

Borges Agrícola & Industrial Nuts, S.A. 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 (58% s/Ingresos 2018), siendo referente europeo en el segmento de almendras (cuota del 7%). Su accionista de referencia es Borges International Group (89,1% del capital).

Ana Isabel Gonzalez Garcia – ana.gonzalez@lighthouse-ieaf.com  
+34 915 904 226

## Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	88,9	100,1
EV (Mn EUR y USD)	131,2	147,7
Número de Acciones (Mn)	23,1	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	5,60 / 4,52 / 3,50	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación <sup>(1)</sup>	0,7	
Thomson Reuters / Bloomberg	BAINS.MC / BAIN SM	
Cierre año fiscal	31-May	

## Estructura Accionarial (%)

Borges International Group	89,1
Miembros del Consejo	0,3
Free Float	10,6

## Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2018	2019e	2020e	2021e
Nº Acc. ajustado (Mn)	23,1	23,1	23,1	23,1
Total Ingresos	195,7	191,3	201,6	212,1
EBITDA Rec.	5,7	3,0	6,4	10,1
% Var.	-16,0	-46,8	111,9	56,8
% EBITDA Rec./Ing.	2,9	1,6	3,2	4,7
% Var EBITDA sector <sup>(2)</sup>	3,4	6,4	7,3	6,4
Beneficio neto	3,3	2,3	3,0	4,8
BPA (EUR)	0,14	0,10	0,13	0,21
% Var.	0,4	-30,5	29,3	61,3
BPA ord. (EUR)	0,16	0,03	0,13	0,21
% Var.	-1,6	-81,6	n.a.	59,8
Free Cash Flow Rec. <sup>(3)</sup>	4,1	-5,4	-3,2	0,9
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	35,0	38,9	40,7	38,5
DN / EBITDA Rec.(x)	6,2	12,8	6,3	3,8
ROE (%)	6,1	4,0	4,9	7,5
ROCE (%) <sup>(4)</sup>	3,7	1,2	3,3	4,9

## Ratios y Múltiplos (x)

PER	26,9	38,7	29,9	18,6
PER Ordinario	24,6	n.a.	29,2	18,3
P/BV	1,6	1,5	1,4	1,3
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	0,67	0,69	0,65	0,62
EV/EBITDA Rec.	23,0	43,3	20,4	13,0
FCF Yield (%) <sup>(5)</sup>	4,6	n.a.	n.a.	1,0

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

- (1) Volumen total intermediado en el valor (Mn EUR) -12m vs Mkt Cap. Representa el % de la capitalización que ha sido negociado -12m.
- (2) EBITDA (consenso) para el sector de referencia del valor (Thomson Reuters Europe Food Processing).
- (3) Calculado sobre FCF recurrente. Ver Anexo 2.
- (4) Calculado con Tasa fiscal teórica. Ver Anexo 2.
- (5) vs Thomson Reuters Europe Food Processing.
- (6) Desde el debut de la cotización de las acciones de la "nueva" BAIN en el mercado continuo (julio 2017)

## El reto de acelerar la mejora de márgenes

**INTEGRACIÓN VERTICAL VÍA REESTRUCTURACIÓN SOCIETARIA (2016-2017)**, a fin de capturar el mayor margen generado por las divisiones agrarias en la cadena de valor del sector de los frutos secos (91% s/ingresos 2018). Y en un entorno de intensificación de la competencia, en el que la división comercial e industrial sufrió un fuerte deterioro del margen EBITDA (-46% a/a en 2016). El proceso culminó en 2017 con la fusión inversa de BORGES (filial 100% de la antigua BAIN).

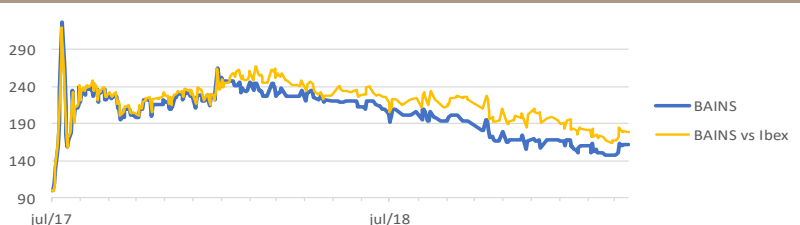
**AÚN SIN FRUTOS...** la deflación de los principales productos comercializados (TACC -10,6% 2016-2018 en almendras, el 64% s/ingresos 2018), ha hecho mella en el Grupo (TACC -4y proforma del -1,8% en ingresos y del -21,8% en EBITDA).

**...QUE DEBERÍAN EMPEZAR A RECOGERSE DURANTE LOS PRÓXIMOS AÑOS**, siendo previsible una progresiva mejora del margen EBITDA/Ingresos (+2,0p.p. 2018-2021e). La mejora se sustentará en el aumento del autoabastecimiento de frutos secos (+20% en el mismo periodo) vinculado al incremento de la productividad de los nuevos cultivos. No obstante, la elevada necesidad de inversión será un lastre para el FCF recurrente en el corto/medio plazo.

**EXPUESTO A LA FLUCTUACIÓN DE PRECIOS EN UNA INDUSTRIA CON BAJAS BARRERAS DE ENTRADA.** La sólida evolución del consumo mundial de frutos secos (TACC +6,5% 2007-2016), junto a la mayor rentabilidad de estos cultivos (TACC c.+4% en el precio medio en el mismo periodo), han actuado como reclamo para la competencia, acelerando el crecimiento de la producción mundial (TACC +6% 2016-2019e, c. 2x la TACC 2007-2016) y ocasionando una moderación del crecimiento del precio medio global de estos productos (TACC +2% 2016-2018, y -10% en el precio de las almendras). La caída de precios redujo c. 29% el EBITDA 2018 del Grupo.

**Y CON LIMITADO MARGEN PARA ACELERAR SU CRECIMIENTO:** su elevado endeudamiento (DN/EBITDA rec.: 12,8x 2019e; 6,3x 2020e), requeriría captar capital adicional para duplicar el autoabastecimiento de frutos secos (hasta c. 20%), y acelerar la mejora de márgenes (hasta EBITDA/Ingresos > 10%), estrechando el diferencial vs. sus comparables.

## Comportamiento relativo (base 100) <sup>(6)</sup>



## Comportamiento en bolsa (%)

	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	6,7	3,2	-28,9	-3,0	n.a.	n.a.
vs Ibex 35	3,2	-6,8	-28,3	-12,3	n.a.	n.a.
vs Ibex Small Cap Index	4,7	-6,0	-24,4	-12,5	n.a.	n.a.
vs Eurostoxx 50	1,9	-11,3	-30,9	-15,3	n.a.	n.a.
vs Índice del sector <sup>(5)</sup>	3,4	-10,9	-43,2	-17,5	n.a.	n.a.

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

## Investment Summary

### La clave está en la recuperación de márgenes: ¿magnitud? ¿velocidad?

La intensificación de la competencia en la comercialización de frutos secos propició la reestructuración societaria del Grupo Borges International Group, acelerando la integración vertical de su división de frutos secos (BAIN) en la cadena de valor industrial, mediante la integración de las filiales agrarias (con mayores márgenes), a fin de optimizar la rentabilidad de su proceso comercial. Llegados a este punto, ¿qué podemos esperar de BAIN en el corto/medio plazo?

#### A) 2016 – 2018: marcado por la intensificación de la competencia y del CAPEX

**Ingresos y EBITDA proforma, -10% (TACC 2016 – 2018), con estancamiento del margen EBITDA (2,7%)**

El cambio de perímetro (febrero 2016) limita la comparabilidad de los resultados del Grupo a 2017 y 2018. BAIN habría registrado (-4y) una TACC en términos proforma del -1,8% a nivel de ingresos y del -21,8% en EBITDA (respectivamente -0,7% y -15,3% a/a en 2018). El deterioro habría sido más relevante en los 2 últimos años, debido a ingresos proforma record en 2016, gracias a la buena evolución de los precios de almendras y nueces (52% y 18% del volumen total, respectivamente). El periodo 2016-2018 se habría caracterizado por:

- 1. La presión en márgenes**, propiciada por la caída del precio medio de los frutos secos derivada del incremento de la producción a nivel mundial (TACC +5,4% 2016-2018, vinculado al aumento de cultivos con sistemas integrados de irrigación de mayor rendimiento y a las favorables condiciones meteorológicas), que ha afectado al P/L de BAIN: TACC del -10% proforma 2016-2018 en ingresos generados por la comercialización de los frutos secos (87% del volumen total comercializado excluyendo la venta de subproductos). El resultado ha sido una contracción del EBITDA proforma (TACC -10% 2016-2018), que en 2018 cayó c. -29% por la caída de precios, y un estancamiento del margen EBITDA/Ingresos (2,7% en 2018, -0,5p.p. a/a y -2,7p.p. vs. 2015 proforma).
- 2. El aumento del CAPEX**, al que ha destinado c. EUR 21Mn durante los dos últimos años, del que c. 70% se habría concentrado en su división agraria (c. +90% en superficie cultivable en 3 años), permitiendo elevar discretamente el autoabastecimiento de frutos secos (que habría alcanzado un nivel de cobertura del 6,6% del volumen comercializado en 2018, +0,2p.p. a/a).
- 3. El deterioro del endeudamiento**, resultante de las elevadas necesidades de inversión y de la caída de márgenes, que han limitado la reducción de la deuda al 4,3% en los 3 últimos ejercicios, elevando la ratio de endeudamiento del Grupo a 6,5x DN/EBITDA 2018 (+1x. vs. 2016 proforma).

**Elevado endeudamiento: 6,5x DN/EBITDA 2018, ...que alcanzará máximos en 2019 (12,6x)**

#### B) 2019 – 2021e: progresiva mejora de márgenes que tardará en “llegar” al FCF

**Ingresos y EBITDA, +2,7% y +23% (TACC 2018 – 2021e), con una mejora del margen EBITDA (+2,0 p.p.), revertirán en +13,2% en BPA,**

Etapa caracterizada por un moderado crecimiento en ingresos (TACC +2,7% 2018-2021e), que tocarán mínimos en 2019e (-2,3% a/a), acompañado de un aumento del nivel de autoabastecimiento de frutos secos (+1,3 p.p. en el periodo), vinculado a la creciente contribución de la producción de las nuevas plantaciones a partir del 2019, que permitirá: 1) mejorar los márgenes del Grupo, 2) reducir la dependencia de las fuentes de suministro de materias primas, acotando el impacto de las fluctuaciones de precio y 3) elevar la visibilidad de la cifra de negocios (inherente al acceso a contratos de suministro a terceros a más largo plazo).

**...pero antes podría ver niveles mínimos (EBITDA/Ing. 1,6%) en 2019**

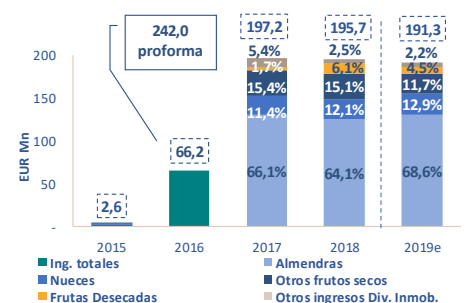
La mejora de márgenes (+2,0p.p. EBITDA/Ingresos 2018-2021e), impulsará el crecimiento del EBITDA (TACC +23% en el mismo periodo), lo que unido a la reducción del CAPEX (TACC -12,2% 2018-2021e) revertirá en un progresivo desapalancamiento del Grupo, que aún así, mantendrá niveles de endeudamiento elevados (3,9x en 2021e), a expensas del impacto que pueda tener una menor necesidad de circulante y las potenciales enajenaciones de activos.

Hoy estamos ante una compañía endeudada en una industria con bajas barreras de entrada y con limitado margen para acelerar la mejora de sus márgenes. Una compañía que, tras acercarse al break even (EBITDA 2019), debería experimentar una progresiva mejora del FCF durante los próximos 2 años. La recuperación del FCF yield (1%, 2021e) deberá esperar a la entrada en rentabilidad de la inversión en autoabastecimiento y su progresivo efecto en márgenes (todavía muy lejos de su potencial: EBITDA/Ventas > 10%, al duplicar su nivel de autoabastecimiento). El potencial que implicaría la convergencia en márgenes con el sector “es” el equity story de BAIN.

## Descripción del negocio

### Referente europeo en el mercado de las almendras

Gráfico 1. Mix de ingresos



Nota: Cambio de perímetro de consolidación en febrero 2016

Como primer dato, señalar que la compañía cierra sus cuentas anuales el 31 de mayo. Por lo que toda referencia a los resultados de un determinado año será al periodo comprendido entre el 1 de junio del año anterior y el 31 de mayo del año correspondiente.

Borges Agricultural & Industrial Nuts (BAIN) es un Grupo internacional (España, EE.UU y Portugal) de pequeño tamaño (EUR 89Mn Market Cap), perteneciente al Grupo Borges International Group, siendo (desde 2016) la única compañía europea cotizada integrada, especializada en la producción agrícola (nueces, almendras y pistachos) y en el procesado, envasado y comercialización B2B<sup>1</sup> de frutos secos (principalmente nueces, almendras y pistachos). BAIN es referente europeo en la comercialización de almendras y nueces (mercados en los que ostenta una cuota de mercado de c. 7% y 3% respectivamente).

Actualmente su división agrícola, gestiona 2.401 hectáreas de cultivos propios en la Península Ibérica y Estados Unidos, habiendo facturado EUR 195,7Mn a cierre del 2018, mediante el procesamiento y comercialización de 36,4 toneladas de frutos secos (87% del total, excluyendo subproductos, dada su contribución marginal al EBITDA, con una contribución del 54% en almendras y del 16% en nueces), frutas desecadas (11%) y otros productos (2%, fundamentalmente snacks variados).

Entre sus principales rivales destacan compañías cotizadas como Select Harvest (Australia) y Olam (Singapur), y otras muchas no cotizadas como John B. Sanfilippo & Son, Wonderful Pistachios and Almonds -anterior Paramount Farms-, Mariani Nut Company, Diamond Foods, Blue Diamond, la italiana Besana o, a nivel nacional, almendras Llopis.

#### Con presencia internacional

El Grupo cuenta con filiales en España (manteniendo sus oficinas centrales en Tarragona), EE.UU. y Portugal- Tiene cinco centros productivos en España, ubicados por proximidad al origen de los frutos suministrados, a fin de garantizar la calidad y conservación de los productos: dos en Reus, especializados en el procesamiento y envasado de frutos secos (con capacidad de 55.000 Tns./año), una planta de descascarado en Castellón (Altura, con capacidad de 17.000 Tns. en cáscara/año) y dos plantas adicionales de procesado, una en Badajoz y otra en Granada (con capacidad de 1.500 Tns. y 300 Tns. al año respectivamente).

Su división agrícola gestiona 2.401 hectáreas cultivables (+31% vs. 2017), destinadas principalmente al cultivo de nueces, almendras y pistachos), concentrándose el grueso en la Península Ibérica (47,5% en España y el 39,2% en Portugal) y el resto en EE.UU. (California).

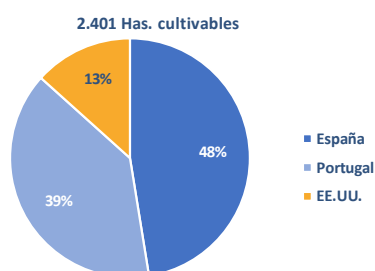
A cierre del 2018 BAIN operaba en 65 países (+11 vs. 2016), destinando el 42% de sus ventas a nivel nacional, y el 50% al resto de los países europeos.

#### Un salto de escala en varias fases, con un cambio de perímetro

La compañía ha llevado a cabo un importante proceso de reestructuración societaria que se inició en 2016, con carácter previo a un intento de ampliación de capital que perseguía captar EUR 23,6Mn para financiar el plan de expansión del Grupo, y que se ha desarrollado en varias fases.

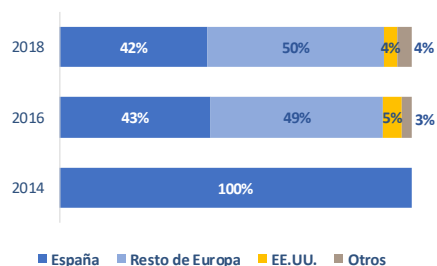
En primer lugar, Borges International Group (Cabecera del Grupo al que pertenece BAIN) adquirió en junio del 2015 el 77,85% del capital de Agrofuse Mediterranean Agricultural Group (Agrofuse Agrícola de Frutos Secos SA, la filial agraria, hasta la fecha en manos de Frusesa Frutos Secos Españoles, también controlada por la familia Pont), realizando en 2016 una ampliación de capital de EUR 50,6Mn, mediante la aportación no dineraria de todas sus

Gráfico 2. Distribución geográfica de las hectáreas en cultivo



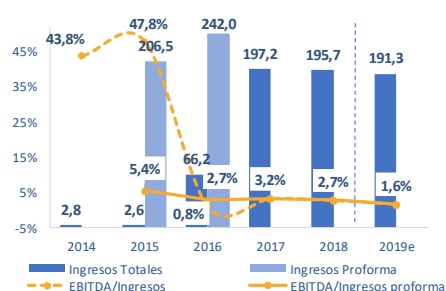
Nota: Datos del 1S 2019

Gráfico 3. Distribución geográfica de ingresos



<sup>1</sup> Business to business.

**Gráfico 4. Ingresos vs. EBITDA/ingresos**



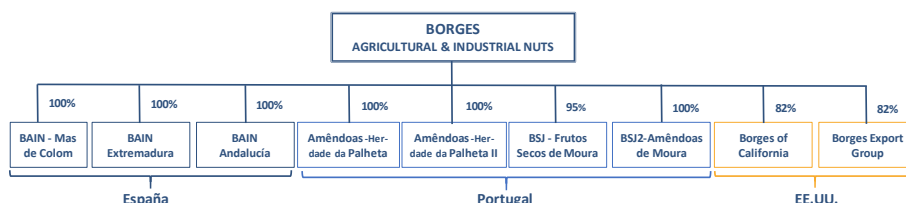
participaciones directas en las sociedades relacionadas con la actividad de producción agrícola, industrial y comercialización de frutos secos al canal B2B y marcas privadas y de terceros, modificando, a continuación, la denominación social de Agrofuse Mediterranean Agricultural Group a Borges Agrigultural & Industrial Nuts (antigua BAIN). Esta transacción supuso la puesta en circulación de 2.421.010 nuevas acciones ordinarias, y el incremento de la participación de la cabecera (Borges International Group) en el capital al 94,5%. Esta primera fase le llevó a multiplicar por 25x los ingresos generados en 2015 (>90x en términos proforma). A título informativo, según la información proforma facilitada por el Grupo, la rentabilidad del negocio comercial e industrial se habría deteriorado de forma considerable (EBITDA/Ingresos 2016 c. 1,8%, -1,5p.p. a/a).

En marzo del 2016 se inició un primer proceso de ampliación de capital, con el objetivo de financiar la expansión del negocio, acelerando la integración vertical del Grupo en la cadena de valor del sector de los frutos secos (mediante la adquisición y/o arrendamiento de terrenos y plantaciones agrícolas), a fin de optimizar la rentabilidad del proceso comercial. De haber tenido éxito esta operación, la participación de la familia fundadora se habría diluido hasta el 70% del capital, permitiendo elevar la liquidez de la acción. No obstante, la falta de interés inversor (al no llegar a completarse la totalidad de la suscripción objetivo) obligó a cancelar la ampliación.

Posteriormente, en mayo de 2017 se aprobó en JGAA un nuevo proceso de reestructuración societaria, que perseguía mejorar las eficiencias del Grupo, al incorporar en su cabecera la mayor parte de su estructura operativa, comercial y de gestión. Este proceso se llevó a cabo en dos fases:

- 1) Una primera, que supuso la fusión por absorción de cuatro de los negocios aportados por Borges International Group un año antes: Frutos Secos Andaluces (participada en un 82,67%), Frusesa-Frutos Secos Españoles (controlada en un 99,73%), Palacitos (en 72,38%) y Almendras de Altura (90%). Las tres primeras filiales dedicadas a la explotación de fincas agrícolas de cultivo de frutos secos y, la última, a la compra/venta, preparación, descascarado, industrialización y comercialización de almendras. La fusión, que se hizo efectiva en julio del 2017, supuso la incorporación al accionariado de la cabecera de los minoritarios de las compañías integradas.
- 2) En la segunda, se llevó a cabo la fusión inversa de la antigua BAIN con su filial Borges S.A.U., titular, ésta última, de autorizaciones, registros y licencias para la comercialización internacional del Grupo, que cuenta con mayor reconocimiento internacional. Esta sociedad representaba antes de efectuar la transacción, el 97% de las ventas del Grupo, siendo propietaria de las tres plantas industriales en las que se procesaron el 90% de los frutos secos del Grupo, concentrando, respectivamente, el 75% y 76% de los empleados y activos del Grupo.

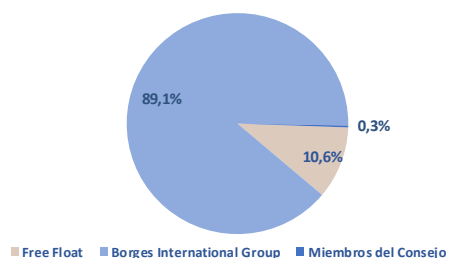
Como resultado, la estructura de la actual BAIN (para el que son únicamente comparables los dos últimos ejercicios fiscales cerrados), es la siguiente:



**Gráfico 5. Composición del accionariado**

La reestructuración societaria ha permitido:

- 1) El posicionamiento de Borges (BAIN) como única compañía europea cotizada integrada en el área de los frutos secos, consolidando su posicionamiento como referente en el mercado europeo (con una cuota de mercado próxima al 7,2% en el segmento de almendras, +0,5p.p. en dos años).



- 2) Dar el salto al mercado continuo: en julio del 2017 debutaron en el mercado continuo las acciones de la nueva BAIN, en el marco de la fusión inversa de Borges SAU (al retomar la adquirente contable la denominación social del Grupo cotizado (antigua BAIN), que había cotizado como Agrofuse en el mercado de corros desde 1987.
- 3) Potenciar su integración en la cadena de valor del sector de los frutos secos: los retornos obtenidos por las filiales agrarias han sido históricamente elevados (el promedio del margen EBITDA de Agrofuse durante el periodo 2011-2015 se situó en el 32%, habiendo alcanzado máximos al final de dicho periodo (47,8%, gracias a la apreciación de las nueces, que entonces representaban el 82% de su producción). El negocio agrario contribuyó a c. 35% del EBITDA del 2018.

### Una estructura accionarial estable en manos de la familia fundadora

BAIN forma parte del Grupo Borges International Group S.L.U., sociedad íntegramente controlada por el holding financiero de la familia Pont, al que pertenecen Borges Branded Foods (Subgrupo especializado en la comercialización de los productos del Grupo al canal Retail y Food Service) y Borges Agricultural & Industrial Edible Oils (Subgrupo especializado en la producción, procesamiento y comercialización B2B de aceites de oliva y de semilla).

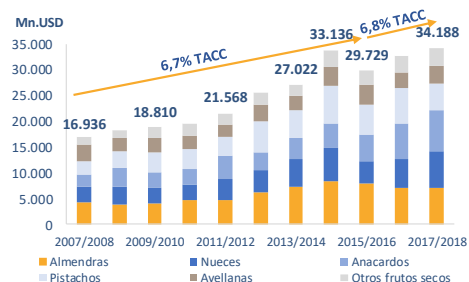
La compañía, ha estado desde sus orígenes controlada por la familia Pont Creus (siendo la generación actual la tercera, desde 1957), que actualmente está desvinculada de la gestión del negocio. Agrofuse (antigua BAIN), estuvo en su origen controlada por Frusesa - Frutos Secos españoles SA (77,85%), sociedad perteneciente a la corporación Borges, cuyo único accionista era Borges Holding, actualmente Pont Family Holding (perteneciente a la familia fundadora), cabecera última del Grupo.

La participación indirecta de los fundadores en BAIN se mantiene en el 89,10%, reduciéndose el free float al 10,6% del capital. No obstante, no descartamos nuevos intentos para captar capital, que resulten en una dilución de la participación de los accionistas de referencia y en una mejora de la liquidez de la acción.



## Sólido crecimiento del mercado: un reclamo para la competencia

**Gráfico 6. Mix del mercado mundial de frutos secos**



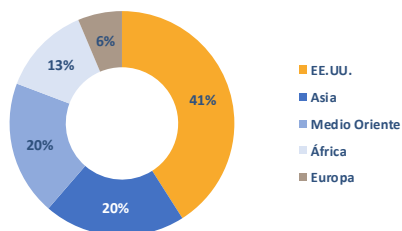
Fuente: INC (International Nuts Council). Datos temporada 2017/2018.

El mercado de los frutos secos (91,3% de la cifra de negocio de BAIN) alcanzó los USD 34,2mMn en la temporada 2017/2018 (excluyendo la producción de cacahuetes en cáscara), tras haber registrado una TACC del 6,7% en la última década. Almendras, nueces, anacardos y pistachos concentran el mercado, contribuyendo al 80% de los ingresos.

EE.UU. es el principal productor de frutos secos, con c. 39% de la producción mundial: es el país líder en la producción de almendras (62% de su producción total), los pistachos (17%) y las nueces (16%), el negocio agrícola que persigue BAIN. Le siguen Asia y Medio Oriente (con c. 19% y 18% de la producción mundial respectivamente).

El mercado de frutas desecadas, más residual para BAIN (6% de su facturación) también ha experimentado un sólido crecimiento en el pasado (TACC +4,9% 2010-2018), habiendo alcanzado USD 7,8MMn en la temporada 2017/2018, con una producción global de 2,8 mTns. El Mercado está dominado por Asia-Pacífico, en el que Turquía lidera el mercado (c 18% de la producción mundial), seguido por EE.UU. (c.12%). Al igual que ocurre con los frutos secos, sus beneficios para la salud están impulsando su consumo, habiéndose constatado una aceleración del crecimiento del mercado (TACC 5,1% en el periodo 2016-2018).

**Gráfico 7. Distribución geográfica de la producción mundial de frutos secos (toneladas)**



Fuente: INC (International Nuts Council). Datos temporada 2017/2018.

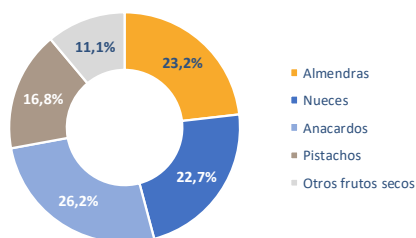
### Frutos secos: una industria muy fragmentada, con bajas barreras de entrada.

Dado el mix de ingresos de BAIN, nos centraremos en la evolución del mercado de las almendras y nueces. Ambos mercados se caracterizan por su elevada fragmentación. A modo de ejemplo, en California, principal productor de almendras a nivel mundial (c. del 80% de la producción, exportando a más de 90 países), unos 6.000 agricultores gestionan c. 283.000 hectáreas. Por otro lado, la ausencia de barreras de entrada seguirá potenciando la fragmentación del mercado, intensificando la competencia.

INC (International Nuts Council) valoraba el mercado de las almendras (64% de la cifra de negocio de BAIN) en USD 7.132Mn. en 2018 (TACC +5,2% 2008-2018, tras haber registrado caídas anualizadas del 5,5% 2016-2018). Diversas fuentes apuntan a un crecimiento anualizado de c. 7% durante la próxima década.

La UE es uno de los principales productores (dado su favorable posicionamiento geográfico a nivel climatológico) y consumidores de almendras, siendo la mayor región importadora de almendras de California (liderada por España). De hecho, a pesar del aumento de la producción a nivel nacional (84.000 Tns. en la temporada 2018/2019<sup>2</sup>, TACC +18% 2016-2019e), la producción es insuficiente para atender la demanda local (c. 27% del consumo europeo en 2016). Aun así, el precio sigue siendo una variable clave (por la presión que puede ejercer la importación de variedades más económicas).

**Gráfico 8. Segmentación del mercado de frutos secos por producto**



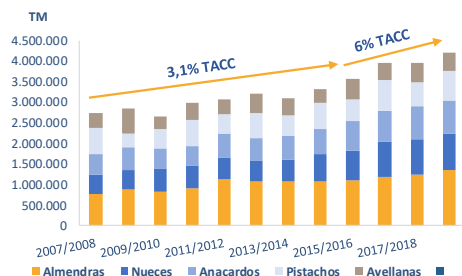
Fuente: INC (International Nuts Council). Datos temporada 2017/2018.

INC valoraba el mercado de nueces (12% de los ingresos del Grupo) en USD 6.975Mn en 2018 (TACC del 8,8% 2008-2018), con una importante aceleración del crecimiento durante los dos últimos años (TACC 2016-2018: +27%). Diversas fuentes apuntan a un crecimiento TACC c. 4% hasta el 2025. El crecimiento debería seguir estando liderado por el mercado asiático, siendo China el principal país productor de nueces (42% de la producción mundial en la temporada 2017/2018).

Los principales motores de crecimiento para ambos segmentos seguirán siendo la ampliación del uso en las industrias de la alimentación (a la que BAIN destina la totalidad de sus productos), farmacéutica y cosmética. Adicionalmente, la creciente incidencia en la población a nivel mundial de la intolerancia a la lactosa, está propiciando un giro desde el consumo de leche de vaca hacia leche a base de, entre otros, nuez y almendras, favoreciendo el crecimiento de su demanda.

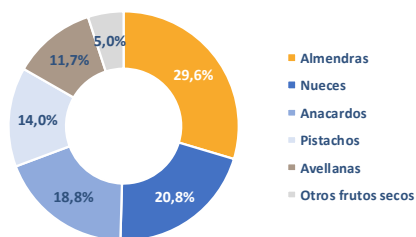
<sup>2</sup> Ministerio de Agricultura y Pesca, Alimentación y Medio Ambiente (MAPAMA): datos de producción en cáscara.

**Gráfico 9. Producción mundial de Frutos Secos (toneladas métricas)**



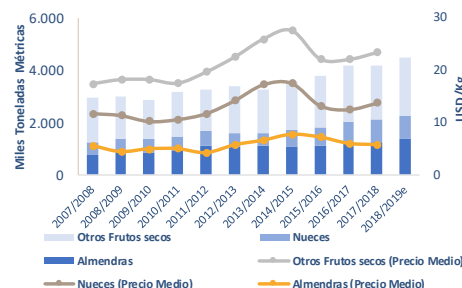
Fuente: INC (International Nuts Council).

**Gráfico 10. Mix de la producción mundial de frutos secos (toneladas)**



Fuente: INC (International Nuts Council).

**Gráfico 11. Producción mundial de frutos secos (toneladas) vs. precio global medio**



Fuente: INC (International Nuts Council).

Entre los principales actores del mercado destacan numerosas compañías privadas tanto en el segmento de nueces (entre las que destacan compañías como Mariani Nut Co., Diamond Foods -adquirida en 2015 por Blue Road Capital-, Alpine Pacific Nut, Poindexter Nut Company, Guerra Nut Shelling Company, Grower Direct Nut Co. Inc.), como en el de las almendras (Blue Diamond, Wonderful Pistachios and Almonds, Mariani Nut Company, Waterford Nut Co, California Gold Almonds, The Almond Company o la italiana Besana World, siendo las únicas referencias puras cotizadas la australiana Select Harvest o la compañía singapurense Olam International. A nivel nacional Borges compete con compañías privadas como Almendras Llopis. Conviene indicar que, aunque la cotizada española, Ecolumber cuente con c. 160 hectáreas en gestión para la producción de nueces y almendras, su negocio principal es la explotación agroforestal para la industria maderera.

Consideramos compañías referentes la belga Greenyard (especializada en el cultivo procesamiento de frutas y hortalizas) y la australiana Select Harvest (especializada en la producción de almendras de alta calidad), si bien los márgenes de ésta última se asimilaban más a los de Agrofuse, (antigua BAIN con carácter a previo a la aportación de los negocios de comercialización y procesamiento). También son referentes la estadounidense Archer-Daniels-Midland (ADM, especializada, entre otros, en el procesamiento de semillas y cereales para la industria de la alimentación), y la compañía de Singapur Olam International (que, además de producir y procesar frutos secos, cuenta con una cartera más amplia de productos destinados a la industria de la alimentación, como té, arroz, aceite de palma, etc.).

**Tabla 1. Margen EBITDA/Ingresos de BAIN vs. comparables**

Compañía	País	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Industria Agrícola</b>						
Greenyard NV	Bélgica	9,0%	9,4%	3,6%	3,4%	3,3%
Sipef NV <sup>(1)</sup>	Bélgica	22,1%	29,1%	64,2%	33,0%	28,4%
Vilmorin & Cie SA	Francia	22,8%	20,8%	21,2%	23,4%	22,4%
<b>Comparables internacionales no europeas</b>						
Select Harvests	Australia	20,4%	23,7%	34,0%	19,0%	22,0%
ADM	EE.UU.	4,6%	4,3%	4,1%	4,1%	4,6%
Olam Intl.	Singapur	5,6%	5,6%	4,7%	3,7%	n.a.
<b>BAIN<sup>(3)</sup></b>	<b>España</b>	<b>43,8%</b>	<b>5,4%</b>	<b>2,7%</b>	<b>3,2%</b>	<b>2,7%</b>
<b>TR. Food Processing.<sup>(2)</sup></b>	<b>n.a.</b>	<b>15,5%</b>	<b>14,9%</b>	<b>15,8%</b>	<b>16,1%</b>	<b>16,8%</b>

<sup>(1)</sup> Datos a 31/12/2017

<sup>(2)</sup> Categoría sectorial de Thomson Reuters (datos en base a agregados)

<sup>(3)</sup> Datos 2014 no comparables (antigua BAIN, previo a la reestructuración societaria). Datos 2015 y 2016 proforma

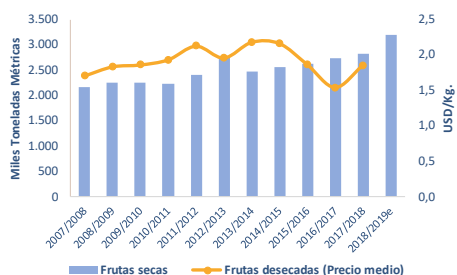
Fuente: Thomson Reuters

**Aun así, el pasado refleja cierta inelasticidad de la demanda.**

Traer a colación que, a pesar de la aciclicidad de la industria, a periodos de excesivo incremento en los precios (en el caso de las nueces, su precio se llegó a duplicar en 2014 respecto a 2011, alcanzando los USD 10,7/Kg, mientras que el precio de las almendras alcanzó máximos en 2015, USD 7,7/Kg, +55% vs. 2011), le han seguido periodos de caída de precios (una TACC del -18,7% entre los años 2015-2017 para las nueces, y del -9,4% para las almendras hasta los 5,7 USD/Kg registrados en 2018) provocados por una contracción de la demanda debida a los elevados precios y el consecuente exceso de oferta (la producción de almendras se incrementó a una tasa anual promedio del 4,8% y la de las nueces un 10,0% en el periodo 2015-2018), poniendo de manifiesto cierta inelasticidad de la demanda. Adicionalmente el impacto de la guerra comercial entre EE.UU. y China podrían seguir presionando los precios en otras regiones.

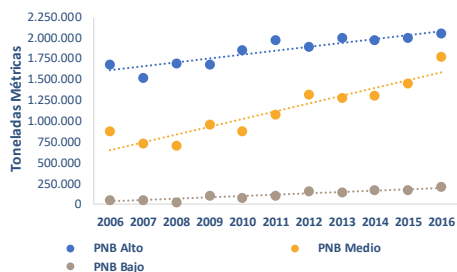
Además, la intensificación de la competencia vendrá acompañada de mayores necesidades de inversión en aras de mejorar la productividad y la calidad de los productos (para alinearlos con los estándares internacionales), adquiriendo la red comercial internacional mayor protagonismo.

**Gráfico 12. Producción mundial de frutas desecadas (toneladas) vs. precio global medio**



Fuente: INC (International Nuts Council).

**Gráfico 13. Consumo estimado de productos secos por PNB**



Fuente: INC (International Nuts Council).

- Economías de ingresos altos: PNB per cápita  $\geq$  12.746 USD (Australia, Chile, EE.UU.,...).
- Economías de ingresos medios: PNB per cápita de 1.046 USD a 12.746 USD (China, Costa de Marfil, India, Sudáfrica,...).
- Economías de ingresos bajos: PNB per cápita  $\leq$  1.406 USD (Afganistán, Burkina Faso, Kenya, Zimbawe,...).

Por otro lado, es previsible que el lanzamiento de productos innovadores a base de almendras/nueces, de mayor valor añadido (BAIN está desarrollando una nueva línea de producción a base de crema de almendra), permita ampliar la base de clientes.

**No obstante, la perspectiva para industria sigue siendo saludable.**

La creciente sensibilidad hacia el mantenimiento de un estilo de vida saludable ha llevado a un incremento del consumo de productos considerados “saludables”. La publicación de numerosos estudios sobre los beneficios para la salud derivada del consumo de frutos secos ha respaldado, igualmente, el crecimiento del consumo de éstos como complementos de la dieta<sup>3</sup> (aupados por la visión favorable de los nutricionistas, debido a la ausencia de colesterol, la aportación de vitamina E, de grasas mono/poli-insaturadas, y, entre otros, de fibra).

Durante los últimos años el mercado asiático se habría consolidado como principal estímulo de la demanda (especialmente India), apoyado en una tendencia hacia hábitos de consumo más saludables en una parte importante de la creciente clase media.

No obstante, la aparición de algunos informes alertando sobre los efectos secundarios de un consumo excesivo de algunos frutos secos<sup>4</sup>, podría moderar el crecimiento esperado para la industria.

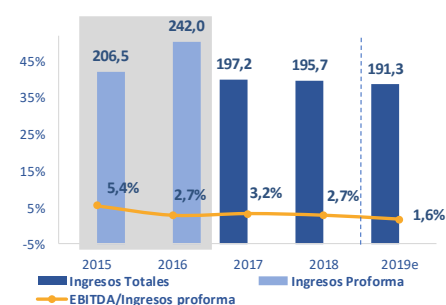
<sup>3</sup> Las nueces ayudan, entre otros, a prevenir enfermedades cardiovasculares y a la función cognitiva. Las almendras son fuente de calcio en la prevención de la osteoporosis.

<sup>4</sup> Interacciones con fármacos (con el excesivo consumo de almendras), sobredosis de vitamina E y/o problemas gastrointestinales, entre otros.



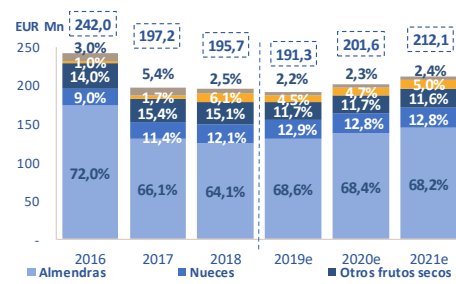
## El elevado endeudamiento y presión de márgenes ponen coto a la aceleración del crecimiento

**Gráfico 14. EBITDA/Ingresos proforma vs. Ingresos**



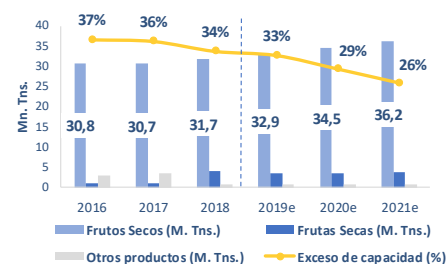
Nota: datos proforma 2015 y 2016.

**Gráfico 15. Mix de ingresos**



Nota: datos proforma para el ejercicio 2016.

**Gráfico 16. Toneladas comercializadas vs. exceso de capacidad**



Nota: datos proforma 2016.

La compañía cierra sus cuentas anuales el 31 de mayo, por lo que toda referencia a los resultados de un determinado año será al periodo comprendido entre el 1 de junio del año anterior y el 31 de mayo del año correspondiente.

La cifra de negocios de BAIN tiene una elevada sensibilidad a la fluctuación de precios de los frutos secos comercializados (que restó -4,6p.p. a su crecimiento en 2018), en particular la nuez y la almendra. Los resultados a noviembre del 2018 han experimentado una aceleración de la contracción de la cifra de negocio del 14,8% (-14,4% 1T 2019), y del 38% a nivel de BAI que, de no ser por la plusvalía realizada con la venta de la unidad de envasado de palomitas (EUR 2Mn), habría entrado ligeramente en números rojos (EUR -0,03Mn), debido, entre otros, al incremento de los costes de las nuevas plantaciones (aun no rentables).

Los resultados incorporan una caída implícita del 7,4% en el volumen comercializado y del 7,3% en precios, al que han contribuido, principalmente, el peor comportamiento del segmento de las almendras (explicando c. del 58% de la caída del negocio) y de las nueces (el 9%, presionado por la caída de precios, tras una cosecha récord de la nuez de California<sup>5</sup>), habiendo contribuido el resto de frutos secos al 30% de la caída (debido a la menor producción de pistachos, al ser ésta una variedad vecedera<sup>6</sup>). El efecto del aumento del autoabastecimiento de frutos secos (16% del total comercializado, +2p.p. vs 1S 2018) habría pasado desapercibido, en un entorno de elevada competencia, en el que el negocio internacional se ha resentido especialmente (-17,6% a/a).

Desde que se optase por la primera reorganización societaria a principios de 2016, la evolución de la cifra de negocios ha sido decreciente (TACC del -10,1% en el periodo 2016-2018 proforma, que se reduciría al -1,8% en el periodo 2015-2018), poniendo de manifiesto una intensificación de la competencia en los principales mercados en los que opera el Grupo. El record de ventas proforma 2016 (+17,2% a/a), se debió a las importantes alzas de precios experimentadas por las nueces y las almendras (ambas en máximos en dicho periodo).

A pesar de los resultados del 1S 2019, es previsible un aumento del esfuerzo comercial del Grupo para elevar las ventas durante el 2S, que compense parcialmente el débil comportamiento del 1S. La estacionalidad del negocio agrario, hace que los datos intermedios no puedan extrapolarse al resto del ejercicio, al estar afectados por el periodo de recolección, con el correspondiente impacto tanto a nivel de inventarios y de autoabastecimiento de materias primas, como en el gasto de personal (debido a la contratación temporal de jornaleros). Esperamos una aceleración de la caída anual de los ingresos en 2019 (EUR 191,3 Mn, -2,3% a/a).

### 2018 – 2021e: progresiva mejora de márgenes vinculada al incremento del autoabastecimiento y a las eficiencias operativas

Nuestras estimaciones contemplan una moderada tasa de crecimiento en ingresos (TACC +2,7% 2018-2021e), con un crecimiento promedio del 3,8% en volumen (+5% en almendras y +1,7% en nueces) y sin variación de precios a medio plazo. El aumento de la comercialización de frutos secos vendrá acompañado de una progresiva reducción de la capacidad de procesamiento, que se situaría en el 26% en 2021e (-8p.p. vs. 2018).

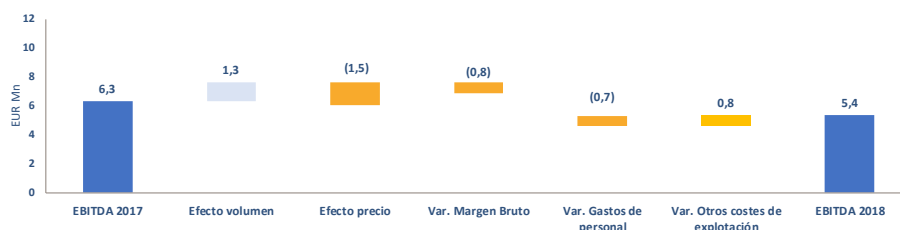
Proyectamos una TACC 2018-2021e del 23% a nivel de EBITDA (sin impacto por divisa). No obstante, cabe señalar la importancia del impacto que la fluctuación de precios ha tenido en el

<sup>5</sup> Región que habría alcanzado una producción de 690.000 toneladas, c. +9,5% a/a.

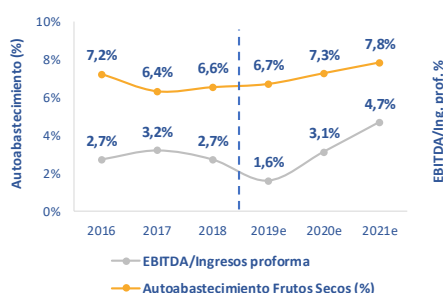
<sup>6</sup> Caracterizada por alternar un año de cosecha de elevada producción, seguida de otro de menor ("año off"), en el que la producción llega a reducirse entre un 30%-40%.

pasado en el EBITDA del Grupo (que llegó a restar EUR 1,5Mn al EBITDA 2018, no pudiendo compensar el efecto positivo derivado del incremento en el volumen comercializado). Nuestras estimaciones contemplan un impacto negativo de c. 40% del EBITDA generado en 2019e por el mismo concepto.

**Gráfico 17. Impactos en el EBITDA 2018**



**Gráfico 18. EBITDA/Ing. Proforma vs. autoabastecimiento de frutos secos (%)**



Nota: datos proforma 2016.

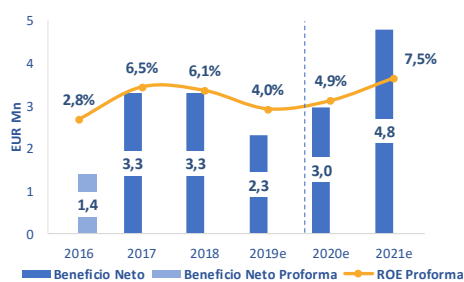
No obstante, los principales factores en los que se sustenta la mejora del margen EBITDA/Ingresos (4,7% en 2021e, +2p.p. vs. 2018), son el aumento del autoabastecimiento de frutos secos (7,8% estimado sobre el total comercializado, +1,3p.p. vs. 2018, al que los nuevos cultivos de almendras contribuirán en un 69%) y la mejora de la productividad (al que la compañía destina el 50% de su CAPEX). Adicionalmente, el futuro lanzamiento de nuevos productos de mayor valor añadido (no incorporado en el modelo), debería respaldar dicha mejora.

#### BN: habrá que esperar al 2020 como año de inflexión

Mientras que los resultados de los dos últimos ejercicios fiscales se han mantenido estables (EUR 3,3Mn), el deterioro del negocio durante el 1S 2019 hará mella en los resultados del año, para el que esperamos una contracción del 30,5% en el BN (EUR 2,3 Mn. 2019e). Excluyendo el impacto del beneficio extraordinario generado con la venta de la unidad de envasado de palomitas (EUR 2 Mn) y los gastos no recurrentes, el beneficio neto ordinario se habría reducido a EUR 0,7Mn. (vs. EUR 3,6Mn. en 2018).

BAIN tiene como política la activación de los trabajos realizados para sus activos biológicos (un promedio del 0,7% de los ingresos y el 22,5% del EBITDA en los dos últimos ejercicios). Nuestras proyecciones contemplan la continuidad de dicho tratamiento contable, incorporando activaciones que contribuirán c. 30% del EBIT generado en el periodo 2019-2021e.

**Gráfico 19. BN vs. ROE**

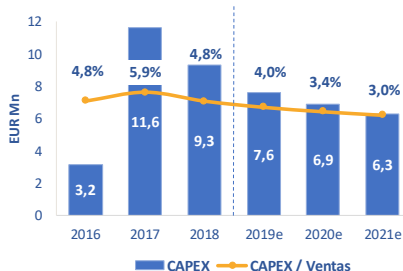


Adicionalmente, el elevado apalancamiento financiero de BAIN (6,5x DN/EBITDA en 2018, que se elevará a 12,6x en 2019e, debido al importante deterioro de márgenes sufrido en el año), incrementará los gastos financieros del ejercicio (20,4% del EBITDA 2019e, +6,4 p.p. a/a). Proyectamos una DN de EUR 38,9Mn en 2019e, que excluye los EUR 2,7Mn en activos inmobiliarios disponibles para la venta. No obstante, es previsible que esta carga financiera se reduzca progresivamente (8% del EBITDA 2021e). Por otro lado, el sistema de refinanciación con el que cuenta el Grupo ha implicado unos gastos financieros adicionales que han mermado el EBITDA recurrente en un promedio del 6,4% durante los dos últimos ejercicios, siendo previsible que continúen haciéndolo en un promedio de c. 1%/año.

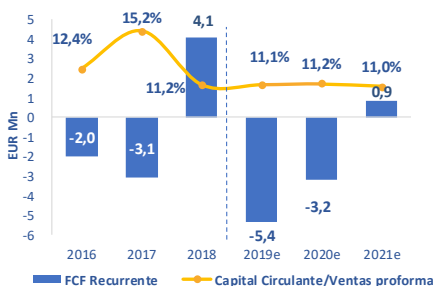
La incorporación de deducciones fiscales vinculadas a su negocio agrícola permitirá mantener un tipo impositivo inferior al 25% corporativo: estimamos un 23% hasta 2021.

Conviene indicar que nuestras estimaciones no contemplan el impacto de la entrada en vigor de la NIIF 16 (enero 2019). Este cambio normativo conllevará un aumento en el balance de los activos vinculados a los arrendamientos operativos de terrenos cultivables y de la deuda financiera por este concepto, con el consiguiente aumento del gasto financiero y de la amortización. Por el contrario, el gasto por arrendamientos, que actualmente representa c. 0,4% de los ingresos del Grupo, se reducirá. Dicho efecto debería percibirse con la publicación de resultados del 3T 2019.

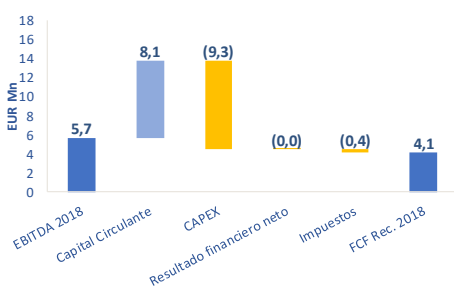
**Gráfico 21. CAPEX/Ventas**



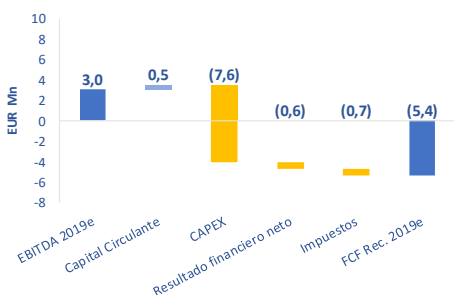
**Gráfico 22. FCF recurrente vs Capital Circulante/Ventas proforma**



**Gráfico 23. Impactos en el Free Cash Flow 2018**

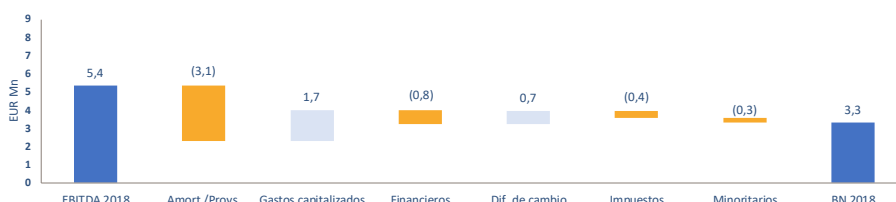


**Gráfico 24. Impactos en el Free Cash Flow 2019**



Tampoco proyectamos el efecto que la divisa pueda tener en la parte baja de la cuenta de resultados en el futuro. A título informativo, el impacto neto de las ineficiencias y/o ausencia en la cobertura de divisa aportó un 24% y 20% del beneficio neto 2017 y 2018 respectivamente.

**Gráfico 20. Impactos en el BN 2018**



En este escenario, es previsible que el EBIT crezca a una TACC del 19,7% en el periodo 2018-2021, no sin antes tocar mínimos en 2019e (EUR 1,6Mn, -60,5% a/a), para incrementarse posteriormente, hasta alcanzar EUR 6,8Mn en 2021e.

Estimamos una TACC del 13,2% 2018-2021e en el BN, reduciéndose el ROE al 4% en 2019e (-2,1p.p. a/a), para situarse en el 7,5% en 2021e.

**CAPEX: se moderará en el medio plazo**

BAIN ha destinado a inversión el 5,5% de los ingresos generados durante los dos últimos ejercicios fiscales. La inversión se ha destinado fundamentalmente al desarrollo de su proyecto agrícola (proyecto PALM), que se inició en diciembre del 2015 con el objetivo de incrementar en 2.500 hectáreas los cultivos de almendros, habiendo completado en la actualidad el 46% del proyecto. El CAPEX se situó en EUR 9,3 Mn en 2018, tras haber alcanzado máximos un año antes (EUR 11,6 Mn).

Dado que BAIN cuenta con exceso de capacidad productiva (34% en 2018), el aumento de la comercialización no debería requerir inversiones adicionales en instalaciones de procesamiento. Así, es previsible que, a pesar de la inversión requerida para el desarrollo de su proyecto agrícola, ésta se modere en el medio plazo, hasta situarse en el 3% de los ingresos en 2021e (-1,8 p.p. vs. 2018). Esta ratio se situaría por debajo de la media del sector (c.4,1% en 2021e), lo que podría explicarse por la intensa inversión realizada en los ejercicios precedentes.

Las inversiones realizadas permitirán elevar a c. 10% el nivel de autoabastecimiento (siendo el objetivo alcanzar c. 20% en el muy largo plazo).

**El circulante debería mantenerse estable**

El promedio de la inversión en circulante se ha situado c.13% de los ingresos (-3y), registrando cierta estacionalidad en el 2T por el efecto que la recogida de las cosechas tiene en los inventarios. A futuro, estimamos un impacto neutro del circulante, que esperamos se mantenga en un promedio del 11,1% (en línea con 2018), siendo fundamental el control de la gestión del pago a proveedores (el periodo medio de pago se dilató un 8% en 2018), que podría mejorar a medida que se eleve el autoabastecimiento de materias primas.

**Free Cash Flow marcado por el CAPEX.**

El FCF se ha visto afectado en 2018 por la intensificación de la inversión (EUR 9,3Mn), que ha sido financiada en más de un 85% por la mejora del circulante (la variación de este último ha supuesto el 1,4x del EBITDA recurrente 2018). En 2019 el CF se verá afectado por el CAPEX (EUR 7,6Mn 2019e) y la menor contribución del circulante (16,9% del EBITDA recurrente 2019e), llevando el FCF recurrente a números negativos (EUR -5,4Mn 2019e).

La venta de la unidad envasadora de palomitas (EUR 4,4Mn) implica una entrada de caja de EUR 1,5Mn en 2019 (difiriéndose el resto del cobro hasta 2021), lo que reduce el consumo de caja a EUR -3,9Mn.

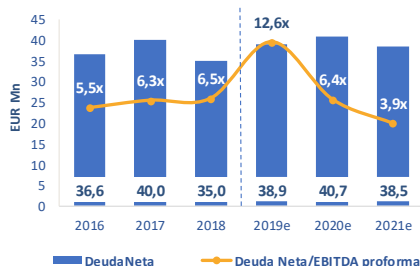
Dividendos: Estimamos pay-out “cero”, en línea con la política de los últimos años. A pesar de la mejora de márgenes y del CAPEX decreciente, habrá que esperar a 2021 para que se consolide la generación de FCF (EUR 2,2Mn en 2021e, EUR 0,9Mn en términos recurrentes). En este escenario, el FCF Yield se situaría en el 2,5% al final del periodo estimado (1% en términos recurrentes), un nivel similar al que ofrecen compañías como la belga Sipef y la australiana Select Harvest, aunque muy por debajo del 6,3% del sector.

**En conclusión: elevado endeudamiento que deja poco margen para acelerar el crecimiento a medio plazo**

El cambio de perímetro del Grupo en 2016, elevó el endeudamiento proforma hasta 5,5x (vs. <3x de sus comparables europeas). Desde que iniciase su cotización la nueva BAIN (2017), la ratio se ha mantenido por encima de 6x, siendo previsible que toque máximos en 2019e (12,6x), por el deterioro sufrido en el EBITDA (-42,2%).

Por este motivo, teniendo en cuenta las importantes necesidades de inversión requeridas para ejecutar el resto del proyecto agrario del Grupo (a expensas de la capacidad del Grupo para captar capital), junto al escaso margen de maniobra que deja un escenario de márgenes deprimidos, es previsible el retraso de su ejecución íntegra, descartando la incorporación de nuevas plantaciones en el medio plazo.

**Gráfico 25. DN/EBITDA vs Deuda Neta**



**Tabla 2. BAIN vs. comparables**

Compañía	Mkt. Cap	EV	País	Cto. Ingresos		DN/EBITDA	
				13-18	. 2018	2018	EV/EBITDA
<b>Industria Agrícola</b>							
Greenyard NV	146,7	664,1	Bélgica	-0,3%	3,3%	2,9x	4,8
Sipef NV	57,4	556,9	Bélgica	2,0%	28,4%	1,3x	7,4
Vilmorin & Cie SA	1.096,6	2.375,3	Francia	-1,0%	22,4%	2,5x	7,9
<b>Comparables internacionales no europeas</b>							
Select Harvests	408,7	449,2	Australia	-23,7%	22,0%	4,0x	48,6
ADM	21.483,6	27.204,4	EE.UU.	2,0%	4,6%	2,2x	10,6
Olam Intl. <sup>(1)</sup>	4.223,6	10.083,9	Singapur	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>BAIN</b>	<b>88,9</b>	<b>128,5</b>	<b>España</b>	<b>n.a.</b>	<b>2,7%</b>	<b>6,5x</b>	<b>24,5</b>
<b>Food Processing Industry<sup>(2)</sup></b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>2,9%</b>	<b>16,8%</b>	<b>1,5x</b>	<b>12,4x</b>

<sup>(1)</sup> Datos a diciembre 2017

<sup>(2)</sup> Categoría sectorial europea de Thomson Reuters (datos en base a agregados)

Fuente: Thomson Reuters

## Inputs de valoración

### Inputs de valoración por DCF

	2019e	2020e	2021e	Perpetuo <sup>(1)</sup>			
Free Cash Flow "To the Firm"	(3,0)	(1,3)	2,8	137			
<b>Market Cap</b>	<b>88,9</b>	A la fecha de este informe					
<b>Deuda financiera neta</b>	<b>35,0</b>	Deuda bancaria neta de Caja (último año cerrado)					
Coste de la deuda	2,4%	Coste de la deuda neta			Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Tasa fiscal efectiva (T)	23,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
<b>Coste de la deuda neta</b>	<b>1,8%</b>	<b>Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)</b>			<b>1,5%</b>	<b>2,2%</b>	
Risk free rate (rf)	1,1%	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 (Thomson Reuters)			0,7	0,9	
<b>Coste del Equity</b>	<b>6,0%</b>	<b>Ke = Rf + (R * B)</b>			<b>5,0%</b>	<b>7,0%</b>	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	71,7%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	28,3%	D			=	=	
<b>WACC</b>	<b>4,8%</b>	<b>WACC = Kd * D + Ke * E</b>			<b>4,0%</b>	<b>5,6%</b>	
<b>G "Razonable"</b>	<b>2,0%</b>				<b>2,5%</b>	<b>1,5%</b>	

(1) Perpetuo calculado sobre Free Cash Flow "to the Firm" recurrente del 2025e actualizado, a fin de reflejar el impacto del margen normalizado EBITDA/Ingresos (6,4%) con un nivel de cobertura de materias primas del 9.1% (+1,3p.p. vs. 2021e)

### Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker Reuters	Mkt. Cap	PER 19e	BPA 19e-21e	EV/EBITDA 19e	EBITDA 19e-21e	EV/Vtas. 19e	Ingresos 19e-21e	EBITDA/Vtas. 19e	FCF Yield 19e	FCF 19e-21e
Greenyard NV	GREENY.BR	146,7	NaN	-67,8%	4,1	-25,8%	0,2	-4,4%	3,7%	-75,2%	9,9%
Sipef NV <sup>(1)</sup>	SIFB.BR	517,3	21,1	61,5%	6,1	33,3%	1,9	14,9%	31,4%	2,0%	124,9%
Vilmorin & Cie SA	VILM.PA	1.096,6	13,7	4,2%	7,8	8,6%	1,7	3,3%	21,4%	4,1%	57,0%
<b>Industria Agrícola</b>			<b>17,4</b>	<b>-0,7%</b>	<b>6,0</b>	<b>5,4%</b>	<b>1,2</b>	<b>4,6%</b>	<b>18,8%</b>	<b>-23,0%</b>	<b>63,9%</b>
Select Harvests	SHV.AX	408,7	20,1	8,1%	10,6	8,4%	2,5	1,7%	23,7%	2,6%	11,1%
ADM	ADM	21.483,6	12,6	6,2%	8,4	0,0	0,5	0,0	0,1	0,1	n.a.
Olam Intl. <sup>(2)</sup>	OLAM.SI	4.223,6	12,4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>Comparables internacionales no europeos</b>			<b>16,3</b>	<b>8,1%</b>	<b>10,6</b>	<b>8,4%</b>	<b>2,5</b>	<b>1,7%</b>	<b>23,7%</b>	<b>2,6%</b>	<b>11,1%</b>
<b>BAIN</b>		<b>88,9</b>	<b>38,7</b>	<b>44,4%</b>	<b>42,38</b>	<b>79,4%</b>	<b>0,69</b>	<b>5,3%</b>	<b>1,6%</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>

<sup>(1)</sup> Data as at december 2018 and growth 2018-2020e

<sup>(2)</sup> No available data

### Análisis de sensibilidad (2020e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 20e	EBITDA 20e	EV/EBITDA 20e
Max	4,2%	8,4	15,6x
Central	3,2%	6,4	20,4x
Min	2,2%	4,4	29,8x

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

EBITDA 20e	CAPEX/Ventas 20e			Escenario	FCF/Yield 20e		
	2,4%	3,4%	4,4%		Max	Central	Min
8,4	0,8	(1,2)	(3,2)	Max	0,9%	-1,4%	-3,6%
6,4	(1,2)	(3,2)	(5,2)	Central	-1,4%	-3,6%	-5,9%
4,4	(3,2)	(5,2)	(7,3)	Min	-3,6%	-5,9%	-8,2%

## ¿Qué puede salir mal?

Consideramos riesgos aquellos que puedan tener un impacto significativo negativo en nuestras proyecciones, principalmente en el resultado operativo y en el free cash flow:

- 1. Elevada sensibilidad del negocio a la fluctuación de los precios de los frutos secos.** El 93,2% de los ingresos del Grupo se concentra en la comercialización de frutos secos, concentrándose el grueso en las almendras (73,6%) y en las nueces (13,8%), siendo la evolución internacional de los precios de estos productos clave. Una caída de un 5% en los precios en ambos productos reduciría el EBITDA 2019e a 2'2Mn (-28,9% vs. vs. nuestras estimaciones). No obstante, BAIN realiza coberturas de las ventas para minimizar el impacto de dichas oscilaciones.
- 2. Dependencia de la mejora de márgenes de la producción de su división agrícola.** La mejora del margen EBITDA/Ingresos (+2,0 p.p. en el periodo 2018-2021e), se apoya un progresivo incremento del autoabastecimiento de productos secos (+1,3p.p. en el mismo periodo). Bajo estas premisas, una disminución de la producción propia total del 20% reduciría el EBITDA generado en el periodo c. 45% (EUR -5,8 Mn FCF 2019e).
- 3. Dependencia de las condiciones meteorológicas.** Los factores meteorológicos afectan tanto al volumen como a la calidad de la producción de su división agrícola. A pesar de las mejoras en las técnicas de irrigación, fuertes periodos de sequía podrían conllevar nuevas restricciones en el consumo del agua afectando la productividad de las plantaciones. A fin de reducir dicho riesgo, BAIN ha ubicado estratégicamente sus plantaciones en la Península Ibérica (86,7% del total, siendo la mayoría de regadío) en zonas templadas, con condiciones climáticas estables y próximas a grandes embalses. A modo de referencia, c. del 35% de sus plantaciones se encuentran en Badajoz, una de las mayores reservas de agua dulce de España (que actualmente concentra c. 12% del agua embalsada en el país)<sup>7</sup>.
- 4. Riesgo de plagas.** BAIN no ha sufrido en el pasado grandes disrupciones en sus cosechas por este motivo. No obstante, la plaga de bacteria *Xylella fastidiosa*, sigue siendo una importante amenaza para la producción de frutos secos nacional, por devastar tanto las plantaciones como las cosechas. El foco que se inició en 2016 en las Islas Baleares, se ha continuado expandiendo en estos años afectando a la Comunidad Valenciana (2017), y de modo más reciente en la Comunidad de Madrid y en Andalucía (2018).
- 5. Riesgo regulatorio.** La regulación europea establece limitaciones a los productores de frutos secos sobre los niveles de residuos y los productos permitidos para la protección de las plantaciones (Reglamentos CE Nº. 1107/2009 y Nº. 396/2005), fijando exigentes requisitos a los niveles de tolerancia de las importaciones de estos productos. El regulador realiza periódicamente revisiones de los niveles aceptados (conforme al artículo 12 del Reglamento 396/2005), que podrían conllevar limitaciones a la comercialización de las cosechas.
- 6. Competencia.** El creciente consumo de frutos secos a nivel mundial (liderado por Asia), junto a las bajas barreras de entrada de la industria, ha incentivado la expansión del cultivo de estos productos a nivel mundial dada su mayor rentabilidad (TACC +6% de la producción mundial de frutos secos en el periodo 2016-2019, y superior en el caso de la producción de almendras y de nueces, +6,7% y +7,7% respectivamente), que podrían seguir presionando los precios a la baja.
- 7. Riesgo divisa.** El Grupo está expuesto tanto por las transacciones internacionales realizadas, como por la consolidación de filiales no Euro. Con el fin de mitigar su impacto en la parte baja del P/L, BAIN realiza coberturas para la adquisición de materias primas. El aumento de la exposición a clientes de países ajenos a la Eurozona (el 25% de sus ingresos a 6M2019), conllevará un mayor riesgo divisa.

<sup>7</sup> Según información disponible en Embalses.net.



## Un Consejo estable, controlado por la familia fundadora

Con motivo de la reorganización de societaria llevada a cabo en 2016, se ha incrementado el número de miembros del Consejo del Grupo para dar entrada a consejeros independientes (desde 2017 el 28,6% de los miembros). La compañía cuenta con un Consejero Delegado Ejecutivo (con más de 26 años de experiencia en el Grupo) y tiene previsto la incorporación de consejeras antes del 2020.

- 1. Un Consejo controlado por la familia fundadora**, ya que sus miembros dominicales (57% de los consejeros), entre los que figura su Presidente, son miembros de la tercera generación de la familia Pont Grau, que cuentan con un promedio de 40 años de experiencia profesional en el Grupo Borges. El Consejero Delegado (nombrado en 2014), es actualmente Director General de Borges International Group (accionista de referencia del Grupo, con el 89,1% del capital), sociedad 100% propiedad del holding familiar de la familia Pont. La duración del cargo de consejero está limitada por los estatutos a un plazo de 4 años, renovables por periodos de igual duración (conforme a la legislación vigente), sin estipular los estatutos limitaciones al número de mandatos, ni al proceso de renovación de dicho órgano (porcentaje máximo de miembros a renovar simultáneamente y/o restricciones temporales).
- 2. Los estímulos al desempeño del Consejo se limitan al Consejero Delegado.** Aunque los estatutos contemplan la retribución en base a acciones y opciones sobre acciones, el sistema actual consiste en el desembolso de un importe fijo (para los consejeros no ejecutivos) y de un variable (para la totalidad de sus miembros), consistente en dietas de asistencia a las reuniones. El sistema retributivo se ha mantenido hasta la fecha estable entorno al 2% del gasto vinculado al personal, alineándose con la limitación establecida por la Comisión de Nombramientos y Retribuciones, los Estatutos Sociales y el Reglamento del Consejo de Administración, que acota la retribución anual del conjunto del Consejo a EUR 0,3Mn. Tan solo el Consejero Delegado se beneficia de un sistema de remuneración variable anual y plurianual (el primero de ellos limitado al 150% de su retribución fija) en función de la consecución de objetivos. Aun así, el control del Consejo por los accionistas de referencia, garantiza la alineación de los intereses del Consejo con los de los accionistas.
- 3. Incentivo al equipo directivo vía bonus.** BAIN tiene un equipo directivo con más de 20 años de experiencia en el sector de frutos secos, desvinculado en su mayoría (desde 2007) de la familia fundadora. El Grupo cuenta con un sistema de retribución variable dirigido al personal clave, que incentiva la consecución de resultados, equilibrando los logros de corto plazo, con la rentabilidad empresarial en el medio/largo plazo. Por otro lado, el sistema de retribuciones carece de sistemas de ahorro a largo plazo, ni de cláusulas indemnizatorias en caso de dimisión o despido. El Grupo tampoco contempla la remuneración mediante entrega de acciones opciones o derechos sobre acciones, o instrumentos referenciados al valor de la acción.
- 4. Sin remuneración al accionista en el corto/medio plazo.** Nuestras proyecciones contemplan la continuidad de la política de dividendos (Pay Out 0%), sin existir ningún compromiso del Grupo con el inicio del pago de dividendos. No obstante, no es descartable la potencial distribución de dividendos una vez que el Grupo alcance una rentabilidad razonable (factor vinculado al momento en que las nuevas plantaciones se encuentren en plena producción).

**Anexo 1. Estados financieros**

Cierre año fiscal: 31-May

<b>Balance (EUR Mn)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016<sup>(*)</sup></b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>		
Inmovilizado inmaterial	-	-	0,2	0,3	0,2	0,0	(0,1)	(0,2)		
Inmovilizado material	7,2	7,4	56,5	65,0	71,9	75,7	80,9	84,2		
Otros activos no corrientes	0,3	0,4	2,6	2,4	2,1	5,1	3,6	2,1		
Inmovilizado financiero	0,0	0,0	0,3	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
Activo circulante	4,3	0,6	76,1	66,8	61,5	60,6	63,3	65,5		
<b>Total activo</b>	<b>11,9</b>	<b>8,4</b>	<b>135,6</b>	<b>134,7</b>	<b>136,2</b>	<b>142,0</b>	<b>148,2</b>	<b>152,2</b>		
Patrimonio neto	9,9	10,8	49,1	52,6	56,4	58,7	61,7	66,5		
Minoritarios	0,6	0,6	3,0	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2		
Provisiones y otros pasivos a LP	-	0,0	3,3	3,1	2,9	2,9	2,9	2,9		
Deuda financiera neta	0,8	(3,6)	36,6	40,0	35,0	38,9	40,7	38,5		
Pasivo circulante	0,7	0,6	43,7	36,8	39,7	39,3	40,7	42,1		
<b>Total pasivo</b>	<b>11,9</b>	<b>8,4</b>	<b>135,7</b>	<b>134,7</b>	<b>136,2</b>	<b>142,0</b>	<b>148,2</b>	<b>152,1</b>		
<b>TACC</b>										
<b>Cuenta de Resultados (EUR Mn)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>14-18</b>	<b>18-21e</b>
<b>Total Ingresos</b>	<b>2,8</b>	<b>2,6</b>	<b>66,2</b>	<b>197,2</b>	<b>195,7</b>	<b>191,3</b>	<b>201,6</b>	<b>212,1</b>	<i>n.a.</i>	<i>2,7%</i>
<i>Cto.Total Ingresos</i>	<i>44,8%</i>	<i>-6,9%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>-0,7%</i>	<i>-2,3%</i>	<i>5,3%</i>	<i>5,2%</i>		
Coste de ventas	(1,0)	(0,7)	(57,8)	(163,7)	(163,2)	(161,2)	(168,1)	(173,6)		
<b>Margen Bruto</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>	<b>8,4</b>	<b>33,5</b>	<b>32,5</b>	<b>30,1</b>	<b>33,4</b>	<b>38,5</b>	<i>n.a.</i>	<i>5,8%</i>
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>63,6%</i>	<i>71,5%</i>	<i>12,7%</i>	<i>17,0%</i>	<i>16,6%</i>	<i>15,7%</i>	<i>16,6%</i>	<i>18,1%</i>		
Gastos de personal	(0,3)	(0,3)	(3,8)	(11,9)	(12,6)	(13,2)	(13,3)	(13,1)		
Otros costes de explotación	(0,3)	(0,3)	(4,1)	(14,8)	(14,2)	(13,9)	(13,8)	(15,3)		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>0,5</b>	<b>6,8</b>	<b>5,7</b>	<b>3,0</b>	<b>6,4</b>	<b>10,1</b>	<b>46,8%</b>	<b>20,9%</b>
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>	<i>171,5%</i>	<i>1,9%</i>	<i>-56,3%</i>	<i>n.a.</i>	<i>-16,0%</i>	<i>-46,8%</i>	<i>111,9%</i>	<i>56,8%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>43,8%</i>	<i>48,0%</i>	<i>0,8%</i>	<i>3,4%</i>	<i>2,9%</i>	<i>1,6%</i>	<i>3,2%</i>	<i>4,7%</i>		
Gastos de reestructuración	-	-	-	-	-	-	-	-		
Otros ingresos / gastos no recurrentes	-	(0,0)	0,0	(0,5)	(0,3)	0,1	(0,1)	(0,1)		
<b>EBITDA</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>0,5</b>	<b>6,3</b>	<b>5,4</b>	<b>3,1</b>	<b>6,3</b>	<b>10,0</b>	<b>44,6%</b>	<b>23,0%</b>
<i>Cto.EBITDA</i>	<i>171,5%</i>	<i>1,7%</i>	<i>-56,0%</i>	<i>n.a.</i>	<i>-15,3%</i>	<i>-42,2%</i>	<i>104,0%</i>	<i>57,7%</i>		
<i>EBITDA/Ingresos</i>	<i>43,8%</i>	<i>47,8%</i>	<i>0,8%</i>	<i>3,2%</i>	<i>2,7%</i>	<i>1,6%</i>	<i>3,1%</i>	<i>4,7%</i>		
Depreciación y provisiones	(0,2)	(0,2)	(0,7)	(3,0)	(3,1)	(3,2)	(3,4)	(3,5)		
Gastos capitalizados	0,2	0,2	0,5	0,9	1,7	1,7	1,6	0,4		
<b>EBIT</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>0,4</b>	<b>4,2</b>	<b>4,0</b>	<b>1,6</b>	<b>4,5</b>	<b>6,8</b>	<b>35,6%</b>	<b>19,7%</b>
<i>Cto.EBIT</i>	<i>184,2%</i>	<i>1,6%</i>	<i>-66,2%</i>	<i>n.a.</i>	<i>-4,7%</i>	<i>-60,5%</i>	<i>184,4%</i>	<i>52,7%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>	<i>42,2%</i>	<i>46,1%</i>	<i>0,6%</i>	<i>2,1%</i>	<i>2,0%</i>	<i>0,8%</i>	<i>2,2%</i>	<i>3,2%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	0,1	0,1	(0,2)	(0,0)	(0,0)	(0,6)	(0,6)	(0,6)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio ordinario</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>0,2</b>	<b>4,2</b>	<b>4,0</b>	<b>0,9</b>	<b>3,9</b>	<b>6,2</b>	<b>32,3%</b>	<b>16,3%</b>
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>	<i>141,4%</i>	<i>3,3%</i>	<i>-84,1%</i>	<i>n.a.</i>	<i>-4,8%</i>	<i>-76,1%</i>	<i>307,6%</i>	<i>61,3%</i>		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	2,0	-	-		
<b>Beneficio antes de impuestos</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>0,2</b>	<b>4,2</b>	<b>4,0</b>	<b>3,0</b>	<b>3,9</b>	<b>6,2</b>	<b>32,3%</b>	<b>16,3%</b>
Impuestos	(0,1)	(0,4)	(0,1)	(0,7)	(0,4)	(0,7)	(0,9)	(1,4)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>9,7%</i>	<i>27,0%</i>	<i>44,3%</i>	<i>16,7%</i>	<i>9,3%</i>	<i>23,0%</i>	<i>23,0%</i>	<i>23,0%</i>		
Minoritarios	(0,1)	(0,1)	(0,0)	(0,2)	(0,3)	(0,0)	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio neto</b>	<b>1,1</b>	<b>0,9</b>	<b>0,1</b>	<b>3,3</b>	<b>3,3</b>	<b>2,3</b>	<b>3,0</b>	<b>4,8</b>	<b>31,4%</b>	<b>13,2%</b>
<i>Cto.Beneficio neto</i>	<i>216,1%</i>	<i>-19,6%</i>	<i>-88,5%</i>	<i>n.a.</i>	<i>0,3%</i>	<i>-30,5%</i>	<i>29,3%</i>	<i>61,3%</i>		
<b>Beneficio ordinario neto</b>	<b>1,1</b>	<b>0,9</b>	<b>0,1</b>	<b>3,7</b>	<b>3,6</b>	<b>0,7</b>	<b>3,0</b>	<b>4,9</b>	<b>34,4%</b>	<b>10,4%</b>
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>193,7%</i>	<i>-17,0%</i>	<i>-84,6%</i>	<i>n.a.</i>	<i>-1,7%</i>	<i>-81,6%</i>	<i>357,4%</i>	<i>59,8%</i>		
<b>TACC</b>										
<b>Cash Flow (EUR Mn)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>14-18</b>	<b>18-21e</b>
<b>EBITDA recurrente</b>						<b>3,0</b>	<b>6,4</b>	<b>10,1</b>	<b>46,8%</b>	<b>20,9%</b>
Var.capital circulante						0,5	(1,2)	(0,8)		
<b>Cash Flow operativo recurrente</b>						<b>3,5</b>	<b>5,2</b>	<b>9,2</b>	<i>n.a.</i>	<i>-12,6%</i>
CAPEX						(7,6)	(6,9)	(6,3)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,6)	(0,6)	(0,6)		
Impuestos						(0,7)	(0,9)	(1,4)		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>						<b>(5,4)</b>	<b>(3,2)</b>	<b>0,9</b>	<i>n.a.</i>	<i>-40,7%</i>
Gastos de reestructuración y otros						0,1	(0,1)	(0,1)		
- Adquisiciones / + Desinversiones						1,5	1,5	1,5		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
<b>Free Cash Flow</b>						<b>(3,9)</b>	<b>(1,9)</b>	<b>2,2</b>	<i>n.a.</i>	<i>-11,9%</i>
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
<b>Variación de Deuda financiera neta</b>						<b>3,9</b>	<b>1,9</b>	<b>(2,2)</b>		

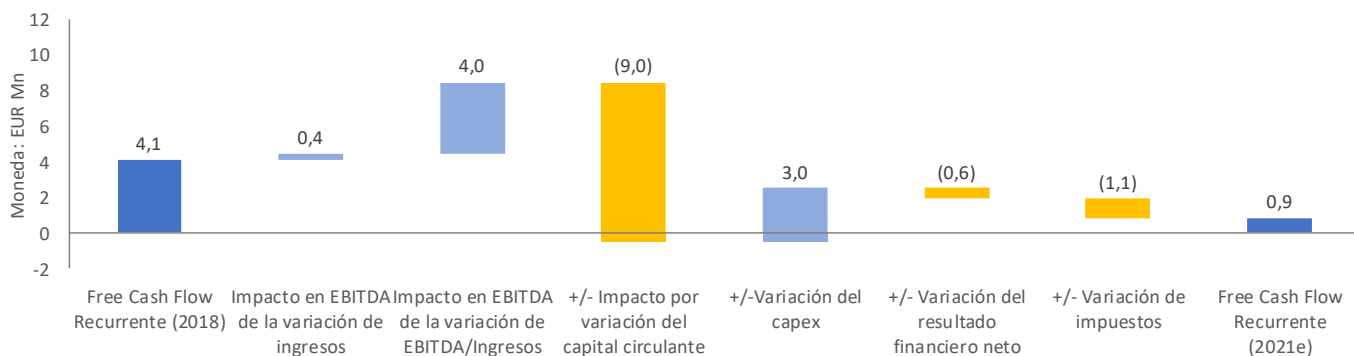
## Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

Cierre año fiscal: 31-May

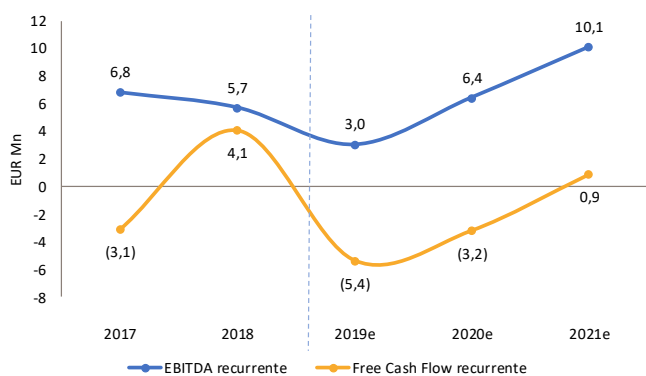
A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	TACC	
								15-18	18-21e
<b>EBITDA recurrente</b>			<b>6,8</b>	<b>5,7</b>	<b>3,0</b>	<b>6,4</b>	<b>10,1</b>	<b>65,8%</b>	<b>20,9%</b>
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>			<i>n.a.</i>	<i>-16,0%</i>	<i>-46,8%</i>	<i>111,9%</i>	<i>56,8%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>			<i>3,4%</i>	<i>2,9%</i>	<i>1,6%</i>	<i>3,2%</i>	<i>4,7%</i>		
+/- Var. Capital circulante			2,5	8,1	0,5	(1,2)	(0,8)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>			<b>9,2</b>	<b>13,8</b>	<b>3,5</b>	<b>5,2</b>	<b>9,2</b>	<b>42,1%</b>	<b>-12,6%</b>
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>			<i>n.a.</i>	<i>49,4%</i>	<i>-74,4%</i>	<i>46,3%</i>	<i>77,9%</i>		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>			<i>4,7%</i>	<i>7,0%</i>	<i>1,8%</i>	<i>2,6%</i>	<i>4,3%</i>		
- CAPEX			(11,6)	(9,3)	(7,6)	(6,9)	(6,3)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow			(0,0)	(0,0)	(0,6)	(0,6)	(0,6)		
- Impuestos			(0,7)	(0,4)	(0,7)	(0,9)	(1,4)		
<b>= Free Cash Flow recurrente</b>			<b>(3,1)</b>	<b>4,1</b>	<b>(5,4)</b>	<b>(3,2)</b>	<b>0,9</b>	<b>-1,6%</b>	<b>-40,7%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>			<i>-91,2%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>-40,1%</i>	<i>n.a.</i>		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>			<i>n.a.</i>	<i>2,1%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>0,4%</i>		
- Gastos de reestructuración y otros			(0,6)	(0,6)	0,1	(0,1)	(0,1)		
- Adquisiciones / + Desinversiones			(0,0)	(0,2)	1,5	1,5	1,5		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow			-	-	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow</b>			<b>(3,8)</b>	<b>3,2</b>	<b>(3,9)</b>	<b>(1,9)</b>	<b>2,2</b>	<b>-7,9%</b>	<b>-11,9%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow</i>			<i>-89,3%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>-51,8%</i>	<i>n.a.</i>		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>			<i>n.a.</i>	<i>4,6%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>1,0%</i>		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>			<i>n.a.</i>	<i>3,6%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>2,5%</i>		
<b>B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)</b>									
	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e		
<b>Free Cash Flow recurrente (Año -1)</b>			<b>(3,1)</b>	<b>4,1</b>	<b>(5,4)</b>	<b>(3,2)</b>			
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos			(0,0)	(0,1)	0,2	0,3			
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos			(1,0)	(2,5)	3,2	3,3			
<b>= Variación EBITDA recurrente</b>			<b>(1,1)</b>	<b>(2,7)</b>	<b>3,4</b>	<b>3,6</b>			
+/- Impacto por variación del capital circulante			5,7	(7,6)	(1,7)	0,4			
<b>= Variación del Cash Flow operativo recurrente</b>			<b>4,6</b>	<b>(10,3)</b>	<b>1,6</b>	<b>4,0</b>			
+/- Variación del CAPEX			2,3	1,7	0,7	0,6			
+/- Variación del resultado financiero neto			(0,0)	(0,6)	-	0,0			
+/- Variación de impuestos			0,3	(0,3)	(0,2)	(0,5)			
<b>= Variación del Free Cash Flow recurrente</b>			<b>7,2</b>	<b>(9,5)</b>	<b>2,2</b>	<b>4,1</b>			
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>			<b>(3,1)</b>	<b>4,1</b>	<b>(5,4)</b>	<b>(3,2)</b>	<b>0,9</b>		
<b>C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)</b>									
	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	TACC	
<b>EBIT</b>			<b>4,2</b>	<b>4,0</b>	<b>1,6</b>	<b>4,5</b>	<b>6,8</b>	<b>49,4%</b>	<b>19,7%</b>
* <i>Tasa fiscal teórica</i>			<i>16,7%</i>	<i>9,3%</i>	<i>23,0%</i>	<i>23,0%</i>	<i>23,0%</i>		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)			(0,7)	(0,4)	(0,4)	(1,0)	(1,6)		
<b>EBITDA recurrente</b>			<b>6,8</b>	<b>5,7</b>	<b>3,0</b>	<b>6,4</b>	<b>10,1</b>	<b>65,8%</b>	<b>20,9%</b>
+/- Var. Capital circulante			2,5	8,1	0,5	(1,2)	(0,8)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>			<b>9,2</b>	<b>13,8</b>	<b>3,5</b>	<b>5,2</b>	<b>9,2</b>	<b>42,1%</b>	<b>-12,6%</b>
- CAPEX			(11,6)	(9,3)	(7,6)	(6,9)	(6,3)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)			(0,7)	(0,4)	(0,4)	(1,0)	(1,6)		
<b>= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente</b>			<b>(3,1)</b>	<b>4,1</b>	<b>(4,4)</b>	<b>(2,7)</b>	<b>1,3</b>	<b>-0,7%</b>	<b>-31,3%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>			<i>-91,2%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>-38,2%</i>	<i>n.a.</i>		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>			<i>n.a.</i>	<i>0,0</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>0,0</i>		
- Adquisiciones / + Desinversiones			(0,0)	(0,2)	1,5	1,5	1,5		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow			-	-	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow "To the Firm"</b>			<b>(3,1)</b>	<b>3,9</b>	<b>(3,0)</b>	<b>(1,3)</b>	<b>2,8</b>	<b>-2,1%</b>	<b>-10,4%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>			<i>-91,1%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>-57,0%</i>	<i>n.a.</i>		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>			<i>n.a.</i>	<i>3,1%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>1,0%</i>		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>			<i>n.a.</i>	<i>3,0%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>2,1%</i>		

(\*) En 2016 tuvo lugar un cambio de perímetro, no siendo comparable la información. En 2017 se realizó la fusión inversa de Borges S.A.U.

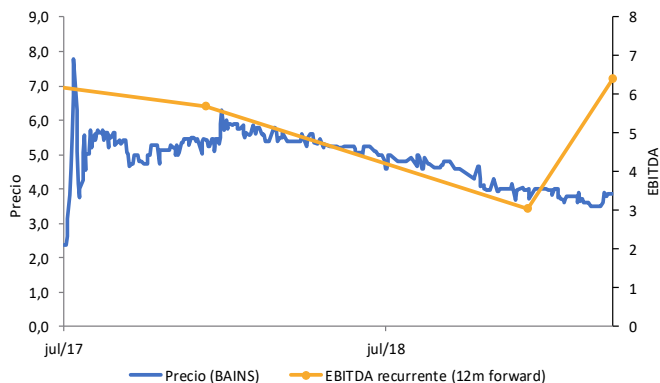
**Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2018 - 2021e)**



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



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



## Anexo 3. Comportamiento histórico <sup>(1)</sup>

Cierre año fiscal: 31-May

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	TACC	
															08 - 18	18-21e
Total Ingresos										197,2	195,7	191,3	201,6	212,1	63,9%	2,7%
Cto. Total ingresos										n.a.	-0,7%	-2,3%	5,3%	5,2%		
EBITDA										6,3	5,4	3,1	6,3	10,0	36,9%	23,0%
Cto. EBITDA										n.a.	-15,3%	-42,2%	104,0%	57,7%		
EBITDA/Ingresos										3,2%	2,7%	1,6%	3,1%	4,7%		
Beneficio neto										3,3	3,3	2,3	3,0	4,8	76,9%	13,2%
Cto. Beneficio neto										n.a.	0,3%	-30,5%	29,3%	61,3%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)										23,1	23,1	23,1	23,1	23,1		
BPA (EUR)										0,14	0,14	0,10	0,13	0,21		
Cto. BPA										n.a.	0,4%	-30,5%	29,3%	61,3%		
BPA ord. (EUR)										0,16	0,16	0,03	0,13	0,21		
Cto. BPA ord.										n.a.	-1,6%	-81,6%	n.a.	59,8%		
CAPEX										(11,6)	(9,3)	(7,6)	(6,9)	(6,3)		
CAPEX/Vtas % <sup>1</sup>										5,9%	4,8%	4,0%	3,4%	3,0%		
Free Cash Flow										(3,8)	3,2	(3,9)	(1,9)	2,2	41,4%	-11,9%
DN/EBITDA (x) <sup>(2)</sup>										6,3x	6,5x	12,6x	6,4x	3,9x		
PER (x)										38,3x	27,7x	38,7x	n.a.	n.a.		
EV/Vtas (x)										0,9x	0,7x	0,7x	0,7x	0,6x		
EV/EBITDA (x) <sup>(2)</sup>										27,1x	24,5x	42,4x	20,8x	13,2x		
Comport. Absoluto										129,1%	-27,3%	-3,0%				
Comport. Relativo vs Ibox 35										113,3%	-14,5%	-12,3%				

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 Thomson Reuters. Se facilitan los datos desde 2017 (fusión inversa de Borges), no siendo comparables los ejercicios anteriores debido al cambio de perímetro implementado en febrero del 2016.

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

## Anexo 4. Principales competidores 2019e

Market data	EUR Mn	Industria Europea			Media	Otros	
		Greenyard NV	Sipf NV	Vilmorin & Cie SA		Benchmark	Globales
Ticker (Reuters)		GREENY.BR	SIFB.BR	VILM.PA		SHV.AX	ADM
Country		Bélgica	Bélgica	Francia		Australia	EE.UU.
Market cap		146,7	517,3	1.096,6	586,9	408,7	21.483,6
Enterprise value (EV)		664,1	556,9	2.375,3	1.198,8	446,1	27.204,4
Total Revenues		4.296,7	291,1	1.417,0	2.001,6	176,9	58.987,7
Total Revenues growth		2,9%	9,7%	5,3%	5,9%	320,4%	5,1%
2y CAGR (2019e - 2021e)		-4,4%	14,9%	3,3%	4,6%	1,7%	2,1%
EBITDA		160,5	91,3	303,4	185,1	42,0	3.251,5
EBITDA growth		14,9%	21,1%	0,6%	12,2%	n.a.	26,1%
2y CAGR (2019e - 2021e)		-25,8%	33,3%	8,6%	5,4%	8,4%	2,1%
EBITDA/Revenues		3,7%	31,4%	21,4%	18,8%	23,7%	5,5%
Net Profit		39,3	37,9	96,2	57,8	20,5	1.775,1
Net Profit growth		n.a.	56,4%	25,1%	40,8%	n.a.	14,2%
2y CAGR (2019e - 2021e)		-64,4%	59,2%	3,4%	-0,6%	8,8%	7,3%
Capex		60	60	206	108,4	16	823
CAPEX/Sales %		1,4%	20,4%	14,5%	12,1%	9,3%	1,4%
Free Cash Flow		33,1	15,0	37,6	28,5	15,7	1.492,7
Net financial debt		351,3	100,6	784,6	412,2	36,5	4.754,6
ND/EBITDA (x)		2,2	1,1	2,6	2,0	0,9	1,5
Outstanding Shares		42,8	10,5	22,9		95,2	567,0
Pay-out		0,0%	26,9%	33,7%	20,2%	51,8%	40,2%
P/E (x)		n.a.	21,1	13,7	17,4	20,1	12,6
P/BV (x)		0,3	0,9	0,9	0,7	1,6	1,2
EV/Revenues (x)		0,2	1,9	1,7	1,2	2,5	0,5
EV/EBITDA (x)		4,1	6,1	7,8	6,0	10,6	8,4
ROE		(1,1)	4,2	6,2	3,1	8,2	9,2
FCF Yield (%)		(75,2)	2,0	4,1	(23,0)	2,6	7,6
DPS		-	1,0	1,4	0,8	0,1	1,3
Price Close		3,3	49,0	47,9		4,3	38,4
Dvd Yield		0,0%	2,0%	3,0%	1,6%	2,6%	3,3%

Nota 1: Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Thomson Reuters). 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).

## 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 cotizan en los mercados secundarios oficiales, y específicamente 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 (IEAF), asociación profesional sin ánimo de lucro.

### DISCLAIMER

El Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) 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 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 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 su departamento 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 ha sido revisado por el emisor con anterioridad a 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@ieaf.es](mailto:secretaria@ieaf.es) 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 IEF 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 IEF Servicios de Análisis S.L.U. El Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) y/o su filial IEF 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. IEF Servicios de Análisis tiene como objetivo la publicación de (al menos) un informe o nota trimestral de actualización de la compañía analizada.

**Estados Unidos.** IEF 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 recomendaciones

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
11-Abr-2019	n.a.	3,84	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	Ana Isabel González García