

ADL BIONATUR SOLUTIONS

Productos farmacéuticos y biotecnología

Luis Arredondo 917829158
Arredondol@bancsabadell.com

Comenzando el delivery a nivel operativo

Cierre (09-05-2019): 2,23 euros/acc.

Rango de P.O.: 2,50-4,11 euros/acc. (+48,2% potencial)

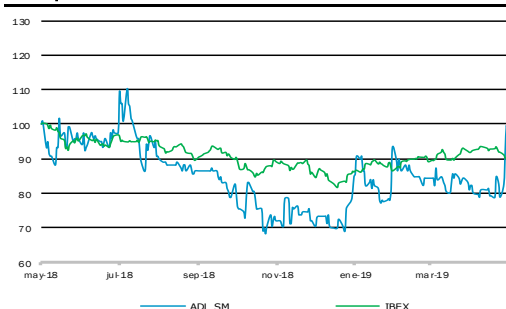
INFORMACIÓN CLAVE

Reuters / Bloomberg:	ADL.MC/ADL SM
Cap. Bursatil	87 M
# acciones:	39,4 M
12M Max/Min:	2,60/1,61
Perf. Rel. IBEX (1,3,6 meses):	19,4%/-2,4%/29,3%
Vol. medio acc. M Eur/M Acc.	0,019/0,01
Beta (5años)	0,81
Free-float:	21,7%
Rating(S&P, M, F)	NR / NR / NR
Accionistas Principales	
Black Toro Capital 73,23%, Victor Infante 5,08%	

BS(e)	2018	2019e	2020e
Ingresos Totales	25	51	60
Crec. %	72,8%	103,7%	16,5%
EBITDA	-12	9	13
Crec. %	n.a.	n.a.	44,0%
Margen EBITDA	-48,4%	17,9%	22,1%
EBIT	-15	6	10
Crec. %	n.a.	n.a.	58,1%
Margen EBIT	-59,2%	12,4%	16,8%
BDI	-17	3	6
Crec. %	n.a.	n.a.	88,7%
x ACC.	2018	2019e	2020e
BPA	-0,49	0,09	0,17
Crec. %	n.a.	n.a.	88,7%
BPA Ajustado	-0,49	0,09	0,17
Crec. %	n.a.	n.a.	88,7%
DPA	0,00	0,00	0,00
Crec. %	n.a.	n.a.	n.a.
CFPA	-0,71	-0,34	0,14
Crec. %	n.a.	n.a.	n.a.
RATIOS	2018	2019e	2020e
PER	-4,49x	23,91x	12,67x
PER Ajustado	-4,49x	23,91x	12,67x
PCF	-3,12x	-6,50x	15,67x
PVC	3,80x	3,28x	2,60x
ROE	-84,6%	13,7%	20,5%
Yield	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Ingresos	4,67x	2,49x	2,03x
EV/EBITDA	-9,65x	13,97x	9,19x
EV/EBIT	-7,89x	20,18x	12,09x

Fuente: Análisis BS

Compañía vs Índice IBEX:



Fuente: Bloomberg

- Los Rdos.1T'19 de ADL Bionatur dejaron unos **ingresos de ~10 M euros**, que suponen multiplicar por **~2,3x los del 1T'18** y colocan a la compañía en una posición favorable para alcanzar su **guidance de ~50 M euros para 2019** (en línea con los 51 M euros de nuestras estimaciones). Además, marcan como objetivo **comprometer el 100% de su capacidad productiva en CMO** (2.400 m³) a finales de 2019 (vs ~85% que tiene actualmente), una condición necesaria para conseguir la expansión de márgenes EBITDA hasta el ~26% que asumimos en nuestras estimaciones (inferiores al objetivo del 30% de la compañía).
- Por divisiones, **CMO (~80% ingresos) casi triplicó sus ingresos**, lo que se debe a la mejora de sus instalaciones y la firma de nuevos contratos. Recordamos que la compañía aumentó su nivel de utilización desde octubre '18 hasta el ~63% (actualmente utiliza 6 de los 8 fermentadores más grandes de 225 m³). En **API's (~9% ingresos)** los ingresos **cayeron un -14%**, algo que ya vimos en los Rdos. 1S'18 y que la compañía atribuye a la estacionalidad de la demanda y al proceso de registro por parte de las agencias reguladoras de su gama de productos orales y estériles, que previsiblemente estará finalizado antes del 2S'19. El **resto de ingresos (~11% total) se multiplicaron por 3x**, sin que se haya publicado detalle de por subdivisión. Recordamos que en este grupo se incluiría el I+D, ingresos por contratos de servicios recurrentes (*Wacker Chemie*), así como el área de producto propio, donde se incluye salud animal y salud humana.
- El **EBITDA trimestral** se situó por primera vez en **terreno positivo** con un importe de +0,1 M euros vs -2,85 M euros en 1T'18. Esperamos que este resultado sea el comienzo de un **proceso de expansión de márgenes** impulsado por el crecimiento de ventas (+29% TACC '18-23) y el **apalancamiento operativo** de la compañía derivado de su importante estructura de costes fijos. Así, esperamos márgenes EBITDA en el entorno del ~26% en 2022 vs ~33% de su sector.
- Tras estos Rdos.1T'19, (y en base a la confirmación por parte de la compañía de que en el 2T'19 los ingresos siguen creciendo por encima del 100%), **mantenemos sin cambios nuestras estimaciones operativas**, que como hemos comentado, recogen en **2019 unos ingresos de ~51M euros** (~2x ingresos '18; en línea con los 50 M euros esperados por ADL Bionatur) y un EBITDA ~9 M euros (vs -8,7 M euros ajustado '18) gracias a la estabilización de los gastos indirectos. Por otro lado, la compañía **mantiene su guidance de BDI positivo en 2019** que nosotros ya recogemos en nuestras estimaciones (3,1 M euros 2019 BS(e)).
- Mantenemos sin cambios nuestro **rango valoración a nivel EV de 141/205 M euros** (6,5x/7,2x EV/EBITDA) al que llegamos a través de un DCF (9% WACC y g 2%) asumiendo por un lado las estimaciones de la compañía y por otro, un escenario base más conservador que recoge un EBITDA 2023 un -34% inferior al previsto por ADL. A nivel de *equity* esto implica un **rango de valoración entre 2,50 y 4,11 euros/acc.** lo que supone un potencial del +48% en el punto medio.

1. DATOS FINANCIEROS

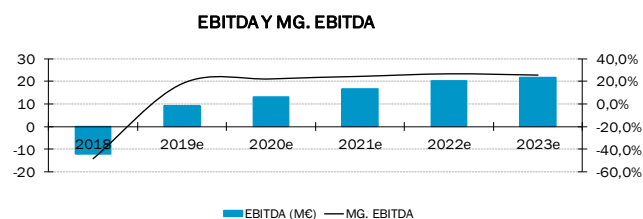
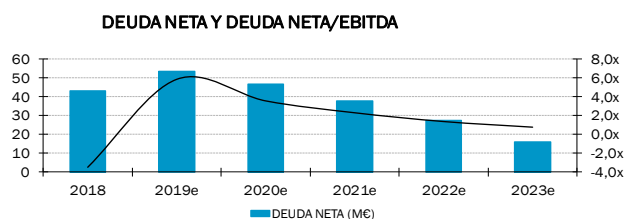
PERDIDAS Y GANANCIAS	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	TACC 18/22
Ingresos totales	14,6	25,3	51,5	60,0	68,3	75,2	31,3%
<i>Crec%</i>	<i>n.a.</i>	<i>72,8%</i>	<i>103,7%</i>	<i>16,5%</i>	<i>13,9%</i>	<i>12,2%</i>	
EBITDA	-10,4	-12,2	9,2	13,2	16,6	20,3	n.a.
<i>Crec%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>44,0%</i>	<i>25,5%</i>	<i>22,4%</i>	
<i>Margen EBITDA</i>	<i>-71,0%</i>	<i>-48,4%</i>	<i>17,9%</i>	<i>22,1%</i>	<i>24,3%</i>	<i>27,0%</i>	
EBIT	-12,6	-14,9	6,4	10,1	13,1	16,4	n.a.
<i>Crec%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>58,1%</i>	<i>29,8%</i>	<i>25,4%</i>	
<i>Margen EBIT</i>	<i>-86,1%</i>	<i>-59,2%</i>	<i>12,4%</i>	<i>16,8%</i>	<i>19,1%</i>	<i>21,8%</i>	
Gastos financieros netos	-1,2	-1,0	-2,2	-2,2	-1,9	-1,2	4,2%
<i>Crec%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>113,8%</i>	<i>-0,7%</i>	<i>-10,3%</i>	<i>-29,1%</i>	
Impuestos		0,4	1,3	-1,1	-2,0	-2,0	n.a.
Tasa Impositiva (%)	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	
Minoritarios s/ BAI (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
BDI	-12,8	-16,7	3,1	5,9	8,3	11,4	n.a.
Nº Accs medio	5,1	33,9	33,9	33,9	33,9	33,9	
BPA	-2,52 €	-0,49 €	0,09 €	0,17 €	0,25 €	0,34 €	n.a.
<i>Crec%</i>	<i>n.a.</i>	<i>-80,5%</i>	<i>-118,8%</i>	<i>88,7%</i>	<i>40,8%</i>	<i>33,5%</i>	
BPA Ajust.	-2,52 €	-0,49 €	0,09 €	0,17 €	0,25 €	0,34 €	n.a.
<i>Crec%</i>	<i>n.a.</i>	<i>-80,5%</i>	<i>-118,8%</i>	<i>88,7%</i>	<i>40,8%</i>	<i>33,5%</i>	
DPA	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	n.a.
<i>Payout (%)</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	
<i>Yield (%)</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	
Capex	7,5	11,2	15,4	3,2	3,6	4,0	-22,9%

FLUJOS DE TESORERIA (M euros)	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	TACC 18/22
BDI	-12,8	-16,7	3,1	5,9	8,3	11,4	n.a.
+Amortizaciones	2,2	2,7	2,8	3,2	3,6	4,0	9,7%
-Variación Circulante Neto	-0,3	-1,1	2,1	1,1	1,1	0,8	n.a.
-Total Inversiones brutas	7,5	11,2	15,4	3,2	3,6	-4,0	n.a.
+/- Desinversiones y otros Ajustes	12,7	13,4	1,0	2,0	1,8	0,1	-68,4%
Cash Flow Libre Operativo	-5,1	-10,6	-10,5	6,8	9,0	18,6	n.a.
-Dividendos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	n.a.
Cash Flow Libre (después de divid.)	-5,1	-10,6	-10,5	6,8	9,0	18,6	n.a.

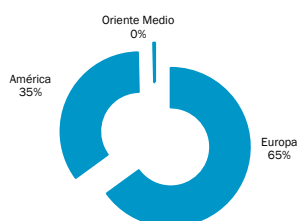
BALANCE (M Euros)	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	TACC 18/22
Activo fijo	42,1	51,5	64,1	64,1	64,1	64,4	5,8%
Circulante neto	6,0	5,0	7,0	8,2	9,3	10,1	19,5%
<i>% circulante neto / Ventas</i>	<i>40,9%</i>	<i>19,6%</i>	<i>13,7%</i>	<i>13,6%</i>	<i>13,6%</i>	<i>13,4%</i>	-9,0%
Patrimonio neto atribuible	24,8	19,8	22,9	28,8	37,2	62,2	33,2%
Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	n.a.
Deuda Neta	32,2	42,9	53,3	46,6	37,6	16,4	-21,3%
<i>Deuda Neta / Equity</i>	<i>1,3x</i>	<i>2,2x</i>	<i>2,3x</i>	<i>1,6x</i>	<i>1,0x</i>	<i>0,3x</i>	
<i>Deuda Neta / EBITDA</i>	<i>-3,1x</i>	<i>-3,5x</i>	<i>5,8x</i>	<i>3,5x</i>	<i>2,3x</i>	<i>0,8x</i>	
<i>% circulante neto / Ventas</i>	<i>40,9%</i>	<i>19,6%</i>	<i>13,7%</i>	<i>13,6%</i>	<i>13,6%</i>	<i>13,4%</i>	
ROE	-51,8%	-84,6%	13,7%	20,5%	22,4%	18,3%	
ROCE	-21,4%	-23,7%	6,3%	10,0%	13,1%	15,6%	

RATIOS DE MERCADO	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
EV/Ventas	2,82x	4,27x	2,30x	1,86x	1,50x	1,14x
EV/EBITDA	-3,97x	-8,83x	12,88x	8,43x	6,18x	4,20x
ROCE/WACC	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
PER	-0,70x	-3,89x	20,72x	10,98x	7,80x	6,07x
PER Ajustado	-0,70x	-3,89x	20,72x	10,98x	7,80x	6,07x
P/CF	-0,51x	-2,70x	-5,64x	13,58x	9,00x	6,54x
P/VC	0,36x	3,29x	2,84x	2,26x	1,75x	1,11x
FCF Yield	-42,5%	-19,3%	-7,0%	8,0%	10,7%	13,9%

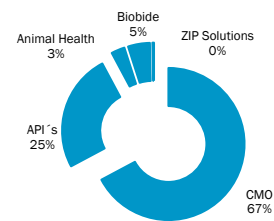
2. DATOS OPERATIVOS



VENTAS POR GEOGRAFÍA 2018



VENTAS POR DIVISIÓN 2018



Dirección Análisis

Assistants

Ana Torrente: TorrenteA@bancsabadell.com
Eamon Donoghue: DonoghueE@bancsabadell.com
Concha Galán: GalanC@bancsabadell.com
Héctor Vicente: VicenteH@bancsabadell.com

Director Análisis

Nicolás Fernández: FernandezNi@bancsabadell.com

Financieras

Esther Castro: CastroEs@bancsabadell.com
M.ª Paz Ojeda: OjedaM@bancsabadell.com

Utilities, gas y energía

Javier Esteban: EstebanJ@bancsabadell.com
Álvaro del Pozo: Alvaro.DelPozo@bancsabadell.com

TMTs

Andrés Bolumburu: BolumburuA@bancsabadell.com
Álvaro del Pozo: Alvaro.DelPozo@bancsabadell.com

Industriales

Francisco Rodríguez: RodriguezFra@bancsabadell.com
Óscar Rodríguez: RodriguezOsc@bancsabadell.com
Alfredo del Cerro: delCerroA@bancsabadell.com
Luis Arredondo: ArredondoL@bancsabadell.com

**Farmacia, química y
papeleras**

Javier Esteban: EstebanJ@bancsabadell.com
Luis Arredondo: ArredondoL@bancsabadell.com

**Construcción, materiales de
construcción, inmobiliarias y
REITS**

Ignacio Romero: Romerolgnacio@bancsabadell.com
Alfredo del Cerro: delCerroA@bancsabadell.com
Luis Arredondo: ArredondoL@bancsabadell.com

**Distribución, retail, logística,
alimentación y bebidas**

Ignacio Romero: Romerolgnacio@bancsabadell.com
Arancha Piñeiro: PineiroA@bancsabadell.com

**Hoteles, transportes y
autopistas**

Francisco Rodríguez: RodriguezFra@bancsabadell.com

Derivados, Técnico y Cuantitativo

Diego Ferrer: FerrerDiego@bancsabadell.com

Equipo Small&Medium

Javier Esteban: EstebanJ@bancsabadell.com
Ignacio Romero: Romerolgnacio@bancsabadell.com
Alfredo del Cerro: delCerroA@bancsabadell.com
Luis Arredondo: ArredondoL@bancsabadell.com

Equipo Eurostoxx50

Francisco Rodríguez: RodriguezFra@bancsabadell.com
Arancha Piñeiro: PineiroA@bancsabadell.com
Óscar Rodríguez: RodriguezOsc@bancsabadell.com
Álvaro del Pozo: Alvaro.DelPozo@bancsabadell.com

**Estrategia de Renta Variable y Estrategia de
Crédito**

Glen Spencer Chapman: chapmang@bancsabadell.com
Diego Ferrer: FerrerDiego@bancsabadell.com
Diego Fernández: FernandezDi@bancsabadell.com
Virginia Romero: RomeroVi@bancsabadell.com
Lola Arias: ariasd@bancsabadell.com
Israel González: israel.gonzalez@bancsabadell.com
Álvaro Ferrero: FerreroAl@bancsabadell.com
Antonio Martos: AnMartos@bancsabadell.com

Specialist Sales

Jorge Llorente: LlorenteJo@bancsabadell.com
Manuel Yagüez: YagueezM@bancsabadell.com
Pedro Álvarez: AlvarezPe@bancsabadell.com

Agentes

Eduardo de la Fuente: Eduardo_delafuente@agentes.bancsabadell.com

Disclaimers in asesoramiento de inversión

Sistema de recomendaciones:

El periodo al que se refiere la recomendación se establece en un año. La recomendación está basada en hipótesis razonables sobre diversas variables en la fecha de publicación y en modelos de valoración propios disponibles en las bases de datos de la Dirección de Análisis y que pueden incluir desde el descuento de flujos de caja, a una suma de partes, comparación de ratios, descuento de dividendos y otros métodos comúnmente aceptados. La evolución posterior de alguna de esas variables (como por ejemplo: cambios sobrevenidos en tipos de interés, tipos de cambio, precios de materias primas, y otras variables que pueden ser tanto específicas de la compañía, como generales de su sector) podría motivar un cambio de recomendación mediante un nuevo informe de análisis por lo que no hay un calendario de revisiones específico previsto.

Las recomendaciones de la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A. son COMPRAR (SOBREPONDERAR en índices y sectores de renta variable y emisores de renta fija), VENDER (INFRAPONDERAR) y BAJO REVISIÓN. La recomendación de COMPRAR se emite para aquellas compañías en las que la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A. espera una evolución mejor a la del mercado (referencia Ibex35 e Índice General de la Bolsa de Madrid para las compañías españolas cotizadas; referencia Eurostoxx50 para las compañías de la zona Euro; en índices y sectores de renta variable el benchmark es la cesta de índices y sectores en cobertura; en emisores de renta fija es el índice BERC IG €) mientras que las de VENDER se emiten para aquellas compañías en las que la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A. espera una evolución peor a la del mercado de referencia. La recomendación de BAJO REVISIÓN se emite para aquellas compañías cotizadas en las que la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A. está analizando posibles cambios en las estimaciones o valoración tras algún hecho relevante que haga posible ese análisis detallado.

El presente informe ha sido preparado por la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A., basado en información pública disponible, empleando información de fuentes consideradas fiables, pero Banco de Sabadell, S.A. no se hace cargo ni acepta responsabilidad ante posibles errores en dichas fuentes ni en su elaboración, ni se responsabiliza de notificar cualquier cambio en su opinión o en la información contenida en el mismo o utilizada para su elaboración.

Banco de Sabadell, S.A. se encuentra supervisado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores y por el Banco de España.

Este informe, ha sido elaborado por la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A. con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe, y está sujeto a cambio sin previo aviso. Banco de Sabadell, S.A. no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento. En ningún caso contiene recomendaciones personalizadas, y tampoco implica asesoramiento en materia de inversión. Ni el presente documento ni su contenido constituyen una oferta, invitación de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base a ningún contrato o compromiso.

Los inversores deben tomar sus propias decisiones de inversión, basadas en sus objetivos específicos de rentabilidad y de posición financiera y empleando los consejos independientes que consideren oportunos, y no simplemente en el contenido de este informe. Las inversiones comentadas o recomendadas en este informe podrían no ser interesantes para todos los inversores. Banco de Sabadell, S.A. no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros. El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes de los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

Cuando una inversión se realiza en una moneda distinta de la de referencia del inversor, la evolución del tipo de cambio podría afectar a la inversión negativamente, tanto en su valor de mercado como en su rentabilidad.

Banco de Sabadell, S.A., así como sus Consejeros, directores o empleados pueden: tener una relación comercial relevante con la Compañía o Compañías referidas en el presente documento; formar parte de los órganos de gobierno de las mismas; tener posición directa o indirecta en cualesquiera de los valores o instrumentos emitidos por dicha o dichas Compañías; negociar con dichos valores o instrumentos por cuenta propia o ajena, incluso actuando como creador de mercado de los mismos o proveedor de liquidez; disponer de derechos de cualquier tipo para la adquisición de valores emitidos por la Compañía o Compañías analizadas o vinculados directa y fundamentalmente a ellos; proporcionar servicios de asesoramiento u otros al emisor de dichos valores o instrumentos; tener intereses o llevar a cabo transacciones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

No obstante lo señalado en el párrafo anterior, el Grupo Banco Sabadell tiene establecidos procedimientos de actuación y medidas de control que constan en el Reglamento Interno de Conducta del Grupo Banco Sabadell en el ámbito del mercado de Valores (aprobado por el Consejo de Administración de Banco de Sabadell el 26 de noviembre de 2009), aplicable a los miembros de la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A., para prevenir y evitar los conflictos de interés en el desarrollo de sus funciones. Dichas medidas incluyen la obligación de los miembros de la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A. de informar de los conflictos de interés a que estén sometidos por sus relaciones familiares, su patrimonio personal o por cualquier otra causa, y mantener dicha información actualizada, así como el establecimiento de barreras y medidas de separación entre las distintas áreas de actividad que desarrolla la entidad relacionadas con valores negociables o instrumentos financieros y con respecto al resto de áreas y departamentos de Banco de Sabadell, S.A. de conformidad con lo previsto en la legislación aplicable, a fin de que la información y documentación propia de cada área de actividad se custodie y utilice dentro de ésta y la actividad de cada una de ellas se desarrolle de manera autónoma con respecto a la de las demás. Los empleados de otros departamentos de Banco de Sabadell, S.A. u otra entidad del grupo Banco Sabadell pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opciones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo Banco de Sabadell, S.A. o cualquier otra entidad del grupo Banco Sabadell puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento.

Dicho Reglamento Interno de Conducta puede consultarse en la Web corporativa del Grupo Banco Sabadell (www.bancsabadell.com).

Ninguna parte de este documento puede ser copiada o duplicada de ningún modo, reproducida, redistribuida o citada sin el permiso previo por escrito de Banco de Sabadell, S.A.

Queda prohibida la distribución del presente informe en Estados Unidos, y en todas aquellas jurisdicciones en que la misma pueda estar restringida por la ley.

A 7 de febrero de 2019, Banco de Sabadell, S.A. es titular, directa o indirectamente de al menos un 3% del capital social de las siguientes compañías cuyas acciones están admitidas a negociación en algún mercado organizado y que pueden ser objeto de análisis en el presente informe: GENERAL DE ALQUILER DE MAQUINARIA, S.A. y NATRA, S.A. Adicionalmente, Banco de Sabadell, S.A. o entidades vinculadas pueden tener financiación concedida a alguno de los emisores mencionados en el presente informe.

Banco de Sabadell, S.A., directa o indirectamente, o alguna entidad vinculada puede haber sido entidad directora o codirectora durante los 12 meses previos de una oferta pública de alguno de los emisores cuyos valores se mencionan en recomendaciones contenidas en este documento, o puede haber prestado servicios bancarios de inversión durante los 12 meses previos a alguno de los emisores cuyos valores se mencionan en recomendaciones contenidas en este informe. Banco de Sabadell, S.A. puede ser parte de un acuerdo con un emisor relativo a la elaboración de la recomendación.

La remuneración de los analistas que han elaborado estos informes no esta vinculada, ni directa ni indirectamente, a las recomendaciones u opiniones expresadas en los mismos. Los factores de remuneración de los analistas pueden incluir los resultados de Banco de Sabadell, S.A., parte de los cuales puede ser generado por actividades de banca de inversión.