

**RENTA VARIABLE - ESPAÑA**

Sector: Food Products

Precio de Cierre: EUR 3,26 (24 feb 2023)

Fecha del informe: 27 feb 2023 (17:20)

**Resultados 6m 2022**

Análisis Independiente de Compañías

**Resultados 6m 2022**

 Opinión <sup>(1)</sup>: Por debajo de lo esperado

 Impacto <sup>(1)</sup>: Bajamos estimaciones

Luis Esteban Arribas – luis.esteban@lighthouse-ieaf.com

+34 915 904 226

**Borges Agricultural & Industrial Nuts, S.A. (BAIN)** es un Grupo internacional de pequeño tamaño con sede en España (Tarragona), especializado en la producción agrícola, procesamiento y comercialización B2B de frutos secos. Con presencia internacional (53% s/Ingresos 2021). Es referente europeo en el segmento de almendras (cuota del c.7%). Su accionista de referencia es Borges International Group (89,1% del capital).

## 1S22: la debilidad de precios implica ("a la fuerza") debilidad en P/L

Toda referencia a los resultados (6M 2022) será al período comprendido entre el 1 de junio y el 30 de noviembre del año correspondiente.

**CRECIMIENTO MODERADO EN INGRESOS 1S22 (EUR 74,3MN; +3,9% VS 1S21) POR EL AUMENTO DEL VOLUMEN DE TN COMERCIALIZADAS...** BAIN cierra el 1S22 con unos ingresos por encima del 1S21 (+3,9%); por un crecimiento en volumen del +6,7%, excluyendo subproductos y una bajada del -2,8% en precios. Por producto: i) las ventas de nueces caen un -36% (por la normalización del precio respecto al 1S21) y ii) las ventas de almendras mejoran un +18% (efecto precio: +16% -12m; menor volumen de Tn recogido en España por heladas durante la cosecha de 2022).

**... AUNQUE EL INCREMENTO DE COSTES IMPIDE TRASLADARLO AL EBITDA 1S22 (EUR 1,9MN VS EUR 5MN 1S21).** La disminución en el margen bruto hasta niveles de 22,9% (-4,4p.p. vs 1S21) se produce por la caída en el precio de la nuez (-30% -12m) que ha afectado especialmente al negocio agrícola (de mayor margen) y presiona el EBITDA (EUR 1,9Mn vs EUR 5,7Mn el 1S21). Impactado, a su vez, por un aumento en otros gastos de explotación (+16,3%) consecuencia del incremento de costes derivado de la inflación, especialmente en suministros y transporte.

**UN ELEVADO NIVEL DE ENDEUDAMIENTO (DN/FFPP 1S22 0,8X).** La DN 1S22 se sitúa en EUR 46,6Mn (vs EUR 26,4Mn 2021) por las necesidades de circulante propias del negocio de BAIN en el primer semestre y la inversión en CAPEX (EUR 4,8Mn en el 1S22 vs EUR 2,3Mn 1S21) por la compra de 52 hectáreas aún no activadas y el mantenimiento de las que ya se encuentran bajo gestión (2.498 Ha).

**EL ENTORNO ACTUAL DE PRECIOS NOS LLEVA A BAJAR NUESTRAS ESTIMACIONES.** Ante unos resultados por debajo de los esperados, hoy nuestro escenario central apunta a niveles de Ingresos 2022e de EUR 141,8Mn (c.-20% vs 2019; en línea con 2021) y un EBITDA 2022e de EUR -0,4Mn (vs EUR 4,0Mn 2021). La normalización del circulante debería devolver la DN 2022e a niveles de EUR 35,1Mn.

**UNOS RESULTADOS 1S22 QUE NO REFLEJAN EL POTENCIAL DE BAIN A L/P.** El "equity story" de BAIN se basa en: 1) c. 300 hectáreas pendientes de entrar en producción (vs 1.299 Ha ya en producción), 2) recuperación de precios (clave; los precios de los frutos secos están en mínimos: -27% vs máximos en almendra en 2015), 3) capacidad de mejora en el margen potenciando la eficiencia mediante la integración vertical del negocio y 4) DN asumible (aunque habrá que esperar más allá 2024e para la generación de FCF positivo). BAIN cotiza hoy a un EV/Vtas 0,9x.

**Market Data**

Market Cap (Mn EUR y USD)	75,4	79,5
EV (Mn EUR y USD) <sup>(2)</sup>	128,9	135,9
Número de Acciones (Mn)	23,1	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	4,16 / 2,81 / 2,52	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación <sup>(3)</sup>	0,5	
Factset / Bloomberg	BAIN-ES / BAIN SM	
Cierre año fiscal	31-may	

**Estructura Accionarial (%)**

Borges International Group	89,1
Miembros del Consejo	0,2
Free Float	10,6

**Datos Financieros**

Básicos (EUR Mn)	2021	2022e	2023e	2024e
Nº Acc. ajustado (Mn)	23,1	23,1	23,1	23,1
Total Ingresos	136,1	141,8	151,3	161,1
EBITDA Rec.	4,0	-0,4	1,8	3,6
% Var.	354,1	-110,7	528,7	95,9
% EBITDA Rec./Ing.	2,9	n.a.	1,2	2,2
% Var EBITDA sector <sup>(4)</sup>	8,7	17,6	8,7	7,6
Beneficio neto	0,0	-3,9	-2,5	-1,0
BPA (EUR)	0,00	-0,17	-0,11	-0,04
% Var.	-99,6	n.a.	36,1	59,7
BPA ord. (EUR)	0,02	-0,19	-0,11	-0,04
% Var.	109,6	n.a.	42,5	59,7
Free Cash Flow Rec. <sup>(5)</sup>	6,2	-8,7	-4,7	-2,9
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	26,4	35,1	39,8	42,7
DN / EBITDA Rec.(x)	6,6	n.a.	21,7	11,9
ROE (%)	0,0	n.a.	n.a.	n.a.
ROCE (%) <sup>(5)</sup>	0,7	n.a.	n.a.	0,4

**Ratios y Múltiplos (x)<sup>(6)</sup>**

PER	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	110
PER Ordinario	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	100
P/BV	1,2	1,3	1,4	1,4	90
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	80
EV/Ventas	0,95	0,91	0,85	0,80	70
EV/EBITDA Rec.	32,2	n.a.	n.a.	35,9	60
EV/EBIT	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	50
FCF Yield (%) <sup>(5)</sup>	8,2	n.a.	n.a.	n.a.	40

**Comportamiento relativo (base 100)**


Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	4,5	19,9	26,4	19,0	7,2	-44,3
vs Ibex 35	1,8	9,3	12,6	6,4	10,5	-40,5
vs Ibex Small Cap Index	2,1	6,0	17,9	0,6	-14,7	-54,4
vs Eurostoxx 50	3,8	13,6	15,8	8,0	-6,4	-54,1
vs Índice del sector <sup>(4)</sup>	4,0	20,7	29,5	15,0	6,1	-54,4

(1) La opinión sobre los resultados es sobre el EBITDA publicado respecto a nuestra estimación para el ejercicio (12m). El impacto refleja si, a raíz de los resultados, prevemos una revisión significativa (>5 - 10%, dependiendo del sector) de nuestra estimación de EBITDA (en cualquiera de los años estimados).

(2) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

(3) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.

(4) Sector: Stoxx Europe 600 Food & Beverage.

(5) Ver Anexo 2 para Tasa fiscal teórica (ROCE) y cálculo del FCF recurrente.

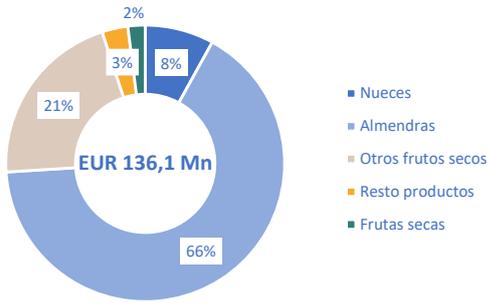
(6) Múltiplos y ratios calculados con cotización a fecha de este informe.

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

Informe emitido por IEAF Servicios de Análisis, S.L.U. Lighthouse es un proyecto de IEAF Servicios de Análisis, S.L.U.

Este informe se ha realizado en base a información pública. El informe incluye un análisis financiero de la compañía cubierta. El informe no propone ninguna recomendación personalizada de inversión. Los inversores tan solo deben considerar el contenido de este informe como un elemento más en su proceso de decisión en materia de inversión. En las dos últimas páginas de este informe se incluye información legal muy importante sobre su contenido.

**BAIN es un negocio centrado en la comercialización de frutos secos (esencialmente, almendra: 66% s/total)**



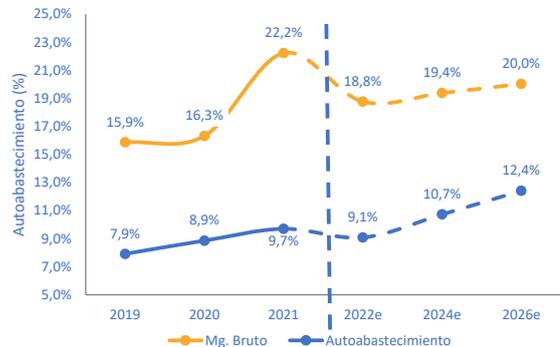
**El fuerte incremento en la oferta (2015-2021) ha presionado el precio de la almendra a la baja (precio hoy: -27% vs 2015)**



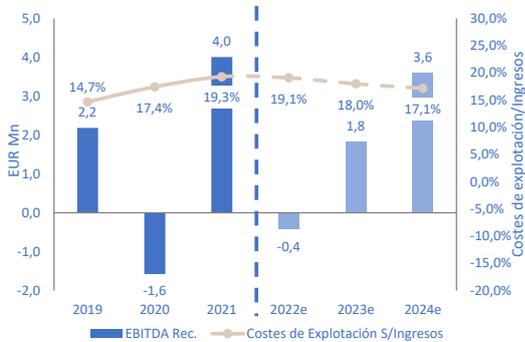
**Esperamos que la recuperación del volumen (Tn comer.: TACC +4,9% 21-24e) haga posible un crecimiento en ingresos (5,8% TACC 21-24e)**



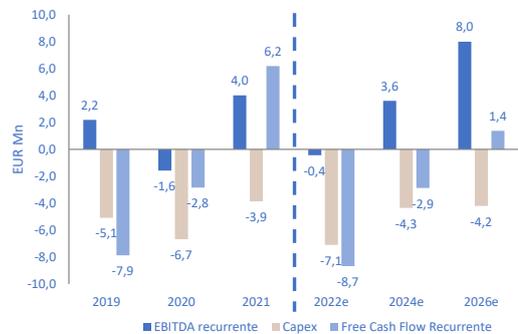
**Un mayor autoabastecimiento (c.12,5% en 26e), permitirá una mejora en el margen bruto del negocio (c. 20% en 26e)**



**Lo que, junto al elevado componente de costes fijos, llevará a la superación del break-even en EBITDA ya en el 2023e**



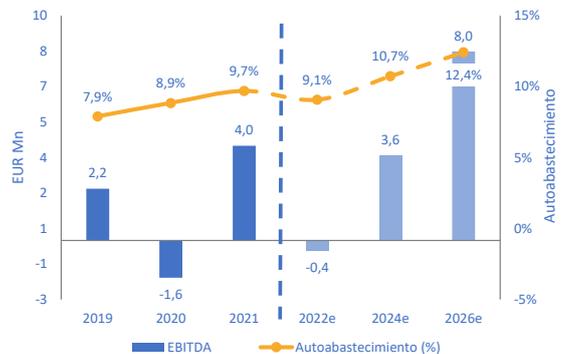
**El crecimiento en EBITDA será el principal catalizador de la vuelta al FCF positivo, aunque no antes del 2026e**

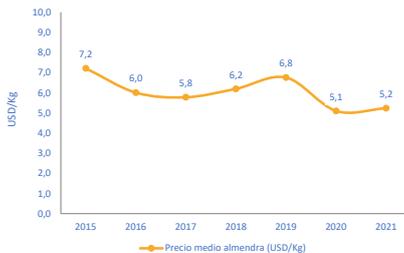


**El consumo de caja del período 2022e-2024e elevará la DN 2024e hasta EUR 42,7Mn (c. 0,8x DN/FFPP 2024e)**



**El incremento en el autoabastecimiento hasta el 12,5% implicará un despegue en EBITDA > EUR 8Mn, pero no antes de 2026**



**Resultados 6m 2022**  
**Bajamos estimaciones**
**Rdos. 1S22: Recuperación progresiva en ingresos (+3,9%), pero márgenes sensiblemente inferiores a 2021**
**Gráfico 1. Evolución en el precio de la almendra 2015-2021**


Fuente: International Nut Council (INC)

BAIN ha presentado unos resultados por debajo de lo esperado. Los ingresos 1S22 ascienden a EUR 74,3Mn (vs EUR 71,5Mn el 1S21) por un crecimiento en volumen del +6,7%, excluyendo subproductos y una disminución del -2,8% en precios. Por producto: i) las ventas de nueces caen un -36% vs 1S21 (precio -30% -12m, tras el repunte en precio puntual que tuvieron en el 1S21 por una mala cosecha de California, principal productor de nueces a nivel global c. 80% del total que disparó el precio >30% durante el 1S21;) y ii) los ingresos por la venta de almendras mejoran un 18%, explicado esencialmente por el aumento del precio (+16%) debido a la menor recogida de la cosecha en España durante el 2022 por las heladas y sequías sufridas durante el año (se recogieron 75Tn frente a una capacidad productiva de 150 Tn).

**Tabla 1. Resultados 1S22**

EUR Mn	6m22 Real	6m21	6m22 Real vs 6m21
<b>Total Ingresos</b>	<b>74,3</b>	<b>71,5</b>	<b>3,9%</b>
Nueces	5,9	9,3	-36,1%
Almendras	49,8	42,2	18,0%
Otros frutos secos	13,4	14,3	-6,5%
Otros productos	5,2	5,7	-9,1%
<b>EBITDA (Recurrente)<sup>1</sup></b>	<b>1,9</b>	<b>5,7</b>	<b>-66,7%</b>
<i>EBITDA Rec. / Ingresos</i>	<i>2,6%</i>	<i>8,0%</i>	<i>-5,4 p.p.</i>
<b>EBITDA<sup>1</sup></b>	<b>2,0</b>	<b>5,9</b>	<b>-66,6%</b>
<i>EBITDA / Ingresos</i>	<i>2,6%</i>	<i>8,2%</i>	<i>-5,6 p.p.</i>
<b>BAI</b>	<b>-0,7</b>	<b>4,3</b>	<b>-116,7%</b>
<b>BN</b>	<b>-0,3</b>	<b>3,4</b>	<b>-109,9%</b>
Has. Gestionadas	2.498	2.307	8,3%
Volumen <sup>2</sup>	16.045	15.041	6,7%
Tns. producidas	2.688	2.715	-1,0%
Deuda Neta <sup>3</sup>	46,6	36,2	28,7%
Deuda Neta / FFPP <sup>3</sup>	0,8 x	0,6 x	0,2 x

Nota 1: EBITDA y EBITDA recurrente ajustado excluyen activaciones (EUR 0,3Mn en 1S22 y EUR 0,6Mn en 1S21).

Nota 2: Excluye subproductos.

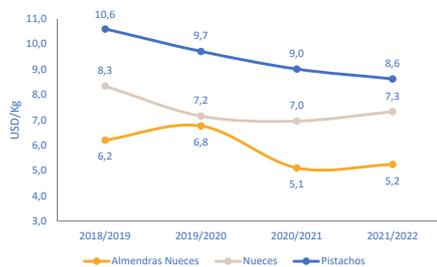
Nota 3: Deuda Neta ajustada para excluir: (i) el impacto de la NIIF 16 (EUR 7,6Mn y EUR 7,7Mn en 1S22 y 1S21, respectivamente) y (ii) Inversiones inmobiliarias mantenidas para la venta (EUR 2,7Mn en 1S22 y 1S21).

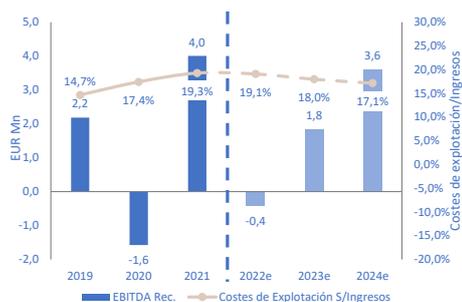
La disminución en el margen bruto hasta niveles de 22,9% en el 1S22 (-4p.p. vs 1S21) es consecuencia de la normalización en los precios de las nueces (-30% -12m) que ha afectado, en especial, al negocio agrícola (de mayor margen) y de un número de toneladas producidas inferior al ser un año "off" de pistachos (-1% vs 1S21, aunque parcialmente compensado por la entrada de 209 nuevas hectáreas de almendros en producción). Todo ello, sumado al aumento en los otros gastos de explotación (+16% vs 1S21) afectados por el incremento de costes derivado de la inflación, especialmente en suministros y transporte, han llevado a BAIN a registrar un Mg. EBITDA 1S22 de 2,6% (-5,6 p.p. vs 1S21) y unos niveles de EBITDA 1S22 de EUR 2Mn (vs EUR 5,9Mn 1S21 y EUR 3,3Mn en 2019).

En el 1S22, los gastos financieros ascienden a EUR 0,9Mn (+198% vs 1S21) recogiendo el efecto divisa (33% del gasto financiero total) y el comienzo de la subida de tipos (c.70% de la Deuda Bruta a cierre de 2021 era a tipo variable) dejando un BN cercano a break-even (EUR -0,3Mn) por la activación de BINS (EUR 0,4Mn).

El repunte de la Deuda Neta 1S22 (EUR 46,6Mn vs EUR 26,4Mn a cierre 2021) se explica por las necesidades de circulante propias del negocio de BAIN en el primer semestre y por un CAPEX (EUR 4,8Mn el 1S22 vs EUR 2,3Mn 1S21) por la compra de 52 hectáreas. Estimamos una generación de FCF negativo para el conjunto del año de EUR 2022e de c. 9Mn.

**Gráfico 2. Ingresos vs Tn Comercializadas (2019-2024e)**

**Gráfico 3. Evolución del precio 2018-2021 de almendras, nueces y pistachos**

**Gráfico 4. Autoabastecimiento vs Mg. Bruto (2019-2024e)**

**Gráfico 5. EBITDA VS Coste de explotación (2019-2024e)**


## La evolución de los precios de los frutos secos nos lleva a revisar nuestras estimaciones a la baja

Pese a que en 2022, las almendras han sufrido un ligero repunte en sus precios por una peor recogida de la cosecha por las condiciones meteorológicas, a nivel global la capacidad productiva de frutos secos sigue aumentando año a año, por lo que los precios se mantienen a la baja desde 2014. Tras unos resultados 1S22 por debajo de lo esperado y ante este nuevo escenario en el que los precios de los frutos secos se encuentran en mínimos históricos (-27% en el precio de las almendras desde máximos de 2015, pese a la recuperación parcial de este año, 67% del mix de ingresos de BAIN y -30% en el precio de las nueces desde máximos de 2014, 8% del mix de ingresos) ajustamos nuestras estimaciones 2022e-2024e:

- Hoy los Ingresos 2022e apuntan a niveles de EUR 141,8Mn por la situación actual de precios...** De acuerdo con el International Nut Council (INC), en los últimos 3 años los precios de los principales productos que comercializa BAIN han evolucionado negativamente (-16% almendras, -12% nueces y -19% pistachos; c.75% de ingresos) que junto con un menor volumen de toneladas comercializadas del -25% (por la desinversión de California en 2020, que supuso la salida de 320Ha de nogales/1.500Tn de nueces) ha reducido la facturación de BAIN un -30% (-3y).

Nuestras estimaciones para los siguientes tres años recogen un crecimiento en volumen del +4,9% TACC 2021-2024e. Los catalizadores de este crecimiento serán: i) el esfuerzo comercial de BAIN para la captación de nuevos clientes, especialmente en el área internacional (50% de las ventas en el 1S22 vs 57% en el 2019), ii) el desarrollo de nuevos productos que permitan acceder a un mayor número de consumidores y iii) la apuesta por la proximidad y Km 0 de sus productos, tendencia creciente en el consumo de frutos secos.

Dada la situación actual de cosechas y la oferta mundial de producción de frutos secos, esperamos una evolución estable de los precios (+1% TACC 2021-2024e).

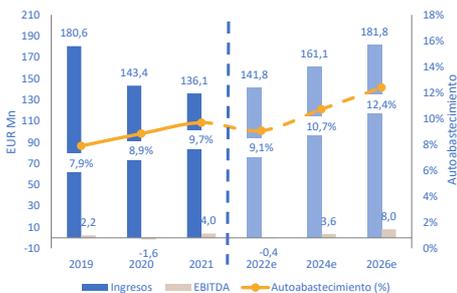
Todo ello, se traduce en unos ingresos 2024e de EUR 161,1Mn (+5,8% TACC 2021-2024e), aún por debajo de los niveles de 2019 (por la desinversión de California en 2020 y el efecto precio).

- ... que sumado a unos costes operativos elevados, mantendrán el EBITDA 2022e por debajo de break-even (EUR -0,4Mn).** El traspaso parcial del aumento de precios, y el mayor nivel de autoabastecimiento (9,1% estimado para 2022e vs 9,7% en 2021; por el año "off" de pistachos, vs 8% en 2019) evitarán la vuelta a niveles de Mg. Bruto de 16%-17% (histórico) en 2022e. Pese a que la normalización de precios de los frutos secos afecta negativamente al margen del negocio agrario (línea de negocio más rentable), estimamos una mejora progresiva hasta niveles de Mg. Bruto 19,4% en 2024e, esencialmente, por: i) entrada en producción de las hectáreas ya plantadas (1.299/1.617 hectáreas productivas a 1S22), ii) traspaso progresivo del aumento de precios y iii) mejora en la eficiencia del negocio industrial mediante el desarrollo de productos con mayor valor añadido.

Pese a la caída en facturación vista durante el período 2016-2021 (-45%) los gastos de personal se han mantenido estables (+2%) en el mismo período. Estimamos un crecimiento progresivo de otros costes de explotación hasta 2024e (+1,6% TACC), principalmente como consecuencia del entorno inflacionista. Todo lo anterior, nos invita a pensar en un sobredimensionamiento de costes operativos para el momento actual, que presionarán el EBITDA 2022e por debajo del break-even (EUR -0,4Mn).

- El peso de las amortizaciones y los gastos financieros impedirán la vuelta al BN positivo hasta más allá de 2024e.** Por debajo de la línea de EBITDA, los gastos en amortización (c. 4% s/Activos Netos), sumados a una menor activación de gastos (por el número de hectáreas pendientes de entrar en producción) y la subida de tipos de interés, con un impacto significativo por el alto componente variable de la deuda (70%) elevará los gastos financieros, impidiendo la superación de break-even en BN hasta más allá de 2024e.

**Gráfico 6. Evolución de la DN (2019-2024e)**

**Gráfico 7. Ingresos, EBITDA y Autoabastecimiento (2019-2026e)**


- **Un nivel de apalancamiento elevado (DN/FFPP 2022e 0,6x).** Tras el Covid-19 el ratio circulante/ventas disminuyó hasta niveles de c. 8,5% (vs 12,9% en 2019) principalmente por el aumento del período medio de pago (56 días en 2021 vs 50 en 2019). Mantenemos nuestra estimación de un CAPEX para 2023-2024e de EUR 4,5Mn por mantenimiento de las fincas bajo gestión (3% s/Ingreso al año).

Estimamos una normalización en el circulante durante el segundo semestre que lleve la Deuda Neta hasta niveles de EUR 35,1Mn para el final del ejercicio (DN/FFPP 22e 0,6x). Nuestro escenario central contempla un aumento de la DN 2024e hasta EUR 42,7Mn (DN/FFPP 2024e 0,8x). No estimamos un FCF positivo antes de 2024e.

**Tabla 2. Revisión de estimaciones (2022e-2024e)**

EUR Mn	2022e		Variación		2023e		Variación	
	(Nuevo)	2021	2022e-2021 (%)	(Nuevo)	2023e-2022e (%)	2024e	2024e-2023e (%)	
<b>Total Ingresos</b>	<b>141,8</b>	<b>136,1</b>	<b>4,2%</b>	<b>151,3</b>	<b>6,7%</b>	<b>161,1</b>	<b>6,4%</b>	
<b>EBITDA (Recurrente)</b>	<b>-0,4</b>	<b>4,0</b>	<b>-110,7%</b>	<b>1,8</b>	<b>528,7%</b>	<b>3,6</b>	<b>95,9%</b>	
<i>EBITDA Rec. / Ventas</i>	<i>n.a.</i>	<i>2,9%</i>	<i>n.a.</i>	<i>1,2%</i>	<i>n.a.</i>	<i>2,2%</i>	<i>1 p.p.</i>	
<b>EBIT</b>	<b>-3,2</b>	<b>0,9</b>	<b>-470,9%</b>	<b>-1,2</b>	<b>63,2%</b>	<b>0,0</b>	<b>100,0%</b>	
<b>Beneficio Neto</b>	<b>-3,9</b>	<b>0,0</b>	<b>n.a.</b>	<b>-2,5</b>	<b>36,1%</b>	<b>-1,0</b>	<b>59,7%</b>	
<b>Free Cash Flow (Rec.)</b>	<b>-8,7</b>	<b>6,2</b>	<b>-240,2%</b>	<b>-4,7</b>	<b>45,5%</b>	<b>-2,9</b>	<b>39,4%</b>	
<i>DN / FFPP</i>	<i>0,6 x</i>	<i>0,4 x</i>	<i>0,2 x</i>	<i>0,7 x</i>	<i>0,1 x</i>	<i>0,8 x</i>	<i>0,1 x</i>	

### ¿Qué podemos esperar de BAIN más allá de 2024?

Dadas las características del sector en el que opera BAIN (Alimentación, Consumo no cíclico) podemos levantar la vista y preguntarnos qué podríamos esperar en el más largo plazo (la visibilidad que ofrece un negocio estable como es el de la comercialización de frutos secos es elevada). Si mantenemos nuestras hipótesis de crecimiento (TACC 2021-2026e; +4,5% en volumen y +1,2% en precio) nos llevarían a unos Ingresos 2026e EUR 181,6Mn (en niveles pre-Covid) a lo que se sumaría una mejora en el margen bruto (hasta c.20%) hiperdependiente de: i) la obtención de un mayor nivel de autoabastecimiento (12,5% vs 9,1% en 2022e) por la entrada en producción del total de hectáreas plantadas y ii) de la mejora en el procesamiento de productos que generen un mayor margen en la línea de negocio industrial.

La capacidad de BAIN de apalancarse sobre sus costes de estructura (debido a su elevado componente fijo, ya visto en el pasado), le permitiría registrar unos niveles de EBITDA 2026e de EUR 8Mn y una generación de FCF positivo de EUR 1,5Mn (FCF Yield 26e 1%).

### En conclusión, unos resultados 1S22 condicionados por los precios en mínimos de los frutos secos. Que "ocultan" el potencial a l/p de BAIN

En conclusión, a nuestro juicio, los resultados 1S22 no reflejan la verdadera idea detrás de BAIN por 3 razones: 1) quedan c. 300 hectáreas por entrar en producción (1.299/1.617Ha ya en producción), 2) los precios de los frutos secos en mínimos (-27% en el precio de las almendras desde máximos de 2015, 67% del mix de ingresos de BAIN) y 3) existe margen de mejora en la eficiencia de procesos gracias a la integración vertical del negocio.

El equity story de BAIN es de largo plazo. Hoy la inversión ya está hecha (c. EUR 40Mn de CAPEX 2015-2020) con el proyecto PALM (+1.000 hectáreas plantadas de almendros) que le permitirá mejorar la eficiencia en sus procesos gracias a las factorías de procesados de almendras y el Proyecto Pistacho (proyecto para mejorar la eficiencia en la producción de pistachos de proveedores del grupo), por lo que, en condiciones de un mercado normalizado en precios, solo quedaría "recoger lo sembrado".

La "foto" hoy, es la de una empresa que busca integrar su cadena de valor para mejorar en eficiencia, manteniendo una apuesta sobre productos naturales (con especial énfasis en la sostenibilidad; producción cerca del cliente Km 0, certificados de respeto al medio ambiente).

BAIN, al igual que las empresas cuya actividad depende de una *commodity*, está sujeta a las fluctuaciones del precio de sus productos (factor exógeno) que a fecha de este informe se encuentra en mínimos. Un cambio de ciclo en la evolución de los precios de los frutos secos podría traducirse en un incremento de >20% en nuestras estimaciones actuales. BAIN cotiza hoy a un EV/Vtas 0,9x, todavía muy por debajo de su principal comparable (SHV EV/Vtas 4,4x). Aunque el contexto de precios actual arrastra una debilidad en P/L (ya vista en los resultados 1S 22) que seguirá pesando a c/p. Algo compatible con que el gran driver de BAIN siga siendo la normalización de precios de los frutos secos. Y su impacto "matemático" en márgenes, EBITDA y múltiplos.

## Inputs de valoración

### Inputs de valoración por DCF

	2022e	2023e	2024e	Perpetuo <sup>(1)</sup>			
Free Cash Flow "To the Firm"	(8,0)	(3,4)	(1,4)	n.a.			
<b>Market Cap</b>	<b>75,4</b>	A la fecha de este informe					
<b>Deuda financiera neta</b>	<b>46,6</b>	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 6m 2022)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	5,0%	Coste de la deuda neta			4,8%	5,3%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
<b>Coste de la deuda neta</b>	<b>4,0%</b>	<b>Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)</b>			<b>3,8%</b>	<b>4,2%</b>	
Risk free rate (rf)	3,5%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)			5,5%	6,5%	
Beta (B)	0,8	B (estimación propia)			0,7	0,9	
<b>Coste del Equity</b>	<b>8,3%</b>	<b>Ke = Rf + (R * B)</b>			<b>7,4%</b>	<b>9,4%</b>	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	61,8%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	38,2%	D			=	=	
<b>WACC</b>	<b>6,7%</b>	<b>WACC = Kd * D + Ke * E</b>			<b>6,0%</b>	<b>7,4%</b>	
<b>G "Razonable"</b>	<b>2,0%</b>				<b>2,0%</b>	<b>1,5%</b>	

(1) El valor perpetuo calculado a partir del último FCF estimado no reflejaría las expectativas de crecimiento (positivas/negativas) de la compañía a fecha de emisión de este informe.

### Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker Factset	Mkt. Cap	PER 22e	BPA 22e-24e	EV/EBITDA 22e	EBITDA 22e-24e	EV/Vtas. 22e	Ingresos 22e-24e	EBITDA/Vtas. 22e	FCF Yield 22e	FCF 22e-24e
Vilmorin & Cie SA	RIN-FR	1.094,3	10,7	13,2%	5,1	5,4%	1,2	3,5%	24,3%	4,1%	54,0%
Sipef NV	SIP-BE	641,1	10,7	7,1%	4,6	5,9%	1,6	0,7%	35,3%	5,7%	n.a.
Greenyard NV	GREEN-BE	329,7	14,1	33,8%	5,4	9,3%	0,2	3,9%	3,5%	11,3%	33,7%
<b>Industria Europea</b>			<b>11,8</b>	<b>18,0%</b>	<b>5,0</b>	<b>6,9%</b>	<b>1,0</b>	<b>2,7%</b>	<b>21,1%</b>	<b>7,0%</b>	<b>43,8%</b>
Select Harvests	SHV-AU	307,2	n.a.	n.a.	28,6	82,7%	4,4	14,6%	15,4%	0,1%	n.a.
<b>Benchmark</b>			<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>28,6</b>	<b>82,7%</b>	<b>4,4</b>	<b>14,6%</b>	<b>15,4%</b>	<b>0,1%</b>	<b>n.a.</b>
ADM	ADM-US	42.337,3	11,9	0,5%	9,3	-3,3%	0,5	-1,1%	5,7%	n.a.	n.a.
Jugadores Globales			11,9	0,5%	9,3	-3,3%	0,5	-1,1%	5,7%	n.a.	n.a.
BAIN	BAIN-ES	75,4	n.a.	49,3%	n.a.	n.a.	0,9	6,6%	n.a.	n.a.	42,6%

### Análisis de sensibilidad (2023e)

#### A) Análisis de sensibilidad del EBITDA Rec. y múltiplos a variaciones en los márgenes

Escenario	EBITDA/Ingresos 23e	EBITDA 23e	EV/EBITDA 23e
Max	1,3%	2,0	n.a.
Central	1,2%	1,8	n.a.
Min	1,1%	1,7	n.a.

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

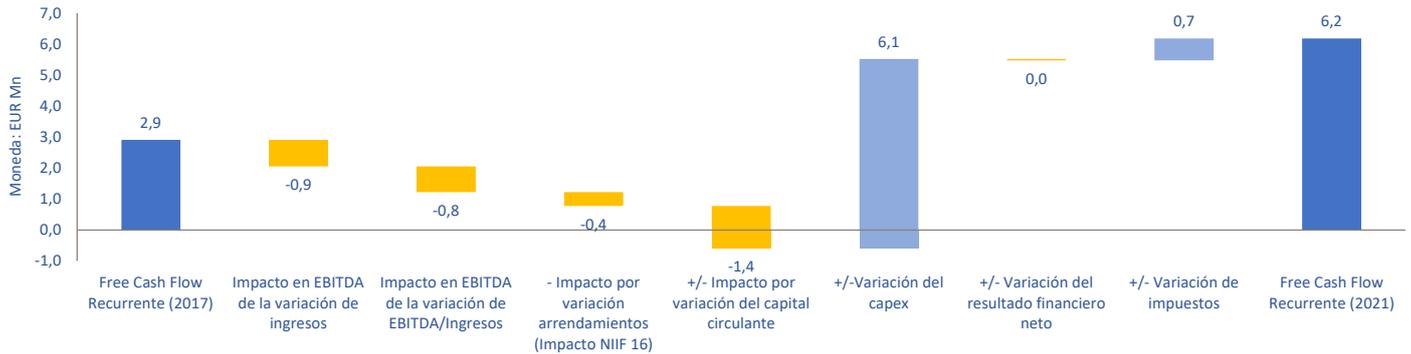
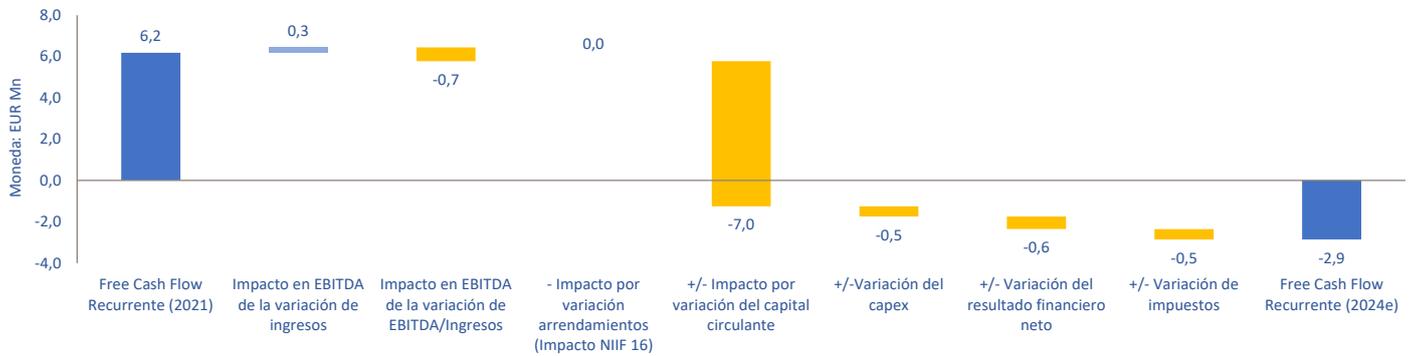
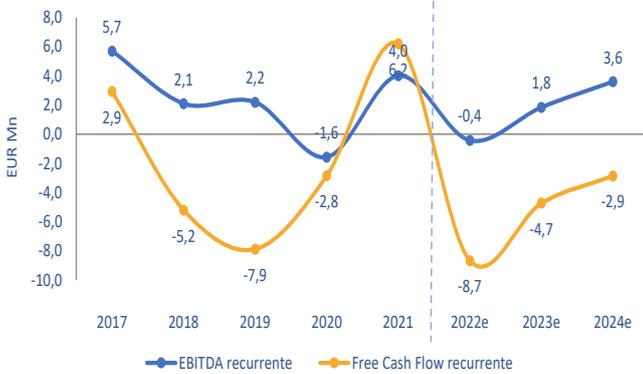
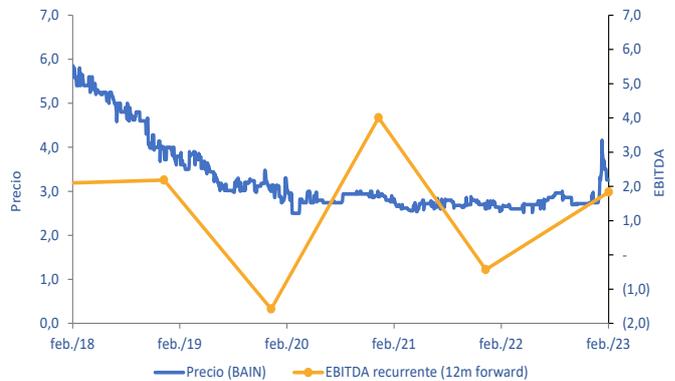
FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 23e		
EBITDA 23e	2,7%	3,0%	3,3%
2,0	(4,1)	(4,6)	(5,0)
1,8	(4,3)	(4,7)	(5,2)
1,7	(4,4)	(4,9)	(5,3)

## Anexo 1. Proyecciones financieras

<b>Balance (EUR Mn)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>		
Inmovilizado inmaterial	0,2	0,1	7,2	7,6	7,7	7,7	7,7	7,7		
Inmovilizado material	68,4	71,0	73,5	71,7	73,7	78,5	80,4	82,0		
Otros activos no corrientes	2,1	1,8	1,6	1,6	1,0	1,0	1,0	1,0		
Inmovilizado financiero	3,9	8,4	7,4	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	61,5	63,3	61,6	50,1	57,3	56,8	57,7	58,4		
<b>Total activo</b>	<b>136,1</b>	<b>144,6</b>	<b>151,3</b>	<b>134,7</b>	<b>143,4</b>	<b>147,7</b>	<b>150,5</b>	<b>152,9</b>		
Patrimonio neto	56,4	59,0	58,9	61,8	62,2	58,3	55,8	54,8		
Minoritarios	2,2	2,3	2,3	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	2,9	3,3	2,8	1,2	1,6	1,6	1,6	1,6		
Otros pasivos no corrientes	-	-	7,1	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6		
Deuda financiera neta	34,9	38,4	43,8	32,5	26,4	35,1	39,8	42,7		
Pasivo circulante	39,7	41,7	36,4	31,6	45,6	45,1	45,7	46,2		
<b>Total pasivo</b>	<b>136,1</b>	<b>144,6</b>	<b>151,3</b>	<b>134,7</b>	<b>143,4</b>	<b>147,7</b>	<b>150,5</b>	<b>152,9</b>		
<b>TACC</b>										
<b>Cuenta de Resultados (EUR Mn)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>17-21</b>	<b>21-24e</b>
<b>Total Ingresos</b>	<b>195,7</b>	<b>177,8</b>	<b>180,6</b>	<b>143,4</b>	<b>136,1</b>	<b>141,8</b>	<b>151,3</b>	<b>161,1</b>	<b>-8,7%</b>	<b>5,8%</b>
<i>Cto.Total Ingresos</i>	<i>-0,7%</i>	<i>-9,2%</i>	<i>1,5%</i>	<i>-20,6%</i>	<i>-5,1%</i>	<i>4,2%</i>	<i>6,7%</i>	<i>6,4%</i>		
Coste de ventas	(163,2)	(149,2)	(151,9)	(120,0)	(105,9)	(115,2)	(122,3)	(129,9)		
<b>Margen Bruto</b>	<b>32,5</b>	<b>28,6</b>	<b>28,7</b>	<b>23,4</b>	<b>30,3</b>	<b>26,6</b>	<b>29,0</b>	<b>31,2</b>	<b>-1,8%</b>	<b>1,0%</b>
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>16,6%</i>	<i>16,1%</i>	<i>15,9%</i>	<i>16,3%</i>	<i>22,2%</i>	<i>18,8%</i>	<i>19,2%</i>	<i>19,4%</i>		
Gastos de personal	(12,6)	(12,8)	(12,9)	(12,2)	(12,1)	(12,1)	(12,2)	(12,3)		
Otros costes de explotación	(14,2)	(13,7)	(13,6)	(12,8)	(14,2)	(14,9)	(15,0)	(15,3)		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>5,7</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2</b>	<b>(1,6)</b>	<b>4,0</b>	<b>(0,4)</b>	<b>1,8</b>	<b>3,6</b>	<b>-8,4%</b>	<b>-3,5%</b>
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>	<i>-16,0%</i>	<i>-63,3%</i>	<i>4,6%</i>	<i>-172,1%</i>	<i>354,1%</i>	<i>-110,7%</i>	<i>528,7%</i>	<i>95,9%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>2,9%</i>	<i>1,2%</i>	<i>1,2%</i>	<i>n.a.</i>	<i>2,9%</i>	<i>n.a.</i>	<i>1,2%</i>	<i>2,2%</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(0,3)	(0,2)	(0,5)	(0,3)	(0,6)	-	-	-		
<b>EBITDA</b>	<b>5,4</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>	<b>(1,9)</b>	<b>3,4</b>	<b>(0,4)</b>	<b>1,8</b>	<b>3,6</b>	<b>-10,6%</b>	<b>1,4%</b>
Depreciación y provisiones	(3,1)	(3,2)	(3,0)	(3,1)	(3,3)	(3,4)	(3,5)	(3,6)		
Gastos capitalizados	1,7	2,3	2,1	1,8	1,1	1,0	0,9	0,8		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	(0,3)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)		
<b>EBIT</b>	<b>4,0</b>	<b>1,0</b>	<b>0,4</b>	<b>(3,5)</b>	<b>0,9</b>	<b>(3,2)</b>	<b>(1,2)</b>	<b>0,4</b>	<b>-31,7%</b>	<b>-21,8%</b>
<i>Cto.EBIT</i>	<i>-4,9%</i>	<i>-75,1%</i>	<i>-59,4%</i>	<i>-980,4%</i>	<i>124,4%</i>	<i>-470,9%</i>	<i>63,2%</i>	<i>134,9%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>	<i>2,0%</i>	<i>0,6%</i>	<i>0,2%</i>	<i>n.a.</i>	<i>0,6%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>0,3%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,0)	0,0	(0,0)	(0,2)	(0,7)	(1,1)	(1,3)	(1,4)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio ordinario</b>	<b>4,0</b>	<b>1,0</b>	<b>0,4</b>	<b>(3,8)</b>	<b>0,1</b>	<b>(4,3)</b>	<b>(2,5)</b>	<b>(1,0)</b>	<b>-58,1%</b>	<b>n.a.</b>
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>	<i>-5,3%</i>	<i>-74,5%</i>	<i>-61,7%</i>	<i>n.a.</i>	<i>103,2%</i>	<i>n.a.</i>	<i>42,5%</i>	<i>59,7%</i>		
Extraordinarios	-	2,0	-	11,7	-	-	-	-		
<b>Beneficio antes de impuestos</b>	<b>4,0</b>	<b>3,0</b>	<b>0,4</b>	<b>7,9</b>	<b>0,1</b>	<b>(4,3)</b>	<b>(2,5)</b>	<b>(1,0)</b>	<b>-58,1%</b>	<b>n.a.</b>
Impuestos	(0,4)	(0,7)	0,0	(2,1)	(0,1)	0,4	-	-		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>9,3%</i>	<i>21,8%</i>	<i>n.a.</i>	<i>27,3%</i>	<i>87,7%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		
Minoritarios	(0,3)	0,0	(0,1)	(1,5)	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio neto</b>	<b>3,3</b>	<b>2,4</b>	<b>0,3</b>	<b>4,2</b>	<b>0,0</b>	<b>(3,9)</b>	<b>(2,5)</b>	<b>(1,0)</b>	<b>-74,0%</b>	<b>n.a.</b>
<i>Cto.Beneficio neto</i>	<i>-0,3%</i>	<i>-27,7%</i>	<i>-86,8%</i>	<i>n.a.</i>	<i>-99,6%</i>	<i>n.a.</i>	<i>36,1%</i>	<i>59,7%</i>		
<b>Beneficio ordinario neto</b>	<b>3,6</b>	<b>1,0</b>	<b>0,8</b>	<b>(5,0)</b>	<b>0,5</b>	<b>(4,3)</b>	<b>(2,5)</b>	<b>(1,0)</b>	<b>-39,6%</b>	<b>-60,2%</b>
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>-4,8%</i>	<i>-72,3%</i>	<i>-17,8%</i>	<i>-711,3%</i>	<i>109,6%</i>	<i>n.a.</i>	<i>42,5%</i>	<i>59,7%</i>		
<b>TACC</b>										
<b>Cash Flow (EUR Mn)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>17-21</b>	<b>21-24e</b>
<b>EBITDA recurrente</b>						<b>(0,4)</b>	<b>1,8</b>	<b>3,6</b>	<b>-8,4%</b>	<b>-3,5%</b>
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(0,4)	(0,4)	(0,4)		
Var.capital circulante						(0,0)	(0,3)	(0,2)		
<b>Cash Flow operativo recurrente</b>						<b>-0,9</b>	<b>1,1</b>	<b>2,9</b>	<b>-7,0%</b>	<b>-34,5%</b>
CAPEX						(7,1)	(4,5)	(4,3)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(1,1)	(1,3)	(1,4)		
Impuestos						0,4	-	-		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>						<b>(8,7)</b>	<b>(4,7)</b>	<b>(2,9)</b>	<b>20,7%</b>	<b>-35,0%</b>
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
<b>Free Cash Flow</b>						<b>(8,7)</b>	<b>(4,7)</b>	<b>(2,9)</b>	<b>27,7%</b>	<b>-35,0%</b>
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
<b>Variación de Deuda financiera neta</b>						<b>8,7</b>	<b>4,7</b>	<b>2,9</b>		

## Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	TACC	
								18-21	21-24e
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2</b>	<b>(1,6)</b>	<b>4,0</b>	<b>(0,4)</b>	<b>1,8</b>	<b>3,6</b>	<b>24,2%</b>	<b>-3,5%</b>
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	-63,3%	4,6%	-172,1%	354,1%	-110,7%	528,7%	95,9%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	1,2%	1,2%	n.a.	2,9%	n.a.	1,2%	2,2%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	(0,3)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)		
+/- Var. Capital circulante	0,2	(3,6)	6,8	6,8	(0,0)	(0,3)	(0,2)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>2,3</b>	<b>(1,8)</b>	<b>4,8</b>	<b>10,4</b>	<b>(0,9)</b>	<b>1,1</b>	<b>2,9</b>	<b>66,1%</b>	<b>-34,5%</b>
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	-83,7%	-179,1%	369,8%	114,8%	-108,5%	228,4%	157,2%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	1,3%	n.a.	3,4%	7,6%	n.a.	0,7%	1,8%		
- CAPEX	(6,2)	(5,1)	(6,7)	(3,9)	(7,1)	(4,5)	(4,3)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,7)	(0,7)	(0,7)	(0,8)	(1,1)	(1,3)	(1,4)		
- Impuestos	(0,6)	(0,3)	(0,3)	0,5	0,4	-	-		
<b>= Free Cash Flow recurrente</b>	<b>(5,2)</b>	<b>(7,9)</b>	<b>(2,8)</b>	<b>6,2</b>	<b>(8,7)</b>	<b>(4,7)</b>	<b>(2,9)</b>	<b>47,2%</b>	<b>-35,0%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	-278,4%	-51,4%	63,9%	317,6%	-240,2%	45,5%	39,4%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	n.a.	4,5%	n.a.	n.a.	n.a.		
- Gastos de reestructuración y otros	(0,2)	(0,6)	(1,8)	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,7	1,3	16,5	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow</b>	<b>(4,7)</b>	<b>(7,1)</b>	<b>11,9</b>	<b>6,2</b>	<b>(8,7)</b>	<b>(4,7)</b>	<b>(2,9)</b>	<b>49,3%</b>	<b>-35,0%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	-300,2%	-53,4%	266,7%	-48,0%	-240,2%	45,5%	39,4%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	n.a.	n.a.	n.a.	8,2%	n.a.	n.a.	n.a.		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	n.a.	n.a.	15,8%	8,2%	n.a.	n.a.	n.a.		
<b>B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)</b>									
<b>Free Cash Flow recurrente (Año -1)</b>	<b>2,9</b>	<b>(5,2)</b>	<b>(7,9)</b>	<b>(2,8)</b>	<b>6,2</b>	<b>(8,7)</b>	<b>(4,7)</b>		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(0,5)	0,0	(0,4)	0,1	0,2	(0,0)	0,1		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(3,1)	0,1	(3,3)	5,5	(4,6)	2,3	1,6		
<b>= Variación EBITDA recurrente</b>	<b>(3,6)</b>	<b>0,1</b>	<b>(3,8)</b>	<b>5,6</b>	<b>(4,4)</b>	<b>2,3</b>	<b>1,8</b>		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	(0,3)	(0,0)	(0,1)	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	(8,0)	(3,8)	10,4	0,0	(6,8)	(0,3)	0,0		
<b>= Variación del Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>(11,6)</b>	<b>(4,0)</b>	<b>6,6</b>	<b>5,5</b>	<b>(11,2)</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>		
+/- Variación del CAPEX	3,8	1,1	(1,6)	2,8	(3,2)	2,6	0,2		
+/- Variación del resultado financiero neto	0,1	0,0	0,0	(0,1)	(0,3)	(0,2)	(0,1)		
+/- Variación de impuestos	(0,4)	0,3	-	0,8	(0,1)	(0,4)	-		
<b>= Variación del Free Cash Flow recurrente</b>	<b>(8,1)</b>	<b>(2,7)</b>	<b>5,0</b>	<b>9,0</b>	<b>(14,9)</b>	<b>3,9</b>	<b>1,9</b>		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>	<b>(5,2)</b>	<b>(7,9)</b>	<b>(2,8)</b>	<b>6,2</b>	<b>(8,7)</b>	<b>(4,7)</b>	<b>(2,9)</b>		
<b>C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)</b>									
<b>EBIT</b>	<b>1,0</b>	<b>0,4</b>	<b>(3,5)</b>	<b>0,9</b>	<b>(3,2)</b>	<b>(1,2)</b>	<b>0,4</b>	<b>-4,4%</b>	<b>-21,8%</b>
<i>* Tasa fiscal teórica</i>	21,8%	0,0%	0,0%	30,0%	0,0%	0,0%	0,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,2)	-	-	(0,3)	-	-	-		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2</b>	<b>(1,6)</b>	<b>4,0</b>	<b>(0,4)</b>	<b>1,8</b>	<b>3,6</b>	<b>24,2%</b>	<b>-3,5%</b>
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	(0,3)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)		
+/- Var. Capital circulante	0,2	(3,6)	6,8	6,8	(0,0)	(0,3)	(0,2)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>2,3</b>	<b>(1,8)</b>	<b>4,8</b>	<b>10,4</b>	<b>(0,9)</b>	<b>1,1</b>	<b>2,9</b>	<b>66,1%</b>	<b>-34,5%</b>
- CAPEX	(6,2)	(5,1)	(6,7)	(3,9)	(7,1)	(4,5)	(4,3)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,2)	-	-	(0,3)	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente</b>	<b>(4,1)</b>	<b>(6,9)</b>	<b>(1,8)</b>	<b>6,2</b>	<b>(8,0)</b>	<b>(3,4)</b>	<b>(1,4)</b>	<b>52,0%</b>	<b>-30,7%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	-217,4%	-66,6%	73,1%	437,6%	-227,9%	57,2%	57,7%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	n.a.	4,6%	n.a.	n.a.	n.a.		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,7	1,3	16,5	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow "To the Firm"</b>	<b>(3,4)</b>	<b>(5,5)</b>	<b>14,7</b>	<b>6,2</b>	<b>(8,0)</b>	<b>(3,4)</b>	<b>(1,4)</b>	<b>56,5%</b>	<b>-30,7%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	-196,9%	-62,4%	366,3%	-57,6%	-227,9%	57,2%	57,7%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	n.a.	n.a.	n.a.	4,8%	n.a.	n.a.	n.a.		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	n.a.	n.a.	11,4%	4,8%	n.a.	n.a.	n.a.		

**Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2017 - 2021)**

**Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2021 - 2024e)**

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

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

**Anexo 3. Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe**

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	75,4	
+ Minoritarios	-	Rdos. 6m 2022
+ Provisiones y otros pasivos a LP	9,2	Rdos. 6m 2022
+ Deuda financiera neta	46,6	Rdos. 6m 2022
- Inmovilizado financiero	(0,4)	Rdos. 6m 2022
+/- Otros	(2,7)	Rdos. 6m 2022
<b>Enterprise Value (EV)</b>	<b>128,9</b>	

Otros: Inversiones inmobiliarias disponibles para la venta.

Nota 1: Provisiones y otros pasivos a l/p incluyen los pasivos derivados de la NIIF 16 (EUR 7,6Mn).

## Anexo 4. Comportamiento histórico <sup>(1)</sup>

Comportamiento histórico (EUR Mn)	TACC															
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	11-21	21-24e
Total Ingresos						197,2	195,7	177,8	180,6	143,4	136,1	141,8	151,3	161,1	52,2%	5,8%
Cto. Total ingresos							-0,7%	-9,2%	1,5%	-20,6%	-5,1%	4,2%	6,7%	6,4%		
EBITDA						6,2	5,4	1,9	1,7	(1,9)	3,4	(0,4)	1,8	3,6	21,3%	1,4%
Cto. EBITDA							-13,7%	-65,2%	-11,2%	-212,8%	283,4%	-112,4%	528,7%	95,9%		
EBITDA/Ingresos						3,2%	2,8%	1,1%	0,9%	n.a.	2,5%	n.a.	1,2%	2,2%		
Beneficio neto						3,3	3,3	2,4	0,3	4,2	0,0	(3,9)	(2,5)	(1,0)	-28,3%	n.a.
Cto. Beneficio neto						n.a.	-0,3%	-27,7%	-86,8%	n.a.	-99,6%	n.a.	36,1%	59,7%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)						23,1	23,1	23,1	23,1	23,1	23,1	23,1	23,1	23,1		
BPA (EUR)						0,14	0,14	0,10	0,01	0,18	0,00	-0,17	-0,11	-0,04	-37,8%	n.a.
Cto. BPA						n.a.	-0,2%	-27,7%	-86,8%	n.a.	-99,6%	n.a.	36,1%	59,7%		
BPA ord. (EUR)						0,16	0,15	0,04	0,04	-0,22	0,02	-0,19	-0,11	-0,04	-12,0%	-60,2%
Cto. BPA ord.						n.a.	-4,8%	-72,3%	-17,8%	n.a.	n.a.	n.a.	42,5%	59,7%		
CAPEX						(10,0)	(10,0)	(6,2)	(5,1)	(6,7)	(3,9)	(7,1)	(4,5)	(4,3)		
CAPEX/Vtas % <sup>1</sup>						5,1%	5,1%	3,5%	2,8%	4,6%	2,8%	5,0%	3,0%	2,7%		
Free Cash Flow						(3,1)	2,3	(4,7)	(7,1)	11,9	6,2	(8,7)	(4,7)	(2,9)	35,6%	-35,0%
DN/EBITDA (x) <sup>(2)</sup>						6,4x	6,5x	20,5x	26,3x	n.a.	7,7x	n.a.	21,7x	11,9x		
PER (x)						38,1x	27,7x	29,1x	n.a.	14,2x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
EV/Vtas (x)						0,55x	0,46x	0,88x	0,73x	0,73x	0,71x	0,91x	0,85x	0,80x		
EV/EBITDA (x) <sup>(2)</sup>						17,5x	16,7x	n.a.	n.a.	n.a.	28,1x	n.a.	n.a.	35,9x		
Comport. Absoluta						28,9%	87,9%	-27,3%	-24,2%	-4,0%	-9,7%	-19,2%	n.a.	n.a.		
Comport. Relativo vs Ibx 35						31,5%	75,0%	-14,5%	-32,2%	13,5%	-16,4%	-27,8%	n.a.	n.a.		

Nota 1: Los múltiplos son históricos, calculados en base al precio y EV de final de cada ejercicio, salvo (en su caso) en el año en curso, en que se darían múltiplos a precios actuales. El comportamiento absoluto y relativo corresponde a cada ejercicio (1/1 a 31/12). La fuente, tanto de múltiplos históricos como de evolución de la cotización, es Factset.

Nota 2: Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

## Anexo 5. Principales comparables 2022e

Datos	EUR Mn	Industria Europea				Benchmark		Jugadores Globales	
		Vilmorin & Cie			Average	Select	Average	ADM	BAIN
		SA	Sipef NV	Greenyard NV		Harvests			
<b>Mercado</b>	Ticker (Factset)	RIN-FR	SIP-BE	GREEN-BE		SHV-AU		ADM-US	BAIN-ES
	Pais	France	Belgium	Belgium		Australia		United States	Spain
	Market cap	1.094,3	641,1	329,7		307,2		42.337,3	75,4
	Enterprise value (EV)	2.127,3	670,1	873,9		547,4		51.428,0	128,9
<b>Información financiera básica</b>	Total Ingresos	1.728,0	409,8	4.621,1		124,3		96.846,8	141,8
	Cto.Total Ingresos	8,9%	-18,3%	5,0%	-1,5%	-2,1%	-2,1%	0,5%	4,2%
	2y TACC (2022e - 2024e)	3,5%	0,7%	3,9%	2,7%	14,6%	14,6%	-1,1%	6,6%
	EBITDA	420,2	144,8	163,1		19,2		5.559,7	(0,4)
	Cto. EBITDA	18,9%	-32,0%	11,1%	-0,7%	55,6%	55,6%	24,6%	-112,4%
	2y TACC (2022e - 2024e)	5,4%	5,9%	9,3%	6,9%	82,7%	82,7%	-3,3%	n.a.
	EBITDA/Ingresos	24,3%	35,3%	3,5%	21,1%	15,4%	15,4%	5,7%	n.a.
	EBIT	146,0	94,4	60,6		(1,4)		4.127,4	(3,2)
	Cto. EBIT	48,2%	-43,6%	30,1%	11,6%	-132,3%	-132,3%	18,4%	-470,9%
	2y TACC (2022e - 2024e)	8,6%	9,1%	19,4%	12,4%	n.a.	n.a.	-3,0%	45,9%
	EBIT/Ingresos	8,4%	23,0%	1,3%	10,9%	n.a.	n.a.	4,3%	n.a.
	Beneficio Neto	105,3	60,8	22,3		(4,6)		3.545,0	(3,9)
	Cto. Beneficio Neto	14,2%	-40,9%	39,1%	4,1%	-216,7%	-216,7%	-13,9%	n.a.
2y TACC (2022e - 2024e)	13,1%	6,7%	41,8%	20,5%	n.a.	n.a.	-5,9%	49,3%	
CAPEX/Ventas	15,4%	19,0%	1,5%	11,9%	15,8%	15,8%	1,2%	5,0%	
Free Cash Flow	44,5	36,6	37,2		0,3		2.620,7	(8,7)	
Deuda financiera Neta	927,4	13,5	467,1		128,2		5.376,7	35,1	
DN/EBITDA (x)	2,2	0,1	2,9		1,7		1,0	n.a.	
Pay-out	41,4%	39,9%	35,4%	38,9%	-55,0%	-55,0%	26,2%	0,0%	
<b>Múltiplos y Ratios</b>	P/E (x)	10,7	10,7	14,1	11,8	n.a.	n.a.	11,9	n.a.
	P/BV (x)	0,7	0,8	0,7	0,7	1,0	1,0	1,8	1,3
	EV/Ingresos (x)	1,2	1,6	0,2	1,0	4,4	4,4	0,5	0,9
	EV/EBITDA (x)	5,1	4,6	5,4	5,0	28,6	28,6	9,3	n.a.
	EV/EBIT (x)	14,6	7,1	14,4	12,0	n.a.	n.a.	12,5	n.a.
	ROE	7,0	7,4	4,7	6,4	n.a.	n.a.	15,2	n.a.
	FCF Yield (%)	4,1	5,7	11,3	7,0	0,1	0,1	6,2	n.a.
	DPA	1,90	2,33	0,16	1,46	0,02	0,02	1,65	0,00
Dvd Yield	4,0%	3,9%	2,5%	3,4%	0,8%	0,8%	2,1%	0,0%	

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

Nota 2: Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

## LIGHTHOUSE

Calle Basílica, 17, 1ª Planta, Oficinas  
28020 Madrid  
T: +34 915 904 226  
[institutodeanalistas.com/lighthouse](https://institutodeanalistas.com/lighthouse)

---

### Alfredo Echevarría Otegui

Head of research

alfredo.echevarria@lighthouse-ieaf.com

### David López Sánchez

Equity research

david.lopez@lighthouse-ieaf.com

### Luis Esteban Arribas

Equity research

luis.esteban@lighthouse-ieaf.com

### Enrique Andrés Abad

Equity research

enrique.andres@lighthouse-ieaf.com

### Jesús López Gómez

ESG Analyst & Data analytics

jesus.lopez@lighthouse-ieaf.com

---

All Lighthouse research documents are available simultaneously on the Lighthouse website ([institutodeanalistas.com/lighthouse](https://institutodeanalistas.com/lighthouse)) and via third-party aggregators such as Bloomberg, Factset, Capital IQ and Refinitiv.

## INFORMACIÓN LEGAL IMPORTANTE SOBRE ESTE INFORME

### LIGHTHOUSE

Lighthouse es un proyecto de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Lighthouse es un proyecto de análisis plenamente financiado por Bolsas y Mercados Españoles S.A. Lighthouse persigue mejorar la cobertura de análisis de los "valores huérfanos" del mercado español: aquellos que carecen de una cobertura real y continuada de análisis. Los informes de Lighthouse no incluirán ni valoración ni precio objetivo. Lighthouse no persigue asesorar en materia de inversión a ninguna persona física o jurídica. Por este motivo, Lighthouse no dará ninguna recomendación personalizada de inversión de ninguno de los valores que analice.

IEAF Servicios de Análisis S.L.U. es una sociedad de nacionalidad española, cuyo objeto social es

1º) La prestación de servicios de información y análisis financiero de los valores emitidos por todo tipo de personas jurídicas que pueden cotizar o no en los mercados secundarios oficiales, y especialmente (pero no exclusivamente) de aquellos valores que no son objeto recurrente de información y análisis por los analistas financieros que intervienen en los mercados.

2º) La prestación de los servicios de publicidad y actualización de los referidos informes y análisis financieros, así como la monitorización y seguimiento de los valores objeto de información y análisis.

3º) La realización de estudios y proyectos dirigidos a proponer e implantar medidas tendentes a mejorar la información y análisis financieros de los valores que cotizan en los mercados secundarios oficiales.

IEAF Servicios de Análisis S.L.U. es una sociedad cuyo socio único es el Instituto Español de Analistas Financieros, asociación profesional sin ánimo de lucro.

### DISCLAIMER

El Instituto Español de Analistas Financieros certifica que todo Analista de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. cuyo nombre figure como Autor de este informe, expresa opiniones que reflejan su opinión personal e independiente sobre la compañía analizada. Sin que estas impliquen, ni directa ni indirectamente una recomendación personalizada de la compañía analizada a efectos de constituir un asesoramiento en materia de inversión. El informe se basa en la elaboración de proyecciones financieras detalladas a partir de información pública y siguiendo la metodología de análisis fundamental tradicional (no tratándose, por tanto de un informe de análisis técnico ni cuantitativo). Para la metodología de análisis empleada en la redacción de este informe, por favor, contacte directamente con el analista, cuyos datos de contacto figuran en la portada de este informe.

El informe incluye información básica de los principales parámetros a utilizar por un inversor a la hora de realizar por sí mismo una valoración (sea por descuento de flujos o por múltiplos). Dichos parámetros son la opinión o estimación personal del analista. La persona que reciba este informe deberá aplicar su propio juicio a la hora de utilizar dichos parámetros. Y deberá considerarlos un elemento más en su proceso de decisión en materia de inversión. Esos parámetros no constituyen una recomendación personalizada de inversión.

### Normas de confidencialidad y conflictos de interés

Ninguna de las siguientes normas (12) de confidencialidad y conflictos de interés son de aplicación a este informe:

1. El presente informe es un análisis no independiente al estar realizado por encargo de la compañía analizada (emisor).
2. En los últimos 12 meses, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., han tenido mandatos de Finanzas Corporativas o bien han gestionado o cogestionado una oferta pública de los valores del emisor, o bien recibido de dicho emisor una remuneración por los servicios de Finanzas Corporativas, que excluyen los servicios de corredor por unos honorarios anticipados.
3. El Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., espera recibir o pretende obtener en los próximos 6 meses una remuneración por los servicios de Finanzas Corporativas prestados a esta empresa, que excluyen los servicios de corredor por unos honorarios anticipados.
4. El Analista de Inversiones o un miembro del Departamento de Análisis o alguien que viva en su casa tiene una posición larga en las acciones o los derivados del emisor correspondiente.
5. El Analista de Inversiones o un miembro del Departamento de Análisis o alguien que viva en su casa tiene una posición corta en las acciones o los derivados del emisor correspondiente.
6. A la fecha de producción, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U. tenían una posición larga superior al 0,5% del Capital del emisor.
7. A la fecha de producción, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U. tenían una posición corta superior al 0,5% del Capital del emisor.
8. Al fin del mes inmediatamente anterior a la publicación de este informe, o del mes previo si el informe se publica en los diez días siguientes al final del mes, la compañía analizada (el emisor) o cualquiera de sus filiales, poseían el 5% o más de cualquier clase de valores de renta variable del Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U.
9. Un alto directivo o ejecutivo del Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., o bien un miembro de sus departamentos es directivo, ejecutivo, asesor o miembro del Consejo de Administración del emisor y/o una de sus subsidiarias.
10. El Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., actúa en calidad de corredor del Emisor por los honorarios anticipados correspondientes.
11. El contenido de este informe que incluye el análisis financiero, proyecciones financieras, valoración, opinión y conclusiones del analista ha sido revisado por el emisor antes de su publicación.
12. El emisor ha realizado cambios en el contenido del informe antes de su distribución.

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

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

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

Todos los derechos reservados. Queda prohibido su uso o distribución no autorizados. Este documento ha sido elaborado y distribuido, según lo establecido en la MiFID II, por IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Su actividad empresarial está regulada por la CNMV. La información y las opiniones expresadas en este documento no constituyen ni pretenden constituir una oferta o la solicitud de una oferta para la compra o la venta de los valores referidos (es decir, los valores mencionados en el presente y los warrants, opciones, derechos o intereses relacionados con estos). La información y las opiniones contenidas en este documento están basadas en informaciones de carácter público y en fuentes consideradas fiables por IEAF Servicios de Análisis S.L.U., pero no se ofrece ninguna garantía en cuanto a su precisión o integridad. Todos los comentarios y las estimaciones facilitadas reflejan únicamente la

opinión de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. y no ofrecen ninguna garantía implícita o explícita. Todas las opiniones expresadas están sujetas a cambio sin previo aviso. En el presente documento no se tienen en cuenta los objetivos de inversión concretos, el estado financiero, la actitud frente al riesgo ni otras cuestiones específicas de la persona que reciba este documento, de modo que ésta deberá aplicar su juicio al respecto. Ni el Instituto Español de Analistas Financieros ni su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., asumen responsabilidad alguna por las pérdidas directas o indirectas derivadas del uso de los análisis publicados, salvo en caso de conducta negligente por parte de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. La información contenida en este informe se aprueba para su distribución a clientes profesionales, contrapartes elegibles y asesores profesionales, no a clientes particulares o minoristas. Se prohíbe su reproducción, distribución o publicación para cualquier fin sin la autorización por escrito de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. El Instituto Español de Analistas Financieros y/o su filial IEAF Servicios de Análisis S.L.U., sus empleados y directivos, pueden tener una posición (larga o corta) en una inversión sabiendo que ese emisor será objeto de análisis y que ese análisis se distribuirá a inversores institucionales. Cualquier información adicional sobre el contenido de este informe se remitirá previa solicitud. IEAF Servicios de Análisis tiene como objetivo la publicación de (al menos) un informe o nota trimestral de actualización de la compañía analizada.

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

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

#### Histórico de notas e informes

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
27-Feb-2023	n.a.	3,26	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2022 - Bajamos estimaciones	Luis Esteban Arribas
01-Ago-2022	n.a.	2,80	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2021	Alfredo Echevarría Otegui
01-Mar-2022	n.a.	2,68	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2021	Alfredo Echevarría Otegui
02-Ago-2021	n.a.	2,60	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2020	Ana Isabel González García, CIIA
17-Jun-2021	n.a.	2,72	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones: Al alza	Ana Isabel González García, CIIA
12-Abr-2021	n.a.	2,62	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2020	Ana Isabel González García, CIIA
02-Mar-2021	n.a.	2,70	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2020 - Bajamos estimaciones	Ana Isabel González García, CIIA
04-Ene-2021	n.a.	2,88	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2020	Ana Isabel González García, CIIA
03-Ago-2020	n.a.	2,80	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2019	Ana Isabel González García, CIIA
04-Jun-2020	n.a.	2,98	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones: A la baja	Ana Isabel González García, CIIA
31-Mar-2020	n.a.	2,50	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2020	Ana Isabel González García, CIIA
02-Mar-2020	n.a.	2,96	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2020	Ana Isabel González García, CIIA
16-Oct-2019	n.a.	3,18	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2020	Ana Isabel González García, CIIA
01-Ago-2019	n.a.	3,16	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2019	Ana Isabel González García, CIIA
25-Abr-2019	n.a.	3,72	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2019	Ana Isabel González García, CIIA
11-Abr-2019	n.a.	3,84	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	Ana Isabel González García, CIIA

