

# ADL BIONATUR SOLUTIONS

Productos farmacéuticos y biotecnología

Luis Arredondo 917829158  
 Arredondol@bancsabadell.com

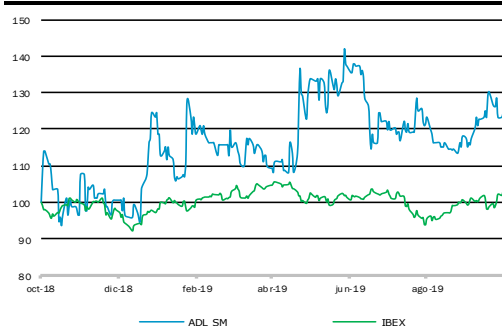
## INFORMACIÓN CLAVE

Reuters / Bloomberg:	ADL.MC/ADL SM
Cap. Bursatil	84 M
# acciones:	39,4 M
12M Max/Min:	2,44/1,61
Perf. Rel. IBEX (13,6 meses):	2,9%/1,4%/13,4%
Vol. medio acc. M Eur/M Acc.	0,022/0,011
Beta (5años)	0,62
Free-float:	24,0%
Rating(S&P, M, F)	NR / NR / NR
Accionistas Principales	
Black Toro Capital 71%, 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	-4,13x	21,99x	11,66x
PER Ajustado	-4,13x	21,99x	11,66x
PCF	-2,87x	-5,98x	14,41x
PVC	3,49x	3,01x	2,39x
ROE	-84,6%	13,7%	20,5%
Yield	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Ingresos	4,43x	2,38x	1,93x
EV/EBITDA	-9,16x	13,32x	8,73x
EV/EBIT	-7,48x	19,23x	11,49x

Fuente: Análisis BS

## Compañía vs Índice IBEX:



Fuente: Bloomberg

# Camino a la expansión en márgenes

P.O.: Rango 2,50-4,11 euros/acc. (+54% potencial)  
 Cierre (25-10-2019): 2,15 euros/acc.

- Los Rdos. 1S'19 dejaron unos **ingresos de 22,6 M euros** que suponen multiplicar por **~2,4x los del 1S'18** (en línea con 1T'19) y que mantienen a ADL en una posición favorable para alcanzar su **guidance de ventas 2019e de 50 M euros** (en línea BS(e)).
- A este crecimiento contribuyó especialmente su división **CMO** (~70% ingresos) que **multiplicó por ~3x su facturación** y donde las perspectivas siguen siendo positivas gracias a los últimos contratos firmados (destacamos la renovación con Amirys para 2020 por un mínimo de 12 M euros) y la mayor utilización de su capacidad (se espera 100% comprometido para cierre 2019 vs >85% actual). Destacamos también el fuerte crecimiento del área de **I+D y licencias** (~6% ventas), que multiplicó por 6,6x sus ingresos, así como la recuperación prevista en su división de **Pharma/API's** (~8% ventas; +10% vs 1S'18) tras la firma de un contrato con un cliente japonés para 2020 que aportará un promedio de ~2,6 M euros anuales durante 5 años. Por último, el incremento de la **capitalización de gastos de I+D** (~6% ventas) que creció un +55% hasta los 1,4 M euros, reflejando la apuesta de la compañía por el desarrollo de producto propio.
- El EBITDA ajustado alcanzó los ~0,6 M euros (vs ~0,1 M euros reportado y -c.6 M euros en 1S'18), lo que implica un **margen EBITDA del ~2,6%** que la propia compañía espera incrementar hasta el **~20% en 2020e** (vs ~22% BS(e)), algo que vemos alcanzable teniendo en cuenta su apalancamiento operativo (la compañía espera estabilidad en costes) y las buenas perspectivas de crecimiento en ventas (+16,5% en 2020 BS(e)). Con todo, ADL redujo sus pérdidas netas a 1S'19 hasta los -2,8 M euros frente a las -8,4 M euros en 1S'18 y reiteró su **guidance** de beneficio neto ajustado positivo en 2019 (vs ~3,1 M euros de nuestras estimaciones).
- La **Deuda Neta** proforma agosto'19 alcanzó los **~56 M euros** (vs 43 M euros en 2018), lo que incluye un **préstamo de 25 M euros** (ampliable en 5 M euros adicionales) formalizado en agosto'19 con Kartesia, con un vencimiento a 4 años y tipo de interés Euribor 3m + 5% más un interés PIK del 7% pagadero a vencimiento. Esta financiación permitirá a ADL hacer frente al (i) repago de vencimientos de deuda (5,7 M euros en 2019), (ii) necesidades de circulante (-6 M euros; en línea BS(e)) y (iii) finalizar su plan de inversión en renovación y modernización de instalaciones (~20 M euros vs ~15 M euros BS(e)) durante los próximos 4 años.
- Tras estos Rdos. 1S'19 **mantenemos sin cambios nuestras estimaciones** operativas, que recogen unos ingresos totales de 51 M euros (2x ingresos 2018; en línea con los 50 M euros esperados por ADL) y un EBITDA de ~9 M euros (vs -8,7 M euros en 2018), con el que alcanzaría un BDI de 3 M euros (vs BDI ajustado positivo aportado en el **guidance** de la compañía). Con todo, mantenemos nuestro **rango de valoración a nivel EV de 141/205 M euros** (6,5x/7,2x EV/EBITDA), que a nivel de **equity** implica un **rango de valoración entre 2,50 y 4,11 euros/acc.** y que arroja un potencial del +54% en el punto medio.

En la siguiente tabla mostramos el desglose la cuenta de pérdidas y ganancias a 1S'19 así como los ingresos acumulados por división:

Cuenta PyG y desglose ingresos por división a 1S'19

<b>Cuenta de pérdidas y ganancias</b>				
€'000	1S 2019	1S 2018	Δ	Δ (%)
<b>Total ingresos de explotación</b>	<b>22.590</b>	<b>9.506</b>	<b>13.084</b>	<b>138%</b>
Importe neto de la cifra de negocios	19.413	7.593	11.820	156%
Trabajos realizados por la empresa para su activo	1.378	886	492	56%
Otros ingresos (incluyendo imputación de subvenciones)	1.799	1.027	772	75%
<b>Variación de existencias</b>	<b>1.269</b>	<b>(429)</b>	<b>1.698</b>	<b>396%</b>
<b>Total gastos de explotación</b>	<b>(23.754)</b>	<b>(15.270)</b>	<b>8.484</b>	<b>56%</b>
Aprovisionamientos	(9.498)	(3.102)	6.396	206%
Gastos de personal	(7.589)	(5.560)	2.029	36%
Otros gastos de explotación	(6.489)	(6.549)	(60)	(1%)
Otros gastos	(178)	(59)	119	202%
<b>EBITDA</b>	<b>105</b>	<b>(6.193)</b>	<b>6.298</b>	<b>102%</b>
Amortizaciones	(2.012)	(941)	1.071	114%
Resultado financiero	(907)	(1.250)	343	27%
<b>Resultado antes de impuestos</b>	<b>(2.814)</b>	<b>(8.384)</b>	<b>5.570</b>	<b>66%</b>
Impuesto sobre sociedades	14	8	(7)	84%
<b>Resultado del ejercicio</b>	<b>(2.799)</b>	<b>(8.376)</b>	<b>5.577</b>	<b>67%</b>
<b>EBITDA NORMALIZADO *</b>	<b>595</b>	<b>(5.969)</b>	<b>6.564</b>	<b>110%</b>

\* EBITDA normalizado: EBITDA sin gastos extraordinarios no asociados al negocio recurrente de la compañía.

<b>Ingresos por Áreas de Negocio</b>				
€'000	1S 2019	1S 2018	Δ	Δ (%)
Fermentación	16.013	5.526	10.487	190%
Pharma	1.893	1.714	179	10%
Servicios I + D y Licencias	1.243	189	1.054	558%
Otros Ingresos	1.524	1.074	450	42%
<b>SUBTOTAL</b>	<b>20.673</b>	<b>8.503</b>	<b>12.170</b>	<b>143%</b>
Trabajos realizados por la empresa	1.378	887	491	55%
Imputación de subvenciones	539	116	423	363%
<b>TOTAL</b>	<b>22.590</b>	<b>9.506</b>	<b>13.084</b>	<b>138%</b>

Fuente: Compañía

## 1. DATOS FINANCIEROS

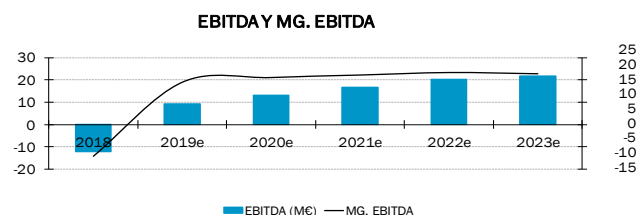
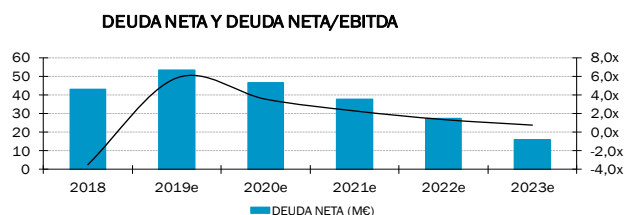
PERDIDAS Y GANANCIAS	2017	2018	2019e	2020e	2021e	TACC 16/21
<b>Ingresos Totales</b>	14,6	25,3	51,5	60,0	68,3	39,2%
<i>Crec%</i>	<i>n.a.</i>	<i>72,8%</i>	<i>103,7%</i>	<i>16,5%</i>	<i>13,9%</i>	
<b>EBITDA</b>	-10,4	-12,2	9,2	13,2	16,6	<i>n.a.</i>
<i>Crec%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>44,0%</i>	<i>25,5%</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>	
<b>EBIT</b>	-12,6	-14,9	6,4	10,1	13,1	<i>n.a.</i>
<i>Crec%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>58,1%</i>	<i>29,8%</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>	
<b>Gastos financieros netos</b>	-1,151	-1,019	-2,2	-2,2	-1,9	<i>n.a.</i>
<i>Crec%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>113,8%</i>	<i>-0,7%</i>	<i>-10,3%</i>	
<b>Impuestos</b>		0,4	1,3	-1,1	-2,0	<i>n.a.</i>
Tasa Impositiva (%)	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	
<b>Minoritarios s/ BAI (%)</b>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
<b>BDI</b>	-12,8	-16,7	3,1	5,9	8,3	<i>n.a.</i>
Nº Accs medio	5,1	33,9	33,9	33,9	33,9	
BPA	-2,52 €	-0,49 €	0,09 €	0,17 €	0,25 €	<i>n.a.</i>
<i>Crec%</i>	<i>n.a.</i>	<i>-80,5%</i>	<i>-118,8%</i>	<i>88,7%</i>	<i>40,8%</i>	
BPA Ajust.	-2,52 €	-0,49 €	0,09 €	0,17 €	0,25 €	<i>n.a.</i>
<i>Crec%</i>	<i>n.a.</i>	<i>-80,5%</i>	<i>-118,8%</i>	<i>88,7%</i>	<i>40,8%</i>	
<b>DPA</b>	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	<i>n.a.</i>
<i>Payout (%)</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>	
<b>Capex</b>	7,5	11,2	15,4	3,2	3,6	<i>n.a.</i>

FLUJOS DE TESORERIA (M euros)	2017	2018	2019e	2020e	2021e	TACC 16/21
<b>BDI</b>	-12,8	-16,7	3,1	5,9	8,3	<i>n.a.</i>
+Amortizaciones	2,2	2,7	2,8	3,2	3,6	<i>n.a.</i>
-Variación Circulante Neto	-0,3	-1,1	2,1	1,1	1,1	<i>n.a.</i>
-Total Inversiones brutas	7,5	11,2	15,4	3,2	3,6	<i>n.a.</i>
+/- Desinversiones y otros Ajustes	12,7	13,4	1,0	2,0	1,8	<i>n.a.</i>
<b>Cash Flow Libre Operativo</b>	-5,1	-10,6	-10,5	6,8	9,0	<i>n.a.</i>
-Dividendos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	<i>n.a.</i>
<b>Cash Flow Libre (después de divid.)</b>	-5,1	-10,6	-10,5	6,8	9,0	<i>n.a.</i>

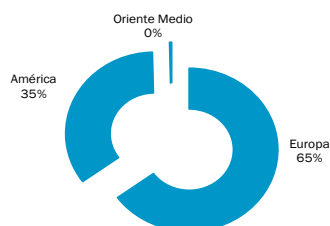
BALANCE (M Euros)	2017	2018	2019e	2020e	2021e	TACC 16/21
<b>Activo fijo</b>	42,1	51,5	64,1	64,1	64,1	<i>n.a.</i>
<b>Circulante neto</b>	6,0	5,0	7,0	8,2	9,3	<i>n.a.</i>
<i>% circulante neto / Ventas</i>	<i>40,9%</i>	<i>19,6%</i>	<i>13,7%</i>	<i>13,6%</i>	<i>13,6%</i>	<i>n.a.</i>
<b>Patrimonio neto atribuible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

RATIOS DE MERCADO	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>EV/Ventas</b>	2,89x	4,43x	2,38x	1,93x	1,56x
<b>EV/EBITDA</b>	-4,07x	-9,16x	13,32x	8,73x	6,42x
<b>ROCE/WACC</b>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
<b>PER</b>	-0,78x	-4,13x	21,99x	11,66x	8,28x
<b>PER Ajustado</b>	-0,78x	-4,13x	21,99x	11,66x	8,28x
<b>P/CF</b>	-0,56x	-2,87x	-5,98x	14,41x	9,55x
<b>P/VC</b>	0,40x	3,49x	3,01x	2,39x	1,86x
<b>FCF Yield</b>	-41,5%	-18,6%	-6,8%	7,7%	10,3%

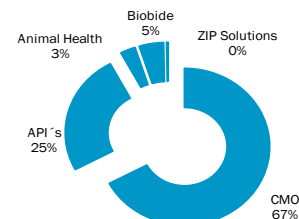
## 2. DATOS OPERATIVOS



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  
Andrés Bolumburu: BolumburuA@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

## **Disclaimer sin asesoramiento de inversión**

Este informe de inversión se ha realizado de forma objetiva e independiente a petición de la propia compañía objeto de análisis en base a un contrato de servicio de análisis firmado entre las partes. La Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A. (Banco Sabadell o la Entidad) ha implementado todas las medidas de control necesarias para asegurar que no hay ningún conflicto de interés en la elaboración de la valoración.

El presente informe ha sido preparado por la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A., de forma objetiva e independiente 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 o solicitud 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.

### **Comunicación de intereses o conflictos de interés [Reglamento Delegado (UE) 2016/958]**

Durante los 12 meses precedentes a la elaboración del presente informe, BANCO DE SABADELL, S.A. no ha participado en operaciones de colocación ni aseguramiento de emisiones de la Compañía objeto del presente informe (la Compañía). A fecha de este informe BANCO DE SABADELL, S.A. no posee una posición larga o corta neta que sobrepase el umbral del 0,5 % del capital social total emitido por el emisor, no desempeña funciones de creación de mercado para los valores emitidos por la Compañía ni actúa como proveedor de liquidez de tales valores. A fecha de este informe, la Compañía no posee más de un 5% del capital social de BANCO DE SABADELL, S.A.

De acuerdo con la información correspondiente al último informe de Gobierno Corporativo publicado, ni BANCO DE SABADELL, S.A. ni ninguno de los miembros de su Consejo de Administración tiene una relación comercial relevante con la Compañía ni forma parte de sus órganos de gobierno.

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 24 de mayo de 2018), 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](http://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.

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.