
- **Rating Suspended:** the rating is suspended due to: a) a capital operation (take-over bid, SPO, etc.) where a Member of ESN is or could be involved with the issuer or a related party of the issuer; b) a change of analyst covering the stock; c) the rating of a stock is under review by the Analyst.
- **Not Rated:** there is no rating for a stock when there is a termination of coverage of the stocks or a company being floated (IPO) by a Member of ESN or a related party of the Member.

Note: a certain flexibility on the limits of total return bands is permitted especially during higher phases of volatility on the markets

GVC Gaesco Valores, S.V., S.A.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: **6th of November 2020 10:10CET**

First date and time of dissemination: **6th of November 10:20CET**

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 professional 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 and/or ESN Members 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:
[\(\[http://www.esnpartnership.eu/research_and_database_access\]\(http://www.esnpartnership.eu/research_and_database_access\)\)](http://www.esnpartnership.eu/research_and_database_access)

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

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.cic-marksolutions.eu regulated by the AMF - Autorité des marchés financiers

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

Members of ESN (European Securities Network LLP)



Banca Akros SpA
Viale Eginardo, 29
20149 Milano
Italy
Phone: +39 02 4344 4389

CIC Market Solutions

6, avenue de Provence
75441 Paris - Cedex 09
France
Phone: +33 1 5348 8193



Caixa-Banco de Investimento
Avenida João XXI, 63
1000-300 Lisboa
Portugal
Phone: +351 21 313 7300

GVC Gaesco Valores

C/- Fortuny, 17
28010 Madrid
Spain
Phone: +34 91 436 7813

