



Full Company Report

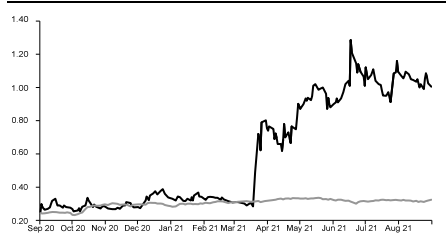
Reason: Re-initiation of coverage

28 September 2021

Buy			
Recommendation unchanged			
Share price: EUR	1.01		
closing price as of 27/09/2021			
Target price: EUR	2.08		
Target Price unchanged			
Upside/Downside Potential	107.3%		
Reuters/Bloomberg CATN.MC/COM SM			
Market capitalisation (EURm)	19		
Current N° of shares (m)	19		
Free float	60%		
Daily avg. no. trad. sh. 12 mth (k)	109		
Daily avg. trad. vol. 12 mth (k)	26.16		
Price high/low 12 months	1.29 / 0.24		
Abs Perfs 1/3/12 mths (%)	-8.22/14.20/305.24		
Key financials (EUR)	12/20	12/21e	12/22e
Sales (m)	6	9	12
EBITDA (m)	(1)	2	3
EBITDA margin	nm	23.3%	28.4%
EBIT (m)	(1)	1	3
EBIT margin	nm	16.3%	23.3%
Net Profit (adj.)(m)	(2)	1	2
ROCE	-44.4%	52.4%	90.2%
Net debt/(cash) (m)	2	1	(0)
Net Debt Equity	2.0	0.7	-0.1
Net Debt/EBITDA	-3.6	0.7	-0.1
Int. cover(EBITDA/Fin.int)	(0.9)	18.5	30.3
EV/Sales	1.1	2.1	1.5
EV/EBITDA	nm	9.2	5.2
EV/EBITDA (adj.)	nm	9.2	5.2
EV/EBIT	nm	13.2	6.3
P/E (adj.)	nm	18.7	9.4
P/BV	4.5	9.0	4.7
OpFCF yield	-20.6%	4.6%	9.5%
Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%
EPS (adj.)	(0.10)	0.05	0.11
BVPS	0.06	0.11	0.21
DPS	0.00	0.00	0.00

Shareholders

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



Source: FactSet

Analyst(s)

Juan Peña
juan.pena@gvcgaesco.es
+34 91 436 78 16

Preparados para aprovechar las macrotendencias

Reiniciamos cobertura tras unos trimestres en los cuales la compañía ha recuperado la estabilidad y se empiezan a ver signos prometedores de la nueva estrategia iniciada por la compañía a finales de 2019. Pensamos que en el mundo poscovid la compañía puede beneficiarse del auge del teletrabajo, la globalización y la deslocalización empresarial.

- ✓ La compañía inició en 2019 un camino de **reorientación estratégica** en la que abandonaba progresivamente negocios con reducido margen y transformaba filiales en partners como el caso de la India, Turquía o Singapur para simplificar su estructura y reducir riesgo operativo.
- ✓ Actualmente la compañía cuenta con **tres líneas de negocio** principalmente: el negocio de **reclutamiento de personal** basado en tecnología, el negocio de franquicias o **partners locales** (con opción de compra por parte de Catenon) y el negocio de **Talent Hackers** (plataforma de inteligencia del dato focalizado en la primera fase de búsqueda de talento del sector tecnológico). Adicionalmente la compañía también participa aisladamente en procesos de **recolocación** de empleados, procesos de **reskilling**, en auge en estos periodos de **reestructuraciones empresariales**.
- ✓ Primero, el negocio de reclutamiento se basa en la contratación y desarrollo de **Revenue Managers** que son las personas encargadas de atraer clientes y gestionar los procesos. En los últimos trimestres, el perfeccionamiento del modelo de negocio gestionado por KPIs y la especialización sectorial está aportando un margen operativo relevante para el grupo. Actualmente esta actividad genera aproximadamente el 80% de los ingresos.
- ✓ En segundo lugar, la compañía ha desarrollado un modelo de **partners** que permite la **escalabilidad y el crecimiento inorgánico** de la compañía sin tener que realizar grandes desembolsos. La compañía cuenta en la actualidad con 16 **partners** divididos por Europa, Asia y América, con potencial de crecimiento.
- ✓ Por último, la compañía lleva varios trimestres desarrollando y potenciando su plataforma **Talent Hackers**, una nueva unidad de negocio especializada en la búsqueda de **perfiles tecnológicos** que permite la recomendación de perfiles para determinados puestos a cambio de una recompensa.
- ✓ La compañía tuvo un **EBITDA negativo en 2020** de EUR0.5M afectado por el impacto del Covid-19. Sin embargo, durante el primer semestre de 2021, el EBITDA reportado es de EUR0.9M con un margen sobre ingresos de casi el 22%. Las perspectivas para 2021 son muy positivas ya que todas las líneas de negocio están creciendo de manera significativa. En cuanto a la **situación financiera**, la compañía presenta una **deuda financiera neta a cierre de 2020 de EUR2.1M**, lo que representa un ratio de 1.0x DN/EBITDA estimado para 2021. El **plan de ajuste de gastos** que la compañía puso en marcha como consecuencia del impacto del Covid-19 ha logrado una mejora de la caja operativa que ya ha entrado en terreno positivo en 2021.
- ✓ Alcanzamos una **valoración de EUR2.08 por acción**, lo que supone un potencial de más del 100% sobre precios actuales. Para nuestra valoración hemos utilizado una WACC del 13.6% y una g=1.5%.

CONTENTS

La transformación de la industria post-covid	3
Análisis de mercado	5
Líneas de negocio Cátenon	6
Búsqueda de candidatos a nivel global	6
Programa de partners	6
Talent Hackers	7
Situación actual de la compañía	7
Revisión de estimaciones	8
DCF	11
Estructura de capital	12
ESG Focus	13
Conclusión	16

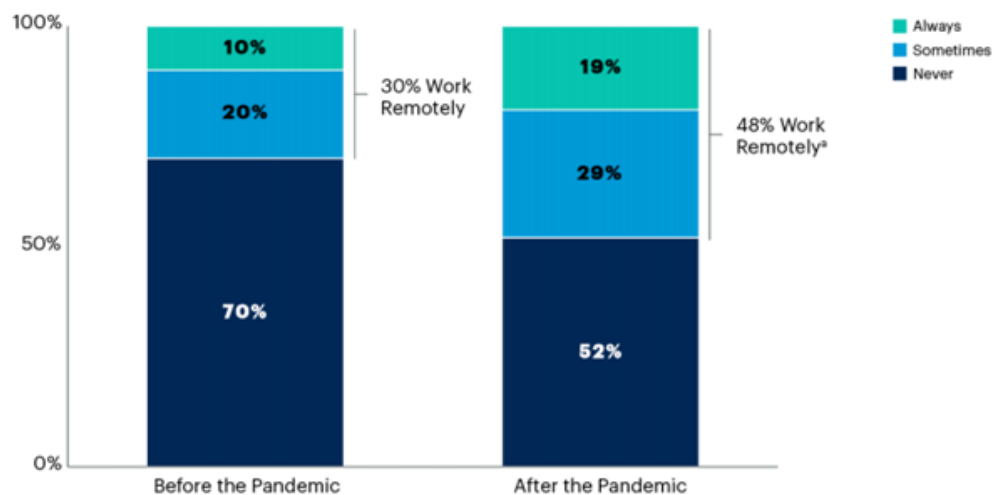
La transformación de la industria post-covid

El mundo postcovid está sufriendo muchas transformaciones estructurales que afectan a las empresas y, por tanto, al negocio de Cátenon:

1) Teletrabajo y deslocalización

Los períodos de confinamiento y restricciones a la movilidad que se han vivido a nivel mundial han propiciado un auge del teletrabajo que ha acelerado tendencias que se preveían para el futuro. Esto ha provocado que muchas empresas apuesten decididamente por este método de trabajo ya sea de manera definitiva o de manera combinada con la actividad presencial. El incremento de las demandas de mejorar el balance trabajo – vida personal por parte de los empleados también ha sido una de las causas de este fuerte incremento de la no presencialidad en muchos trabajos. Por último, el teletrabajo se está utilizando como herramienta de atracción para muchos puestos como un beneficio social más que la empresa ofrece al trabajador.

Projected Percentage of Employees Working Remotely, Before and After the Pandemic



Source: Gartner

Esto ha provocado un aumento de las ofertas de trabajo en las cuales la localización no es importante y los candidatos son globales. En este sentido plataformas como Cátenon pueden ser el aliado ideal en este tipo de procesos ya que están desarrolladas para dar un servicio global.

2) Reestructuración empresarial (reskilling)

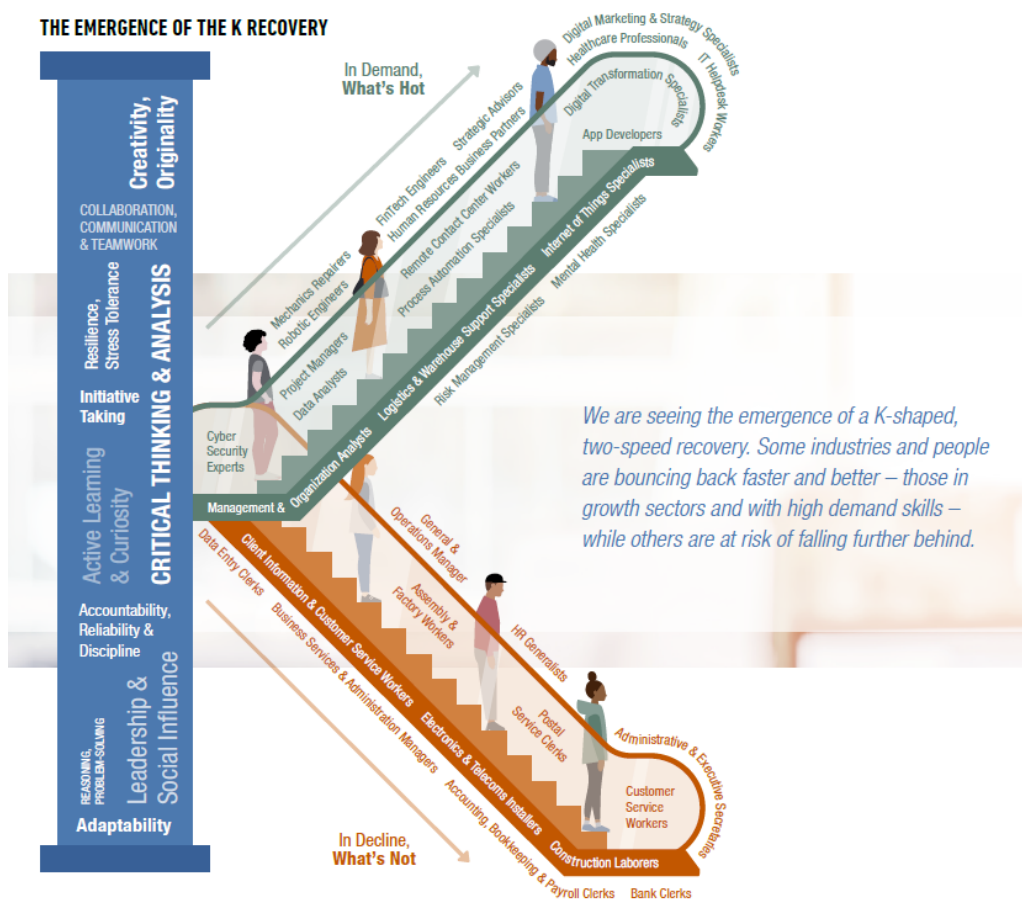
Una de las consecuencias negativas de la crisis derivada del Covid-19 ha sido el fuerte aumento de los expedientes de regulación de empleo en muchas industrias: banca, turismo, restauración... han sido varios de los sectores más castigados. Para paliar esta pérdida masiva de empleo, muchos trabajadores están optando por reorientar su carrera para poder acceder de nuevo al mercado laboral. Cátenon está desarrollando proyectos de reskilling para atraer estas demandas en grandes empresas y puede crearse un círculo virtuoso con su negocio de reclutamiento si personas salidas de estos programas pueden entrar en procesos gestionados por la compañía.

3) Aumento de la importancia de perfiles tecnológicos

En paralelo con el punto anterior, se está observando de una manera muy significativa cómo el sector tecnológico está absorbiendo la mayor parte de las nuevas contrataciones a nivel mundial.

Esto está sucediendo por dos motivos principalmente: por un lado, muchas compañías están transformando sus modelos de negocio para hacerlos más digitales y tecnológicos y para ello requieren de perfiles que puedan ayudar en esta transformación. En segundo lugar, porque las compañías tecnológicas son las que mejor han surfeado la crisis del Covid y son las que más perfiles están demandando en esta etapa de recuperación.

De esta manera, se está provocando una brecha cada vez más acusada entre distintos tipos de perfiles que cada vez están más demandados y otros cuya demanda en el mercado es cada vez menor.



Sources: ManpowerGroup Soft Skills Research 2019, ManpowerGroup Talent Solutions Insight 2021. The Future of Jobs Report 2020. World Economic Forum, October 2020.

Desde sus inicios Catenon ha sido una compañía muy pegada a dicho sector y su línea de negocio Talent Hackers apuesta decididamente por la búsqueda de este tipo de perfiles por lo que consideramos que esta tendencia puede ser muy beneficiosa para la compañía.

4) Aumento contratación interna

También se está observando un aumento de la promoción interna en muchas empresas en el mundo post-covid. Muchas empresas fomentan el talento interno y la posibilidad de ascender dentro de la empresa y esto está provocando que muchas compañías reduzcan su exposición a perfiles externos. No obstante, estos perfiles generalmente suelen necesitar una formación específica para el puesto y Catenon también diseña y ejecuta planes de *assessments* para empleados, buscando identificar estas necesidades de formación.

Análisis de mercado

Hemos segmentado el mercado en función del servicio prestado:

- 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. Entre ellas se incluyen Randstad, Adecco, Manpower... Estas compañías son globales, pero con alcance local.
- 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. Dentro de este segmento hay un universo muy grande ya que hay desde compañías generalistas globales como Michael Page, Hays o Robert Walters, entre otras muchas, a compañías de nicho o especializadas en determinados tipos de candidatos (alta dirección, perfiles específicos...).

Estas compañías son, en muchas ocasiones globales, pero operan localmente y, generalmente, hay poca comunicación entre los diferentes países por lo que las ofertas de trabajo son, en su gran mayoría, locales.

- III. **Empresas o plataformas tecnológicas para el reclutamiento.** Por un lado, comprende a los *job sites* y *networking* profesionales (como pueden ser LinkedIn o Jobandtalent) así como los software 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.

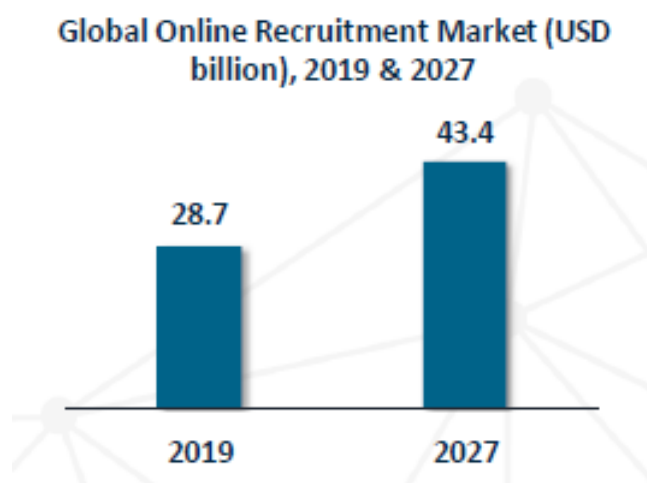
En la actualidad, como se ha comentado en la introducción, la demanda de perfiles a nivel global se ha multiplicado y el auge del teletrabajo va a incrementar aún más esta tendencia, por lo que actores como Catenon que tienen una plataforma global y dan servicio a clientes multinacionales, tienen una gran ventaja competitiva.

Las estimaciones del mercado global estiman un crecimiento del 5.6% anual durante los próximos años:



Fuente: Data Driven Investor

Mientras tanto, las estimaciones del mercado de reclutamiento online estiman crecimientos similares (CAGR 2019-2027 del +5.3%):



Fuente: Fortune Business Insights

Líneas de negocio Cátenon

Búsqueda de candidatos a nivel global

El “*core business*” de la compañía sigue siendo la búsqueda de candidatos para empresas a nivel global. Con su plataforma tecnológica avanzada y su análisis de datos, la compañía es capaz de encontrar perfiles a nivel global que encajen en las necesidades de sus clientes. La compañía está realizando un esfuerzo de contratación de Revenue Managers, que son los encargados de abrir cuentas y conseguir clientes. La compañía está incrementado su número desde los 24 (revenue managers ya generando ingresos tras su periodo de formación) de 2020 hasta los 27 que había a mediados de 2021.

Generalmente este personal es de alta cualificación y tarda entre 6-12 meses en conseguir generar ingresos de manera recurrente. Dependiendo del proceso de selección Cátenon puede facturar entre EUR10-12k. En el último año la compañía ha conseguido renovar su plantilla con perfiles especializados y con experiencia.

La limitación es el reducido número de perfiles cualificados que existen en el mercado y la alta competencia por el talento que hay dentro de los competidores (Michael Page, Hays, Robert Walters, Spring...).

Sin embargo, como se ha observado anteriormente, las posibilidades de crecimiento del sector son muy significativas.

Programa de partners

La compañía puso en marcha en 2019 un programa de crecimiento inorgánico gracias al cual se minimiza el riesgo de inversión al buscar *partners* locales para desarrollar la actividad de manera local pero con las capacidades técnicas globales de Cátenon. Esto le ha permitido a la compañía llegar a acuerdos con varias compañías locales para establecer oficinas en Copenhague, Bruselas, Praga, Budapest, Abu Dhabi, Panamá, Miami, Estambul, Sevilla, Colombia, Chile, India y Singapur.

Esta línea de negocio cuenta con unos riesgos menores, pero también con una rentabilidad menor ya que gran parte del margen se queda en manos de las compañías locales. Aún así es una fuente de crecimiento

Talent Hackers

Este innovador programa nacido en 2019 y puesto en marcha en 2020 da una respuesta disruptiva a la creciente demanda de perfiles tecnológicos y digitales, ofreciendo una solución única al mercado basada en la inteligencia del dato y la aplicación de tecnología de distribución nodal de las ofertas de empleo para estos perfiles. El proyecto se ha focalizado en cubrir posiciones de alta demanda (los perfiles tecnológicos y digitales) a través de un modelo abierto de recomendaciones retribuidas, que permite activar al talento pasivo de IT y Digital.

La Asociación Española de Directores de Personal AEDIPE-CHR ha reconocido la disrupción de esta plataforma otorgando a TalentHackers el premio 2021 a la “Mejor iniciativa innovadora de una empresa de Recursos Humanos”.

Adicionalmente, y por el momento de manera no independiente, la compañía tiene varios proyectos de generación e ingresos como la plataforma UpSkill, desarrollada junto a Telefónica Tech para mejorar las skills digitales de los trabajadores a través de la formación.

Esta iniciativa se materializa en: por un lado, la adquisición de nuevo talento para hacer frente a los nuevos proyectos estratégicos de las compañías; el upskilling y reskilling de equipos actuales para asegurar una transición digital enfocada en las personas; y un programa de outplacement transformacional para empresas con planes de recolocación por despidos colectivos que incluyan formación en conocimientos, habilidades y herramientas digitales.

También la compañía tiene temporalmente pausada el desarrollo de la joint ventura con Indra que se formalizó a finales de 2019 y que, por causa del Covid, se ha despriorizado de los desarrollos tecnológicos de la compañía. Esta JV se basa en una plataforma Saas Cloud API que integre las tecnologías avanzadas de inteligencia del dato que Indra maneja y aplica en otras industrias, y utilizarlas en los procesos de adquisición de talento.

Situación actual de la compañía

Tras unos años convulsos y de reorientación estratégica, el impacto del Covid hizo que la compañía tuviera que acometer un profundo plan de ahorros de costes para superar la situación.

En la actualidad, gracias a las macrotendencias que se han expuesto anteriormente, la compañía está remontando el vuelo y los resultados del primer semestre de 2021 son muy positivos.

CATENON. ADVANCED RESULTS 2Q'21

EURm	2Q'20	2Q'21	Δ% y/y	1S'20	1S'21	Δ% y/y
Contracted sales	1.54	2.96	91.5%	3.14	5.35	70.2%
Net sales	1.20	2.14	78.9%	2.81	4.19	49.2%
Cost of sales	-0.03	-0.10	214.2%	-0.04	-0.21	356.3%
Gross Result	1.17	2.04	75.4%	2.76	3.98	44.2%
Gross Margin	97.45%	95.51%	-1.9pp	98.40%	95.10%	-3.3pp
Personnel Expenses	-1.14	-1.28	11.6%	-2.57	-2.50	-2.7%
Knowledge management expenses	-0.03	-0.03	-10.7%	-0.07	-0.05	-25.7%
Marketing expenses	-0.03	-0.06	77.4%	-0.07	-0.11	54.0%
IT Expenses	-0.06	-0.06	-9.7%	-0.14	-0.11	-20.5%
General Expenses	-0.15	-0.20	28.6%	-0.43	-0.40	-5.9%
Opex	-1.43	-1.62	13.5%	-3.27	-3.17	-3.2%
Operating Margin	-19.26%	24.36%	43.6pp	-16.61%	24.31%	40.9pp
Work carried out by the Group for its assets	0.06	0.05	-26.0%	0.14	0.11	-22.5%
EBITDA	-0.20	0.47	-340.7%	-0.37	0.92	-349.0%
EBITDA M.	-16.43%	22.10%	38.5pp	-13.20%	22.02%	35.2pp

Source: Catenon & GVC Gaesco Valores

La situación derivada del COVID-19 está poniendo en valor el modelo de negocio de Catenon por su deslocalización, trabajo remoto, digitalización de procesos y la capacidad de respuesta en tiempo real.

Por líneas de negocio, la línea de búsqueda de candidatos mantiene un crecimiento medio del +34% en todas las oficinas y continúa el proceso de incorporación de Revenue Managers, con un objetivo de incorporar hasta 20 profesionales al año.

El programa de partners está tomando velocidad durante este ejercicio y el crecimiento es del +190% con respecto al primer semestre de 2020, aunque aún con cifras muy bajas (estimamos una facturación ligeramente superior a EUR0.5M para el total de 2021).

Por último, el programa de Talent Hackers también acelera su crecimiento hasta el +280% con respecto a 2020, duplicando en el primer semestre de 2021 la cifra de negocios registrada en 2020. Estimamos unos ingresos de c.EUR1M en FY21.

En cuanto a situación financiera, la compañía contaba a cierre de 2020 con una deuda neta de EUR2M (1.0x DN/EBITDA 21e). Esta situación ha mejorado en el primer semestre de 2021 gracias a la generación de caja de los negocios.

El objetivo de la compañía es continuar creciendo su negocio principal con la contratación e más Revenue Managers y el incremento de la cifra de negocio generado por cada uno de ellos y la apertura de nuevas oficinas con su programa de partners para extender su negocio orgánicamente.

Revisión de estimaciones

Teniendo en cuenta la evolución de los últimos meses y las perspectivas de mercado que se han visto con anterioridad, las estimaciones se han basado en el número de Revenue Managers y el ingreso anual generado por cada uno, el número de partners que la compañía consiga abrir y su ingreso medio anual y el número de procesos de Talent Hackers que se consigan cerrar.

Ingresos

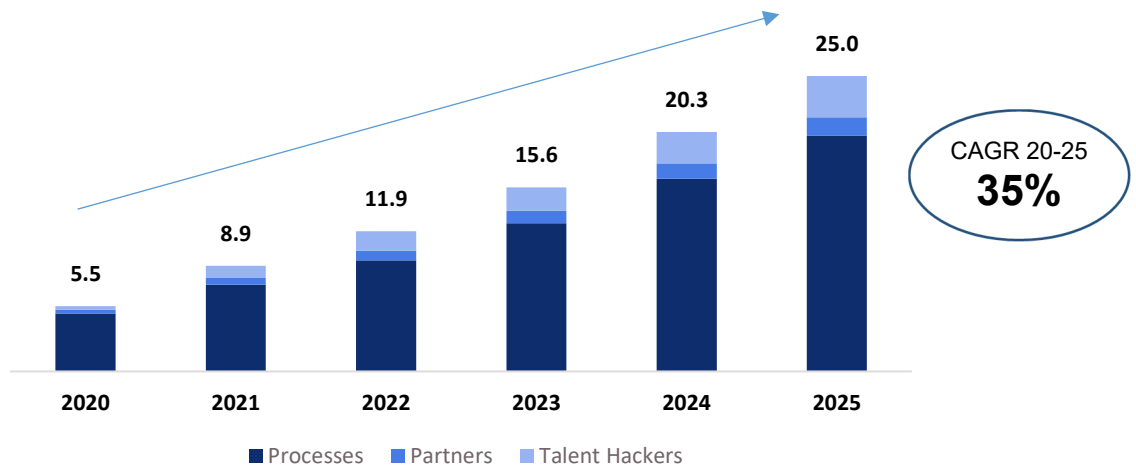
Estimamos un crecimiento medio de 10 Revenue Managers por año (a pleno rendimiento, es decir, no adquisiciones netas, sino profesionales generando una media de EUR300k al año, que es la media actual). Como se ha comentado anteriormente, el riesgo estriba en encontrar perfiles capaces de generar esos ingresos sin incrementar mucho los costes. Los escenarios que maneja la compañía de crecimiento son significativamente más agresivos, pero en nuestra opinión, preferimos ser conservadores en este ámbito para asegurar el cumplimiento de las estimaciones.

El ingreso medio se mantiene relativamente estable en torno a EUR300k por año por Revenue Manager.

En cuanto al programa de partners, estimamos un crecimiento medio de 5-6 nuevas oficinas por año con una facturación anual en línea con la que se está registrando en la actualidad. La compañía tiene planes de desarrollo de las oficinas existentes para incrementar su actividad, pero al ser planes aún sin ponerse en marcha y sin track récord, preferimos ser conservadores.

Por último, estimamos que el programa Talent Hackers se puede ver muy beneficiado por el auge de la demanda de perfiles tecnológicos. La compañía tiene planes de extender el modelo en España y, una vez se pruebe como modelo de éxito, exportarlo a otras geografías. En todo caso esto no sucedería hasta, al menos, 2023. Estimamos un crecimiento anual de "hackers" de 2-3 al año con una facturación unitaria decreciente al elevar el número de procesos.

Total revenues by category (M€)



EBITDA

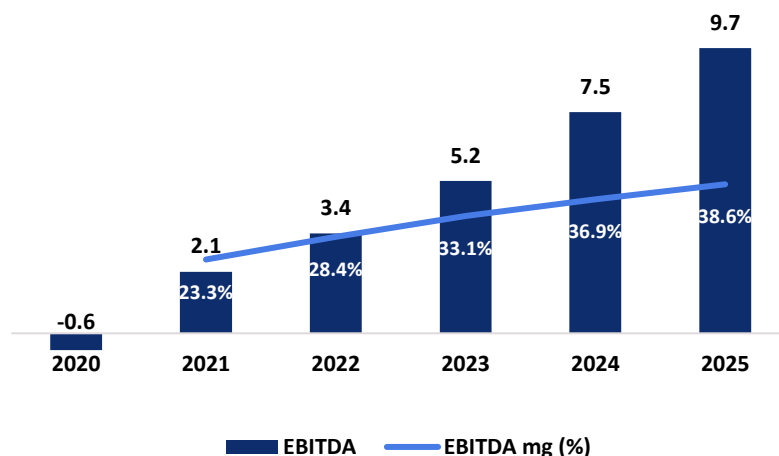
A nivel costes la compañía ha creado una estructura de costes en la que el gasto no vinculado a ingreso está reducido al máximo. Incluso los salarios de los revenue managers tienen un alto componente variable.

El gasto de personal supone el 80% del total de costes indirectos y va ligado a la contratación de revenue managers y los costes de Talent Hackers.

La estructura de costes permite un apalancamiento operativo dado que los costes incrementales siempre generarán ingresos incrementales mayores en una proporción mayor de 2:1 y en algunos casos 3:1.

Estimamos un EBITDA para 2021e de c.EUR2M, con un margen del 22.6%. A futuro estimamos un crecimiento del margen hasta alcanzar c.39% y un CAGR del 47% en el período 2021-2025.

EBITDA (M€) & EBITDA mg (%)



FCF

La compañía tiene una estructura de costes controlada y un apalancamiento operativo que le permite generar caja de manera solvente. Para 2021e el FCF generado será aproximadamente del 50% del EBITDA, ya que la compañía mantiene un servicio de la deuda reducido (de unos EUR100k al año aproximadamente). Estimamos que la compañía puede generar más del 20% de FCF/Ingresos en el runrate gracias al fuerte apalancamiento operativo.

El capex de la compañía irá incrementándose en línea con el crecimiento del negocio, pero reduciendo su peso sobre ingresos. Pensamos que la compañía tendrá que invertir en plataformas y en sistemas para absorber el aumento del negocio, pero sin superar EUR1M en el runrate.

CATENON. CF BREAKDOWN (EURm)

	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
EBITDA	-0.573	2.081	3.375	5.158	7.484	9.655
Expenses capitalized	0.251	0.322	0.384	0.454	0.532	0.591
EBITDA cash	-0.825	1.759	2.991	4.704	6.952	9.064
Financial expenses	-0.638	-0.113	-0.111	-0.110	-0.109	-0.108
Taxes	-0.133	-0.336	-0.665	-1.116	-1.680	-2.228
Cash Flow in Operations (before NWC)	-1.596	1.311	2.215	3.478	5.163	6.727
Change in NWC	0.768	-0.081	0.003	0.017	0.035	0.057
Cash Flow Operations	-0.828	1.230	2.218	3.495	5.197	6.784
Capex	-0.251	-0.357	-0.427	-0.505	-0.591	-0.657
/ Sales	4.5%	4.0%	3.6%	3.2%	2.9%	2.6%
FCF	-1.050	0.901	1.819	3.019	4.634	6.156
/ Sales	-19%	10%	15%	19%	23%	25%

Source: Catenon & GVC Gaesco Valores Estimates

Deuda

La compañía tiene a cierre de 2020 EUR2M de deuda neta con EUR1.1M de deudas a corto plazo, EUR1.2M a largo plazo y EUR0.2M de liquidez disponible.

Los plazos de vencimientos de las deudas son los siguientes (en euros):

Vencimientos	Importe
Hasta 1 año	1,099,661
Entre 1 y 2 años	539,813
Entre 2 y 3 años	353,134
Entre 3 y 4 años	201,021
Entre 4 y 5 años	75,381

Dentro de los vencimientos a corto plazo, la compañía mantiene c.EUR0.4M en líneas de crédito que son renovadas año tras año, por lo que los vencimientos a pagar en 2021 estarían en torno a EUR0.7M. Por tanto, observamos que la compañía, con el cash Flow estimado para el año cubriría dichos vencimientos de deuda del año. A cierre de 2020 la compañía tenía más de EUR1M de líneas de crédito sin disponer, por lo que no suponemos problemas de liquidez. En el resto de los ejercicios el FCF generado cubre de manera solvente los repagos de deuda anuales.

El tipo medio de la deuda que la compañía mantiene se sitúa en torno al 2%.

DCF

En base a las estimaciones anteriores alcanzamos una valoración de EUR2.08 por acción, con un potencial de más del 100% sobre precios actuales. La WACC utilizada es del 13.6% y la g=1.5%. El EV/EBITDA terminal de la valoración es de 5.8x y el peso del valor terminal en la valoración es del 69.3%.

CÁTENON. DCF VALUATION CONSIDERING ONLY ORGANIC GROWTH

CASH FLOW (EURm)	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	VR
Sales	8.066	7.302	5.535	8.934	11.867	15.572	20.284	25.026	25.401
EBITDA cash	1.335	0.235	-0.825	1.759	2.991	4.704	6.952	9.064	9.271
Adj. EBITDA M.	16.6%	3.2%	-14.9%	19.7%	25.2%	30.2%	34.3%	36.2%	36.5%
DDA	-0.803	-0.625	-0.512	-0.536	-0.498	-0.458	-0.507	-0.469	-0.508
EBIT	0.531	-0.390	-1.337	1.223	2.493	4.246	6.445	8.595	8.763
Effective tax rate	24.2%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
NOPLAT	0.403	-0.292	-1.003	0.917	1.869	3.185	4.834	6.446	6.572
Depreciation&other provisions	0.803	0.625	0.512	0.536	0.498	0.458	0.507	0.469	0.508
Gross Operating Cash Flow	1.206	0.332	-0.490	1.453	2.368	3.642	5.341	6.915	7.080
Capex	-0.228	-0.428	-0.251	-0.357	-0.427	-0.505	-0.591	-0.657	-0.635
Capex/sales	2.8%	5.9%	4.5%	4.0%	3.6%	3.2%	2.9%	2.6%	2.5%
Change in Net Working Capital	0.160	0.411	0.768	-0.081	0.003	0.017	0.035	0.057	0.000
Cash Flow to be discounted	1.138	0.316	0.026	1.015	1.943	3.155	4.784	6.315	6.445
DCF VALUATION (EUR m)									
WACC				13.6%	13.6%	13.6%	13.6%	13.6%	13.6%
Discount Rate factor				1.00	0.88	0.77	0.68	0.60	0.53
Discounted Cash Flow				1.015	1.711	2.444	3.262	3.790	
Cumulated DCF				1.015	2.725	5.170	8.432	12.222	
WACC & DCF ANALYSIS									
Free Risk Rate (10y Govn. Bonds)	3.5%		Cumulated DCF	12.222		- Net Financial Debt (20)		2.1	
Company Risk Factor or Beta	2.9		Perpetual Growth Rate (g)	1.5%		- Minorities (estimated value)		0.1	
Mkt Risk Premium	5.0%		Normalised Annual CF	6.445		+ Associates		0.0	
Cost of Equity (Ke or COE)	18.0%		Terminal Value at Nominal Year	54.012		- Pension underfunding		0.0	
Cost of Debt (gross)	4.5%		Disc. Rate of Terminal Value	0.53		- Off-balance sheet commitm.		0.0	
Debt Tax Rate	25.0%		Discounted Terminal Value	28.534					
Cost of Debt net (kd or COD)	3.4%		Financial assets	0.42		Equity Market Value (EUR m)		39.0	
Target Gearing (D/E) or % Kd	30%		Enterprise Value (EURm)	41.2		Number of shares (m)		18.7	
% Ke	70%					Fair Value per share (EUR)		2.08	
Normative Tax Rate	25%					Price (EUR)		1.005	
WACC	13.6%					Potential upside (downside)		107%	

Source: GVC Gaesco Valores Estimates

Los múltiplos implícitos de la valoración son los siguientes:

	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
EV/Sales	4.6x	3.5x	2.6x	2.0x	1.6x
EV/EBITDA	23.4x	13.8x	8.8x	5.9x	4.5x
P/E	38.7x	19.6x	11.7x	7.7x	5.8x

El análisis de sensibilidad de la valoración arroja los siguientes resultados:

DCF VALUATION SENSITIVITY. WACC vs. g

W.A.C.C.	Perpetuity growth rate				
	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%
11.6%	2.37	2.47	2.59	2.71	2.85
12.6%	2.14	2.22	2.31	2.41	2.52
13.6%	1.94	2.01	2.08	2.16	2.25
14.6%	1.77	1.83	1.89	1.96	2.03
15.6%	1.63	1.68	1.73	1.78	1.85

Source: GVC Gaesco Valores Estimates

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

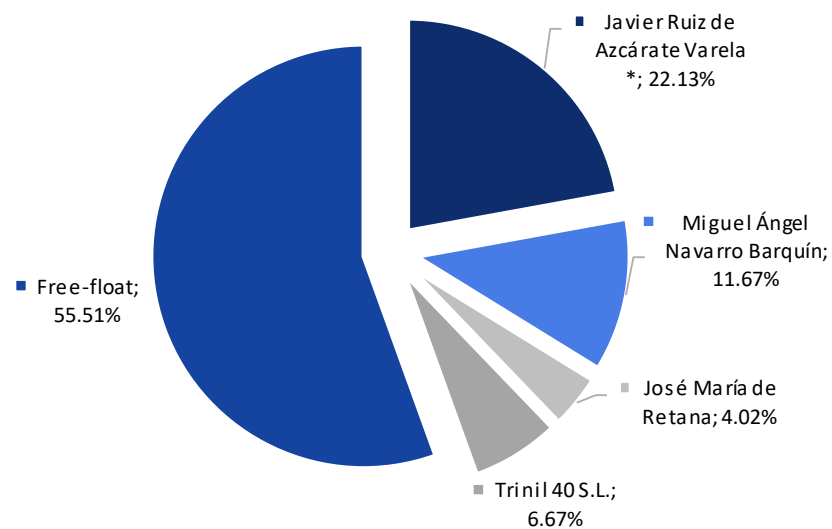
WACC	Residual Adj. EBITDA M.				
	35.5%	36.0%	36.5%	37.0%	37.5%
11.6%	2.53	2.56	2.59	2.62	2.64
12.6%	2.26	2.29	2.31	2.34	2.36
13.6%	2.04	2.06	2.08	2.11	2.13
14.6%	1.85	1.87	1.89	1.91	1.93
15.6%	1.69	1.71	1.73	1.75	1.76

Source: GVC Gaesco Valores Estimates

Estructura de capital

La compañía mantiene una fuerte presencia del equipo directivo en el accionariado. El Presidente de la compañía Javier Ruiz de Azcárate, mantiene de manera directa e indirecta un 22.13% del capital, mientras que el Consejero Delegado, Miguel Ángel Navarro posee un 11.67%. Además, uno de los Consejeros, José María de Retana, posee el 4.02% del capital.

Consideramos que esta fuerte presencia del equipo directivo en el capital es positiva en una empresa de este tamaño ya que mantiene el “*skin in the game*” necesario para alinear los intereses de los accionistas y de los directivos.



Source: Cátenon & GVC Gaesco Valores

ESG Focus

Además de sus objetivos operativos y financieros, la compañía continúa desarrollando proyectos que desde el Talento puedan ayudar a cambiar la sociedad, economía, salud, medioambiente, integración de profesionales y mejora de uno de los principales objetivos de la Sostenibilidad que es Empleabilidad.

En este sentido, el Grupo, a través de su participación en numerosas organizaciones y colectivos sectoriales, trabaja en concienciar sobre las nuevas formas de trabajar, el futuro del trabajo, transformación de mercado laboral, apoyo a talento joven y talento senior o diversidad en las organizaciones en los diferentes mercados donde actúa.

La compañía ha conseguido combinar estas actuaciones de corte social con su negocio, generando nuevas iniciativas gracias a las inversiones en sostenibilidad como por ejemplo proyectos de inserción laboral para personas con discapacidad junto a la fundación DKV, de apoyo al talento senior con la Fundación Endesa o, más concretamente, el proyecto de Upskill desarrollado con Telefónica.

En materia de medioambiente, Catenon es la primera compañía de servicios de búsqueda de profesionales a nivel internacional que se certifica en 0% Huella de Carbono.

Esto ha supuesto un activo muy positivo para la compañía ya que muchos de sus clientes, principalmente multinacionales, han valorado muy positivamente esta distinción porque les ayuda a cumplir sus criterios propios de cero emisiones a través de proveedores.



A continuación presentamos una tabla de la evolución de la compañía en algunos aspectos concretos en materia de ESG:

ESG Scorecard

CATENON	NO	WIP	OK	Comments/Descriptions
ESG projects/activities/certifications				Certificado 0 emisiones, proyecto Upskills Telefónica
Materiality Matrix (GRI or Others)				n/d
Sustainability Report (CSR)				No hay obligación
Sustainability Plan / Defined ESG Goals				Objetivo 0 emisiones conseguido
ESG Ratings				n/d

ESG Positioning

CATENON	Below	In line	Above	Comments/Descriptions
Environment				
GHG emission cut (CO ₂ reduction)				Certificado 0 emisiones
Water consumption				n/d
Electricity & Power consumption				n/d
Plastic reduction				n/d
Social				
Social engagement				Objetivo clave de la compañía "pleasant working environment"
Accident index				n/d
Gender Equality ₁				16% Women in Director Position
Training / Employees satisfaction				
Governance				
BoD composition ₂				60% of independent directors
Top management ESG Involvement ₃				

Notes

1) Women % Executive/BoD positions

2) % Independents Directors on Total BoD

3) % Variable Remuneration linked to ESG (or qualitative comments)

ESG targets vs ODS

La ONU ha fijado 17 Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS – SDG en inglés) para instar a las compañías y gobiernos a actuar sobre ellos.

Dado el tamaño de la compañía, no tiene fijados objetivos concretos en relación con estos términos. Como se ha comentado anteriormente, la compañía ha hecho hincapié en aspectos como ser una compañía cero emisiones y en la vertiente social de su actividad.

SUSTAINABLE DEVELOPMENT GOALS



Dado el tamaño de la compañía y dado que no hemos detectado ninguna controversia significativa en el análisis realizado, consideramos que el impacto de los aspectos ESG en la valoración de la compañía es Neutral, por lo que no varía nuestro análisis financiero.

Conclusión

Consideramos que la compañía ha reestructurado su organización de manera notable en el último año y ha disipado la mayoría de los riesgos que veíamos en el momento de suspender la cobertura.

Además de los elementos macro que se han enunciado en el informe que han empujado la actividad de la compañía, a nivel interno se ha producido una reestructuración a nivel organizativo, de contrataciones y de organización del trabajo que consideramos que puede tener un impacto muy positivo en la generación de negocio.

La compañía está consiguiendo aumentar el número de Revenue Managers de manera sostenida, capturando talento del mercado.

A nivel estimaciones pensamos que tanto a nivel mercado como a nivel compañía son alcanzables y realizables. El apalancamiento operativo que consigue la compañía al aumentar su número de Revenue Managers es notable y hay focos de crecimiento como el programa de partners o Talent Hackers que, con un riesgo e inversión inicial reducidos, pueden traer ingresos significativos.

La compañía cuenta con una situación financiera saneada, una generación de caja que cubre sus salidas de caja ordinarias y varias pólizas de crédito que le permiten obtener liquidez en un momento determinado. La deuda neta se sitúa en niveles razonables y los costes financieros se mantienen bajo control.

Por último, la compañía tiene varios proyectos de negocios en ciernes que pueden aportar ingresos adicionales en el futuro, que no se han considerado en nuestras estimaciones y que se pueden considerar un *upside* para el futuro. Dichas iniciativas como los acuerdos de *upskilling* con Telefónica o la Joint Venture con Indra forman parte del pipeline de proyectos de la compañía con posibilidades de crecimiento.

En resumen, pensamos que la situación de incertidumbre que la compañía atravesó hace año y medio está solventada y el futuro cercano se presenta ilusionante y con posibilidades de crecimiento.

Catenon: Summary tables

	12/2018	12/2019	12/2020	12/2021e	12/2022e	12/2023e
PROFIT & LOSS (EURm)						
Sales	8.1	7.3	5.5	8.9	11.9	15.6
Cost of Sales & Operating Costs	-6.6	-6.7	-6.1	-6.9	-8.5	-10.4
Non Recurrent Expenses/Income	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	1.5	0.6	-0.6	2.1	3.4	5.2
EBITDA (adj.)*	1.5	0.6	-0.6	2.1	3.4	5.2
Depreciation	-0.0	-0.1	-0.0	-0.1	-0.1	-0.1
EBITA	1.5	0.6	-0.6	2.0	3.3	5.0
EBITA (adj)*	1.5	0.6	-0.6	2.0	3.3	5.0
Amortisations and Write Downs	-0.8	-0.6	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5
EBIT	0.7	-0.1	-1.1	1.5	2.8	4.6
EBIT (adj.)*	0.7	-0.1	-1.1	1.5	2.8	4.6
Net Financial Interest	-0.1	-0.2	-0.6	-0.1	-0.1	-0.1
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)	0.6	-0.3	-1.8	1.3	2.7	4.5
Tax	-0.1	-0.0	-0.1	-0.3	-0.7	-1.1
Tax rate	24.2%	n.m.	n.m.	25.0%	25.0%	25.0%
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)	0.5	-0.3	-1.9	1.0	2.0	3.3
Net Profit (adj.)	0.5	-0.3	-1.9	1.0	2.0	3.3
CASH FLOW (EURm)						
Cash Flow from Operations before change in NWC	1.1	0.0	-1.6	1.3	2.2	3.5
Change in Net Working Capital	0.2	0.4	0.8	-0.1	0.0	0.0
Cash Flow from Operations	1.3	0.4	-0.8	1.2	2.2	3.5
Capex	-0.2	-0.4	-0.3	-0.4	-0.4	-0.5
Net Financial Investments	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Free Cash Flow	1.1	-0.0	-1.1	0.9	1.8	3.0
Dividends	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other (incl. Capital Increase & share buy backs)	4.3	0.1	0.0	3.6	7.3	12.1
Change in Net Debt	5	0	-1	4	9	15
NOPLAT	0.5	-0.0	-0.9	1.1	2.1	3.5
BALANCE SHEET & OTHER ITEMS (EURm)						
Net Tangible Assets	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net Intangible Assets (incl. Goodwill)	1.6	1.4	1.1	1.2	1.5	1.8
Net Financial Assets & Other	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Total Fixed Assets	2.6	2.4	2.1	2.3	2.5	2.8
Inventories	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Trade receivables	2.7	2.6	2.0	2.8	3.0	3.3
Other current assets	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
Cash (-)	-0.4	-0.2	-0.2	-0.9	-2.6	-5.5
Total Current Assets	3.3	3.1	2.4	3.9	5.8	9.1
Total Assets	5.9	5.5	4.6	6.2	8.3	11.9
Shareholders Equity	2.7	2.5	1.2	2.1	4.0	7.3
Minority	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2
Total Equity	2.6	2.5	1.1	2.0	3.9	7.1
Long term interest bearing debt	0.7	0.2	1.2	1.2	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	0.7	0.3	1.2	1.2	1.2	1.2
Short term interest bearing debt	1.9	1.7	1.1	1.1	1.1	1.1
Trade payables	0.7	1.0	1.2	1.9	2.1	2.5
Other current liabilities	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
Total Current Liabilities	2.6	2.8	2.3	3.0	3.3	3.6
Total Liabilities and Shareholders' Equity	5.9	5.5	4.6	6.2	8.3	11.9
Net Capital Employed	4.9	4.2	3.1	3.3	3.6	3.8
Net Working Capital	2.0	1.6	0.8	0.9	0.9	0.9
GROWTH & MARGINS						
Sales growth	-42.7%	-9.5%	-24.2%	61.4%	32.8%	31.2%
EBITDA (adj.)* growth	-79.8%	-58.6%	n.m.	n.m.	62.2%	52.8%
EBITA (adj.)* growth	-80.1%	-61.4%	n.m.	n.m.	64.1%	53.9%
EBIT (adj.)* growth	34.0%	n.m.	n.m.	n.m.	90.3%	65.1%

Catenon: Summary tables

GROWTH & MARGINS	12/2018	12/2019	12/2020	12/2021e	12/2022e	12/2023e
Net Profit growth	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	98.0%	67.9%
EPS adj. growth	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	98.0%	67.9%
DPS adj. growth						
EBITDA (adj)* margin	18.8%	8.6%	n.m.	23.3%	28.4%	33.1%
EBITA (adj)* margin	18.3%	7.8%	-10.9%	22.3%	27.5%	32.3%
EBIT (adj)* margin	8.4%	n.m.	n.m.	16.3%	23.3%	29.4%
RATIOS	12/2018	12/2019	12/2020	12/2021e	12/2022e	12/2023e
Net Debt/Equity	0.8	0.7	2.0	0.7	-0.1	-0.5
Net Debt/EBITDA	1.5	2.8	-3.6	0.7	-0.1	-0.6
Interest cover (EBITDA/Fin.interest)	22.6	3.1	n.m.	18.5	30.3	46.8
Capex/D&A	27.1%	62.9%	46.2%	57.1%	70.6%	86.4%
Capex/Sales	2.8%	5.9%	4.5%	4.0%	3.6%	3.2%
NWC/Sales	24.8%	21.7%	14.8%	10.1%	7.6%	5.7%
ROE (average)	18.9%	-10.4%	-101.8%	61.7%	65.4%	59.3%
ROCE (adj.)	14.5%	-1.4%	-44.4%	52.4%	90.2%	133.2%
WACC	13.6%	13.6%	13.6%	13.6%	13.6%	13.6%
ROCE (adj.)/WACC	1.1	-0.1	-3.3	3.8	6.6	9.8
PER SHARE DATA (EUR)***	12/2018	12/2019	12/2020	12/2021e	12/2022e	12/2023e
Average diluted number of shares	18.7	18.7	18.7	18.7	18.7	18.7
EPS (reported)	0.02	-0.01	-0.10	0.05	0.11	0.18
EPS (adj.)	0.02	-0.01	-0.10	0.05	0.11	0.18
BVPS	0.15	0.14	0.06	0.11	0.21	0.39
DPS	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
VALUATION	12/2018	12/2019	12/2020	12/2021e	12/2022e	12/2023e
EV/Sales	1.4	0.8	1.1	2.1	1.5	0.9
EV/EBITDA	7.6	9.8	n.m.	9.2	5.2	2.8
EV/EBITDA (adj.)*	7.6	9.8	n.m.	9.2	5.2	2.8
EV/EBITA	7.8	10.8	-10.4	9.6	5.4	2.9
EV/EBITA (adj.)*	7.8	10.8	-10.4	9.6	5.4	2.9
EV/EBIT	17.0	n.m.	n.m.	13.2	6.3	3.2
EV/EBIT (adj.)*	17.0	n.m.	n.m.	13.2	6.3	3.2
P/E (adj.)	22.4	n.m.	n.m.	18.7	9.4	5.6
P/BV	3.8	2.2	4.5	9.0	4.7	2.6
Total Yield Ratio	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EV/CE	3.2	2.1	3.2	9.0	7.4	5.5
OpFCF yield	10.2%	-0.0%	-20.6%	4.6%	9.5%	15.9%
OpFCF/EV	9.1%	-0.0%	-17.2%	4.6%	10.2%	20.6%
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)	12/2018	12/2019	12/2020	12/2021e	12/2022e	12/2023e
Price** (EUR)	0.55	0.29	0.28	1.01	1.01	1.01
Outstanding number of shares for main stock	18.7	18.7	18.7	18.7	18.7	18.7
Total Market Cap	10.3	5.5	5.2	18.8	18.8	18.8
Gross Financial Debt (+)	2.6	2.0	2.3	2.3	2.2	2.2
Cash & Marketable Securities (-)	-0.4	-0.2	-0.2	-0.9	-2.6	-5.5
Net Financial Debt	2.2	1.7	2.1	1.4	-0.3	-3.3
Lease Liabilities (+)						
Net Debt	2.2	1.7	2.1	1.4	-0.3	-3.3
Other EV components	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0
Enterprise Value (EV adj.)	11.5	6.2	6.3	19.2	17.5	14.5

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: Industrial Goods & Services/Business Training & Employment Agencies

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

Automobiles & Parts	Mem(*)	Kaufman & Broad	IAC	Banca Generali	BAK	Bollore	CIC
Brembo	BAK	Kering	CIC	Banca Ifis	BAK	Bureau Veritas	CIC
Faurecia	CIC	L'Oreal	CIC	Banca Mediolanum	BAK	Caf	GVC
Ferrari	BAK	Lvmh	CIC	Banca Sistema	BAK	Catenon	GVC
Gestamp	GVC	Maisons Du Monde	CIC	Bff Bank	BAK	Cellnex Telecom	GVC
Indelb	BAK	Moncler	BAK	Dea Capital	BAK	Cembre	BAK
Michelin	CIC	Monnalisa	BAK	Finecobank	BAK	Clasquin	IAC
Pirelli & C.	BAK	Ovs	BAK	Mediobanca	BAK	Cnh Industrial	BAK
Plastic Omnium	CIC	Piaggio	BAK	Poste Italiane	BAK	Corticeira Amorim	CBI
Sogefi	BAK	Richemont	CIC	Rothschild & Co	CIC	Ctt	CBI
Stellantis	BAK	Safilo	BAK	Food & Beverage	Mem(*)	Danieli	BAK
Valeo	CIC	Salvatore Ferragamo	BAK	Advini	CIC	Datalogic	BAK
Banks	Mem(*)	Smcp	CIC	Bonduelle	CIC	Enav	BAK
Banca Mps	BAK	Swatch Group	CIC	Campari	BAK	Exel Industries	CIC
Banco Sabadell	GVC	Technogym	BAK	Danone	CIC	Fiera Milano	BAK
Banco Santander	GVC	Tod'S	BAK	Diageo	CIC	Fincantieri	BAK
Bankinter	GVC	Trigano	CIC	Ebro Foods	GVC	Getlink	CIC
Bbva	GVC	Ubisoft	CIC	Enervit	BAK	Global Dominion	GVC
Bnp Paribas	CIC	Energy	Mem(*)	Fleury Michon	CIC	Haulotte Group	CIC
Bper	BAK	Cgg	CIC	Italian Wine Brands	BAK	Interpump	BAK
Caixabank	GVC	Ecoslops	CIC	Lanson-Bcc	CIC	Inwit	BAK
Credem	BAK	Eni	BAK	Laurent Perrier	CIC	Leonardo	BAK
Credit Agricole Sa	CIC	Galp Energia	CBI	Ldc	CIC	Logista	GVC
Intesa Sanpaolo	BAK	Gas Plus	BAK	Nestle	CIC	Manitou	CIC
Liberbank	GVC	Gtt	CIC	Orsero	BAK	Nicolas Correa	GVC
Natixis	CIC	Maurel Et Prom	CIC	Pernod Ricard	CIC	Openjobmetis	BAK
Societe Generale	CIC	Plc	BAK	Remy Cointreau	CIC	Osai	BAK
Unicredit	BAK	Repsol	GVC	Tipiak	CIC	Prima Industrie	BAK
Basic Resources	Mem(*)	Rubis	CIC	Vilmorin	CIC	Prosegur	GVC
Acerinox	GVC	Saipem	BAK	Viscofan	GVC	Prosegur Cash	GVC
Altri	CBI	Siemens Gamesa Re	GVC	Vranken	CIC	Prysmian	BAK
Arcelormittal	GVC	Technip Energies	CIC	Healthcare	Mem(*)	Rai Way	BAK
Ence	GVC	Technipfmc Plc	CIC	Abionyx Pharma	CIC	Rexel	CIC
Imerys	CIC	Tecnicas Reunidas	GVC	Amplifon	BAK	Saes	BAK
Semapa	CBI	Tenaris	BAK	Atrys Health	GVC	Salcef	BAK
The Navigator Company	CBI	Totalenergys	CIC	Crossject	CIC	Talgo	GVC
Tubacex	GVC	Vallourec	CIC	Diasorin	BAK	Teleperformance	CIC
Chemicals	Mem(*)	Fin. Serv. Holdings	Mem(*)	El.En.	BAK	Verallia	CIC
Air Liquide	CIC	Cir	BAK	FermentaIq	CIC	Vidrala	GVC
Arkema	CIC	Corp. Financiera Alba	GVC	Fine Foods	BAK	Zardoya Otis	GVC
Plasticos Compuestos	GVC	Digital Magics	BAK	Genfit	CIC	Insurance	Mem(*)
Consumer Products & Services	Mem(*)	Eurazeo	CIC	Gpi	BAK	Axa	CIC
Abeo	CIC	Gbl	CIC	Guerbet	CIC	Catalana Occidente	GVC
Basicnet	BAK	Peugeot Invest	CIC	Korian	CIC	Cattolica Assicurazioni	BAK
Beneteau	CIC	Rallye	CIC	Oncodesign	CIC	Generali	BAK
Brunello Cucinelli	BAK	Tip Tamburi Investment Partners	BAK	Orpea	CIC	Mapfre	GVC
Capelli	CIC	Wendel	CIC	Prim Sa	GVC	Net Insurance	BAK
De Longhi	BAK	Fin. Serv. Industrials	Mem(*)	Recordati	BAK	Unipolsai	BAK
Europcar	CIC	Abitare In	BAK	Shedir Pharma	BAK	Materials, Construction	Mem(*)
Fila	BAK	Dovalue	BAK	Theraclion	CIC	Acs	GVC
Geox	BAK	Nexi	BAK	Vetoquinol	CIC	Aena	GVC
Givaudan	CIC	Tinexta	BAK	Virbac	CIC	Atlantia	BAK
Groupe Seb	CIC	Financial Services Banks	Mem(*)	Industrial Goods & Services	Mem(*)	Buzzi Unicem	BAK
Hermes Intl.	CIC	Amundi	CIC	Applus	GVC	Cementir	BAK
Hexaom	CIC	Anima	BAK	Avio	BAK	Cementos Molins	GVC
Interparfums	CIC	Azimut	BAK	Biesse	BAK	Clerhp Estructuras	GVC

Eiffage	CIC	Inditex	GVC	Utilities	Mem(*)
Fcc	GVC	Unieuro	BAK	A2A	BAK
Ferrovial	GVC	Technology	Mem(*)	Acciona	GVC
Groupe Adp	CIC	Agile Content	GVC	Acea	BAK
Groupe Poujoulat	CIC	Akka Technologies	CIC	Albioma	CIC
Groupe Sfpí S.A.	CIC	Almawave	BAK	Alerion Clean Power	BAK
Herige	CIC	Alten	CIC	Audax	GVC
Holcim	CIC	Amadeus	GVC	Derichebourg	CIC
Maire Tecnimont	BAK	Atos	CIC	Edp	CBI
Mota Engil	CBI	Axway Software	CIC	Edp Renováveis	CBI
Obrascon Huarte Lain	GVC	Cappgemini	CIC	Enagas	GVC
Sacyr	GVC	Cast	CIC	Encavis Ag	CIC
Saint Gobain	CIC	Esi Group	CIC	Endesa	GVC
Sergeferrari Group	CIC	Exprivia	BAK	Enel	BAK
Sonae Industria	CBI	Gigas Hosting	GVC	Erg	BAK
Spie	CIC	Indra Sistemas	GVC	Falck Renewables	BAK
Tarkett	CIC	Lleida.Net	GVC	Greenalia	GVC
Thermador Groupe	CIC	Memscap	IAC	Hera	BAK
Vicat	CIC	Neurones	CIC	Holaluz	GVC
Vinci	CIC	Reply	BAK	Iberdrola	GVC
Webuild	BAK	Sii	CIC	Iren	BAK
Media	Mem(*)	Sopra Steria Group	CIC	Italgas	BAK
Arnoldo Mondadori Editore	BAK	Stmicroelectronics	BAK	Naturgy	GVC
Atresmedia	GVC	Tier 1 Technology	GVC	Red Electrica Corporacion	GVC
Cairo Communication	BAK	Visiativ	CIC	Ren	CBI
Digital Bros	BAK	Vogo	CIC	Snam	BAK
GI Events	CIC	Telecommunications	Mem(*)	Solaria	GVC
Il Sole 24 Ore	BAK	Bouygues	CIC	Terna	BAK
Ipsos	CIC	Ekinops	CIC	Voitalia	CIC
Jcdecaux	CIC	Euskaltel	GVC		
Lagardere	CIC	Ezentis	GVC		
M6	CIC	Iliad	CIC		
Mediaset	BAK	Nos	CBI		
Mediaset Espana	GVC	Orange	CIC		
Nrj Group	CIC	Retelit	BAK		
Publicis	CIC	Telecom Italia	BAK		
Rcs Mediagroup	BAK	Telefonica	GVC		
Tf1	CIC	Tiscali	BAK		
Vivendi	CIC	Unidata	BAK		
Personal Care, Drug, Grocery Stores	Mem(*)	Vodafone	BAK		
Carrefour	CIC	Travel & Leisure	Mem(*)		
Casino	CIC	Accor	CIC		
Jeronimo Martins	CBI	Autogrill	BAK		
Marr	BAK	Compagnie Des Alpes	CIC		
Sonae	CBI	Edreams Odigeo	GVC		
Unilever	CIC	Elior	CIC		
Winfam	CIC	Fdj	CIC		
Real Estate	Mem(*)	Groupe Partouche	IAC		
Almagro Capital	GVC	I Grandi Viaggi	BAK		
Igd	BAK	Ibersol	CBI		
Lar España	GVC	Int. Airlines Group	GVC		
Merlin Properties	GVC	Melia Hotels International	GVC		
Realia	GVC	Nh Hotel Group	GVC		
Retail	Mem(*)	Pierre Et Vacances	CIC		
Burberry	CIC	Sodexo	CIC		
Fnac Darty	CIC				

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

as at 14 July 2021

List of ESN Analysts (**)

Artur Amaro	CBI	+351 213 89 6822	artur.amaro@caixabi.pt
Andrea Bonfà	BAK	+39 02 4344 4269	andrea.bonfa@bancaakros.it
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@gvgaesco.es
Gian Marco Gadini	BAK	+39 02 4344 4236	gianmarco.gadini@bancaakros.it
Gabriele Gambarova	BAK	+39 02 43 444 289	gabriele.gambarova@bancaakros.it
Alexandre Gérard	CIC	+33 1 53 48 80 93	alexandre.gerard@cic.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.lefevremoulenq@cic.fr
João Miguel Lourenço	CBI	+35 121 389 6841	joao.lourenco@caixabi.pt
Marisa Mazo, Ph.D., CFA	GVC	+34 91 436 7817	marisa.mazo@gvgaesco.es
Fanny Meindre, PhD	CIC	+33 1 53 48 80 84	fanny.meindre@cic.fr
Jaime Pallares Garcia	GVC	+34 91 436 7818	jaime.pallares@gvgaesco.es
Victor Peiro Pérez	GVC	+34 91 436 7812	victor.peiro@gvgaesco.es
Juan Peña	GVC	+34 91 436 78 16	juan.pena@gvgaesco.es
Alexandre Plaud	CIC	+33 1 53 48 80 90	alexandre.plaud@cic.fr
Francis Prêtre	CIC	+33 4 78 92 02 30	francis.pretre@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@gvgaesco.es
Beatriz Rodríguez Fernandez	GVC	+34 914 367 871	beatriz.rodriguez@gvgaesco.es
Jean-Luc Romain	CIC	+33 1 53 48 80 66	jeanluc.romain@cic.fr
Virginie Royère	CIC	+33 1 53 48 76 52	virginie.royere@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.gvcgaesco.es. GVC Gaesco Valores S.V., S.A., is a company regulated by the CNMV and is registered under number 182 in the Official Register of Securities Companies and Agencies of the CNMV.

All the information contained in this report has been compiled and prepared in good faith by GVC Gaesco Valores S.V., S.A. from sources we believe to be reliable (including public accounts and audits). The opinions expressed in this report are those of our research department at the time of publication and may be changed at any time without notice and without communication. There is no scheduled frequency for updating the recommendations. The recommendation contained in this document has not been communicated in advance to the issuer. This document does not constitute an invitation to buy or sell securities. GVC Gaesco Valores S.V., S.A. accepts no responsibility for the use of this report. GVC Gaesco Valores S.V., S.A. has no proprietary investment positions in the securities mentioned in this report. There may be a business relationship between GVC Gaesco Valores S.V., S.A., and the issuer on which this report is issued, and if so, this is detailed in the following section. This and other documents are only one source of information, among others, which is not intended in itself to constitute an investment decision tool. In no way can this or any other analysis 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 been distributed in a generic form. Any use of this document implies an understanding and explicit acceptance of these warnings.

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: Catenon SA; Clever Global SA; Facephi Biometría SA.; Griñó Ecologic 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 Energia y Celulosa; Plásticos Compuestos SA; Clerhp Infraestructuras, S.A., Holaluz Clidom SA; ASPY Global Services, S.A. Pangaea Oncology, S.A.; Investment Media Optimisation SA, Inmobiliaria del Sur S.A.
- has participated and/or participates as **lead or co-lead manager** in corporate operations with the following companies: Lleidanetworks Serveis Telematics SA; ADL Bionatur Solutions; Plásticos Compuestos SA; Holaluz Clidom SA; ASPY Global Services, S.A; The Nimo's Holding; Parlem Telecom Companyia de Telecomunicaciones SA; Almagro Capital Socimi 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 Energia 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; Audax Renovables; Gigas Hosting; Catenon; Greenalia; Quabit Inmobiliaria; TIER1 Technology; ADL Bionatur Solutions; Codere SA. Dichos servicios incluyen informes que han podido ser vistos previamente por las empresas citadas.

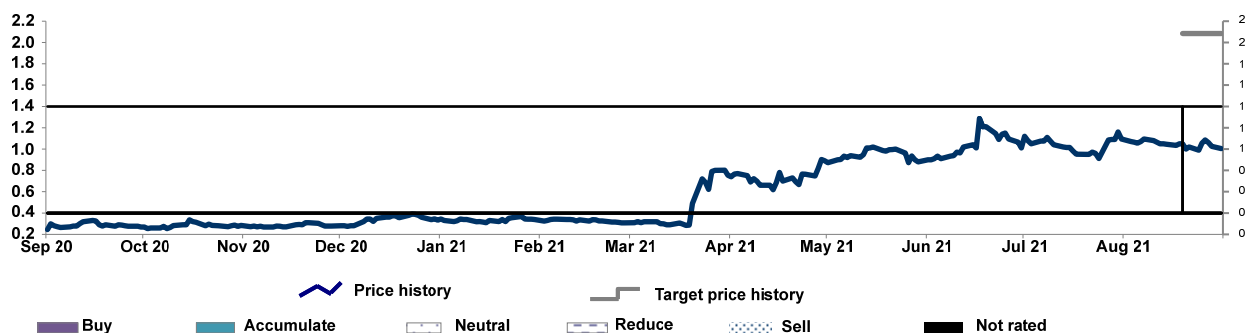
Recommendation history for CATENON

Date	Recommendation	Target price	Price at change date
15-Sep-21	Buy	2.08	1.05
29-May-20	Rating Suspended		0.29
06-Mar-19	Buy	1.00	0.47

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 24/10/2019)



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.



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

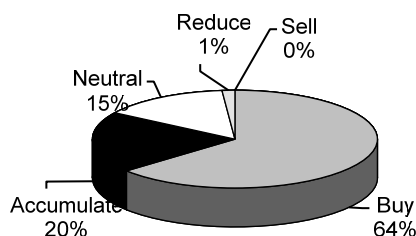
Furthermore, in specific cases and for a limited period of time, the analysts are allowed to rate the stocks as **Rating Suspended (RS)** or **Not Rated (NR)**, as explained below.

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: **28th of September 2021 11:45 CET**

First date and time of dissemination: **28th of September 2021 11:50 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 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) 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-marketsolutions.eu regulated by the AMF - Autorité des marchés financiers

www.gvcaesco.es regulated by the 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



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



GVC Gaesco Valores, S.V., S.A.
C/- Fortuny, 17
28010 Madrid
Spain
Phone: +34 91 436 7813

