

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

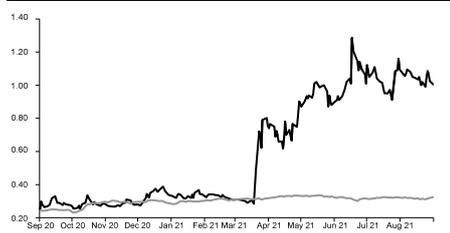
Price high/low 12 months 1.29 / 0.24

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 |

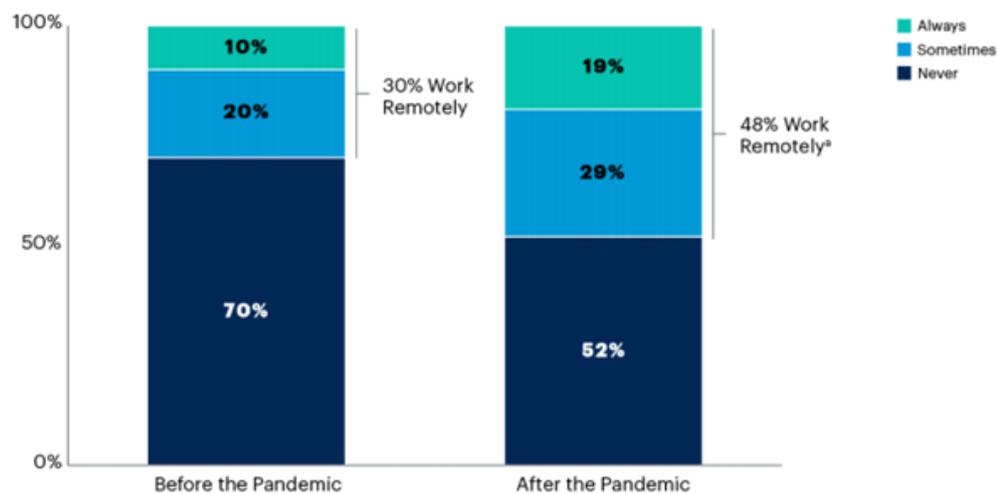
La transformación de la industria post-covid

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)

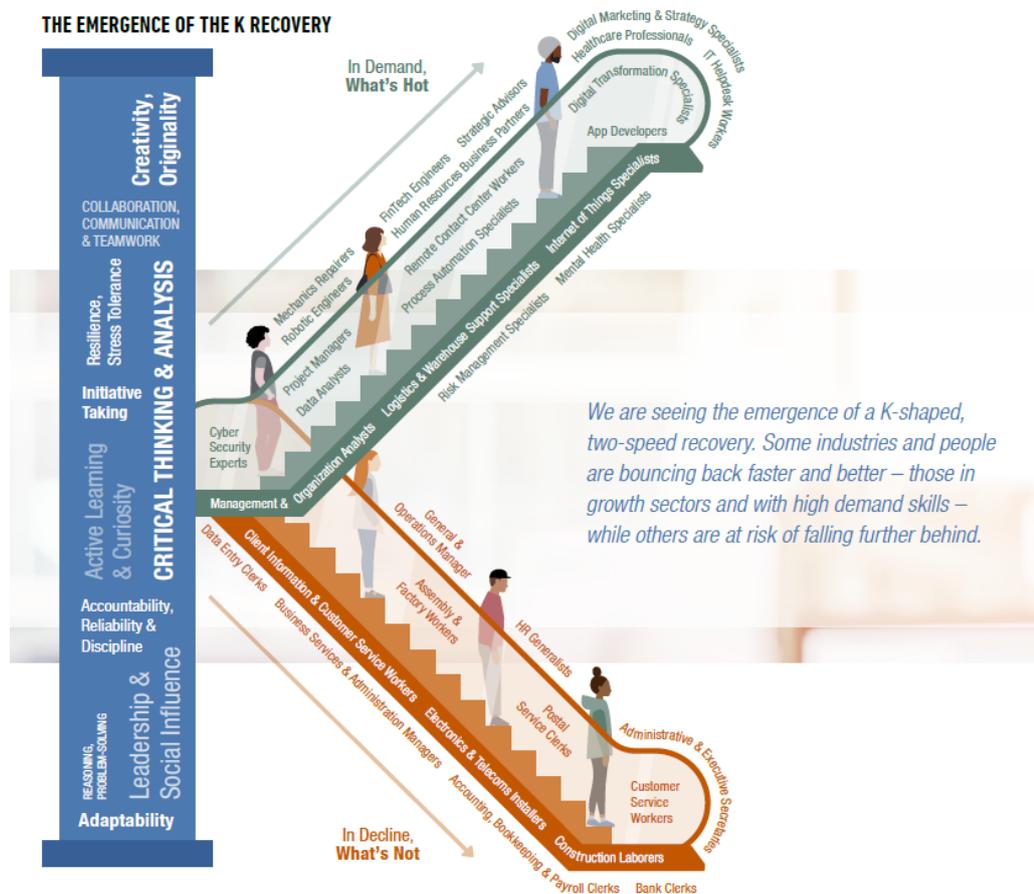
Una de las consecuencias negativas de la crisis derivada del Covid-19 ha sido el fuerte aumento de los expedientes de regulación de empleo en muchas industrias: banca, turismo, restauración... han sido varios de los sectores más castigados. Para paliar esta pérdida masiva de empleo, muchos trabajadores 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 incrementando 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

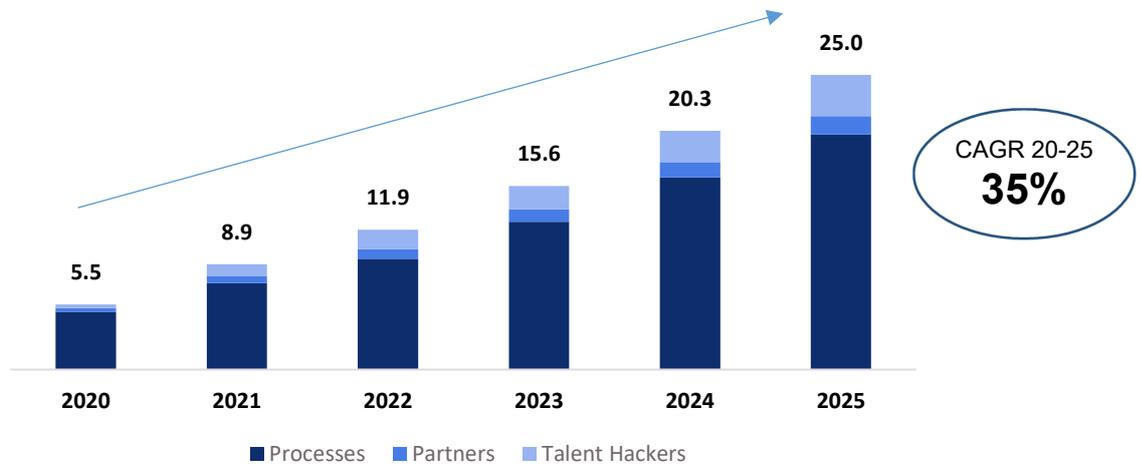
Estimamos un crecimiento medio de 10 Revenue Managers por año (a pleno rendimiento, es decir, no adquisiciones netas, sino profesionales generando una media de EUR300k al año, que es la media actual). Como se ha comentado anteriormente, el riesgo estriba en encontrar perfiles capaces de generar esos 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

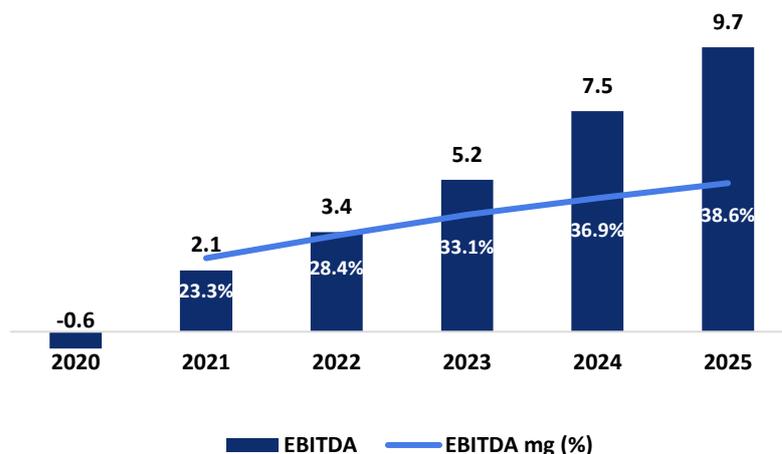
A nivel costes la compañía ha creado una estructura de costes en la que el gasto no vinculado a ingreso está reducido al máximo. Incluso los salarios de los revenue managers tienen un alto componente variable.

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.

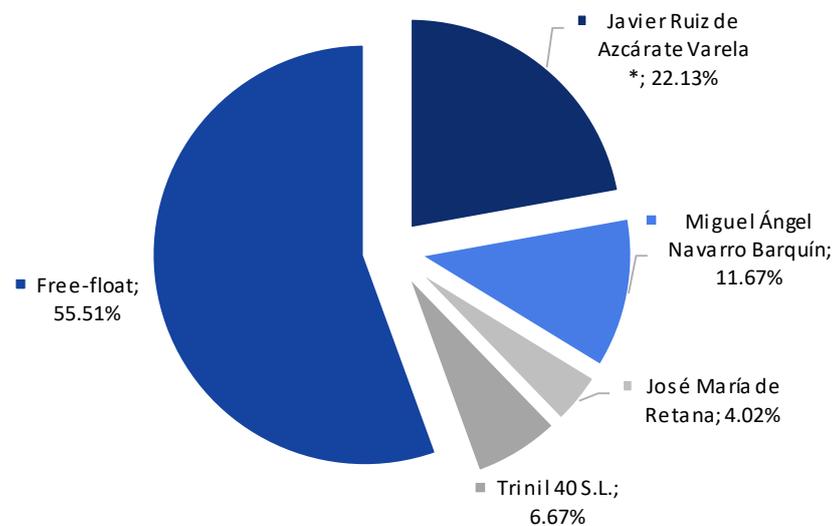
| WACC | Residual Adj. EBITDA M. | | | | |
|--------------|-------------------------|-------|-------------|-------|-------|
| | 35.5% | 36.0% | 36.5% | 37.0% | 37.5% |
| 11.6% | 2.53 | 2.56 | 2.59 | 2.62 | 2.64 |
| 12.6% | 2.26 | 2.29 | 2.31 | 2.34 | 2.36 |
| 13.6% | 2.04 | 2.06 | 2.08 | 2.11 | 2.13 |
| 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)**.

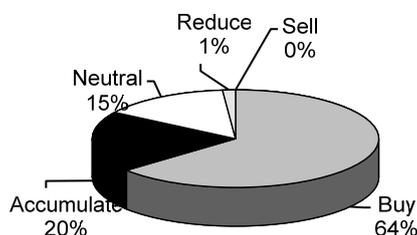
Furthermore, in specific cases and for a limited period of time, the analysts are allowed to rate the stocks as **Rating Suspended (RS)** or **Not Rated (NR)**, as explained below.

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 CNMV - Comisión Nacional del Mercado de Valores

Members of ESN (European Securities Network LLP)



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



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

