

Disclaimer: A la fecha de publicación de este informe, DRACO GLOBAL, SICAV, S.A (“DRACO GLOBAL”), tiene una posición larga en IEHC corporation (“IEHC”). DRACO GLOBAL puede obtener ganancias en caso de que aumente el precio de las acciones de IEHC. Tras la publicación de este informe, DRACO GLOBAL puede realizar operaciones de compra/venta de acciones en IEHC. Todas las opiniones aquí expresadas están sujetas a cambios sin previo aviso, y DRACO GLOBAL no se compromete a actualizar este informe ni ninguna información contenida en el mismo.

IEHC Corporation (IEHC) – Componentes electrónicos – 20/09/2020

RESUMEN EJECUTIVO

IEH corp. (IEHC) es una micro cap (\$36m capitalización bursátil) americana especializada en conectores eléctricos hiperboloides principalmente para el sector militar y aeroespacial. **Opera en un nicho de mercado con un único competidor, dispone de liderazgo tecnológico, fabrica y vende un producto de alto valor añadido, su producto le proporciona altos costes de cambio,** atractivo retorno sobre capital invertido, empresa familiar, caja neta y no existe cobertura por parte de ningún analista. **La acción cotiza a \$15 pero pensamos que vale más del doble, con un potencial alcista superior al +100%. Si IEHC saliera a cotizar en el Nasdaq, el valor podría llegar hasta los \$40 (+166% potencial alcista).**

INTRODUCCIÓN

La historia de IEHC empieza en 1941 cuando su fundador, Luis Offerman y sus dos hijos Bernard y Seymour, empezaron a fabricar herramientas y matrices como soporte a la segunda guerra mundial. Después de la guerra, pasaron a fabricar conectores para transistores y tubos para la incipiente industria de la electrónica de consumo y en la década de 1960 se convirtieron el mayor fabricante de conectores CRT del mundo. En esa misma década, compraron una licencia Mil-DTL-55302 para fabricar conectores hiperboloides y convertirse en lo que hoy es la empresa.

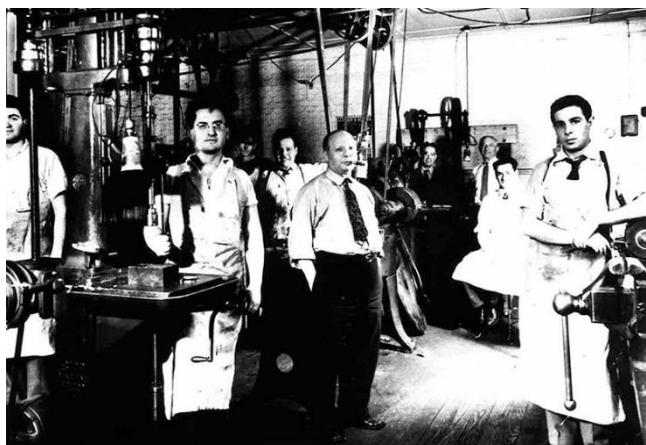


Chart 1: Louis Offerman in IEH's original factory, 1941



Chart 2: Louis Offerman and his two sons at IEH, 1965

IEHC diseña, desarrolla y fabrica conectores para placas de circuito impreso (PCB) y conectores personalizados para aplicaciones de alta exigencia y rendimiento. IEHC comercializa directamente sus productos a OEMS y distribuidores autorizados para su uso en el sector militar, aeroespacial, médico, automovilístico, industrial y comercial. Empresa con sede en NY, vende principalmente en Estados Unidos y su mercado internacional representa un 20% de la facturación. Empresa familiar, en su cuarta generación, con más de 200 empleados y donde su actual CEO es David Offerman.

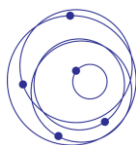
¿PORQUÉ NOS GUSTA IEHC?

1) Estructura sectorial atractiva:

La COVID-19 ha impactado fuertemente en el sector interrumpiendo las cadenas de suministro, enfriando la demanda y afectando a casi todos los segmentos por igual. Si analizamos las dos crisis anteriores, burbuja punto-com y la gran recesión, observamos como en media las ventas cayeron entre un -18% y un -22% anual y se tardó entre 4 y 6 trimestres en recuperar el nivel previo. A junio 20, el sector de conectores eléctricos descendía un -9% en ventas y -35% en beneficio operativo, pero la clave es como siempre tener una visión a medio y largo plazo.

Según *ResearchAndMarkets.com*, el mercado global de conectores eléctricos alcanzará en 2024 los \$85bn, con una tasa de crecimiento compuesta (CAGR) del 4,7%. Gran parte de los conectores son del tipo PCB y se utilizan principalmente en el sector del transporte, industria y sector automovilístico. Las mayores empresas del sector son: TE Connectivity, Amphenol Corporation, Molex Incorporated, Hon Hai Precision, and Delphi Connection. En esencia, se trata de una industria concentrada, donde las diez primeras empresas controlan más del 70% del mercado.

Dentro de este gran grupo, **existe un nicho de mercado con un único competidor**, Smiths Group; **que junto a IEHC fabrican conectores Hyperboloides únicamente para los entornos más exigentes y extremos como en la industria militar**. Al operar en un nicho de mercado, las grandes empresas (Amphenol, TE Conectivity, etc.) no están interesadas consecuencia de que no pueden generar economías de escala. De hecho, algunas de las empresas arriba mencionadas son clientes de IEH. Una gran ventaja de IEHC respecto Smith Group, es que al tratarse de una empresa familiar su servicio de atención al cliente es superior al de una



Multinacional como Smith, que dispone de diferentes líneas de negocio siendo los conectores hiperboloides un segmento reducido (menos del 5% de las ventas).

Según *ConnectorSupplier.com*, los conectores eléctricos para la industria militar representaban \$3,8bn en 2019 y EE. UU suponía más del 50% de la demanda. En términos de fabricación, EE. UU representaba el 75% y el principal cliente era el gobierno americano con más de un 50%. Con el actual incremento del gasto militar, la demanda sigue siendo sólida y no existen razones para preocuparse. La CAGR a 10 años es de un +2%/+3% y aunque el sector militar crece menos que la media del sector, su demanda es más estable y menos sensible al ciclo económico. Los diez primeros jugadores en militar representan más del 75% del sector, con Amphenol y TE Connectivity representado el 30% y 20% en cuota de mercado. El margen bruto es superior al resto de industrias porque el precio de venta unitario es mucho más elevado.

2) Producto único:

IEHC lleva más de 40 años diseñando conectores hiperboloides del más alto estándar y aunque no existe ninguna patente activa, su calidad de producto, tecnología propia y nicho de mercado le confieren una fuerte barrera de entrada frente a la competencia. El conector hiperboloide (conector hembra) es el diseño mecánicamente más exigente y eficiente que existe, por lo que es adecuado para aplicaciones en las que se debe garantizar la integridad de la señal electrónica en caso de golpes y vibraciones graves sin permitirse fallos de sistema. La dirección de IEHC siempre hace la analogía de "Ferrari" y comenta que no hay muchos Ferrari en la carretera, pero que quienes los compran no los compran con la intención de ahorrar dinero, sino que los compran por un rendimiento único y porque son lo mejor de lo mejor.

Los conectores PCB que venden IEHC y Smith Group, tienen un precio de venta muy superior al resto y a menudo se diseñan según las especificaciones del proyecto principal de un OEM.



Chart 3: Hyperboloid Connector.

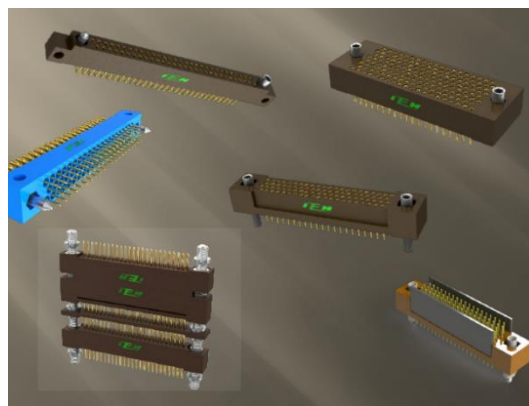
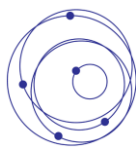


Chart 4: Hyperboloid Connector advantage



3) Coste de cambio:

A parte de la línea más estándar de conectores PCB y M55302, IEHC se especializa sobre todo en aplicaciones personalizadas (60% de las ventas y creciendo). A lo largo de los últimos 40 años, IEHC ha forjado relaciones de largo plazo con sus clientes, con una tasa de retención de clientes cercana al 100%. Dada la complejidad del producto, su personalización y una oferta limitada; los clientes son parcialmente cautivos de los conectores de IEHC. Su bajo precio unitario en relación con el coste final del producto que vende su cliente supone un alto coste de cambio. El modelo de negocio de IEHC, es llegar a acuerdos de franquicia exclusivos que garanticen el suministro de conectores como por ejemplo con NYK Component Solutions.

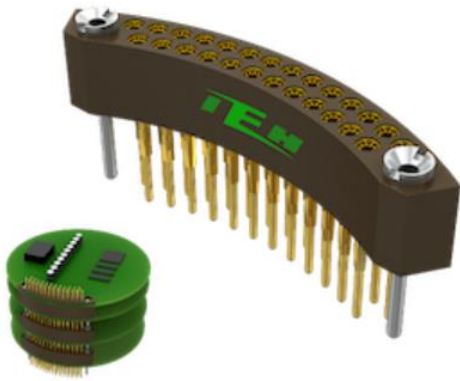


Chart 5: Semi-circular, stacking connector for parallel boards



Chart 6: 1,200 pin connectors for an interface board on military rotary-winged military vehicles

La verdadera ventaja competitiva reside en la personalización de producto según la especificación de cada cliente, mientras el resto de la industria fabrica en base a un catálogo estándar.

¿CÓMO GANA DINERO IEHC?

IEHC generalmente recibe órdenes de trabajo después de presentar ofertas de acuerdo con las especificaciones emitidas por el cliente. Estas ofertas son para nuevos artículos que funcionen en un entorno hostil y en menor frecuencia para artículos estándar del catálogo. También ofrece servicios de ingeniería a sus clientes para productos especializados y aplicaciones específicas.

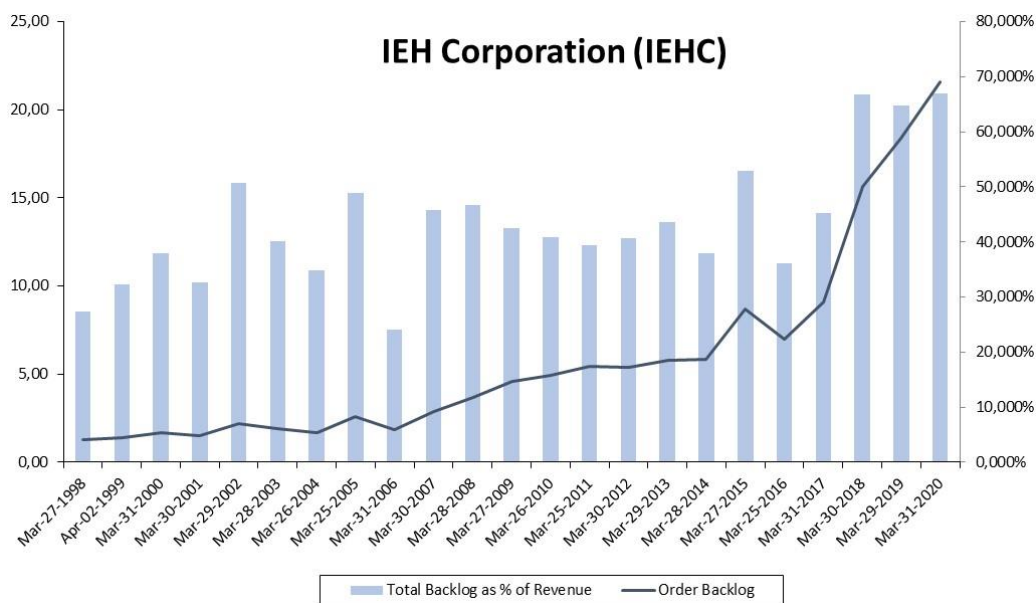
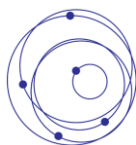


Chart 7: Historical Backlog. Fuente: S&P

En el gráfico 7, observamos como históricamente IEHC ha alcanzado un backlog medio del 50% sobre ventas, aunque en los últimos años su visibilidad se ha disparado por la recepción de órdenes de tamaño muy superior, aunque no tienen por qué ser recurrentes. A marzo 20, su cartera de órdenes (Backlog) representaba un 70% de las ventas publicadas ofreciéndonos visibilidad a medio plazo.

CONTRASTE DE INFORMACIÓN

En DRACO GLOBAL nos gusta contrastar la información que obtenemos directamente de la dirección de la empresa, y para ello contactamos con sus clientes, proveedores o distribuidores. En esta ocasión, hemos hablado con **Ramón Arenosa, Product Manager de RC Micro** y distribuidor oficial de IEH en España.

Ramón nos explicaba que antes de empezar a distribuir piezas de IEH en 2017, trabajó con su único competidor (Smith Group), situación que nos ayudó para entender mejor el entorno competitivo. Nos confirmaba la calidad excepcional del conector hiperboloide, creado en los años 50 y como estas dos empresas han sido capaces de conservar el know-how a lo largo del tiempo. Este conector hiperboloide dispone de un rango de uso (durabilidad) de 100k maniobras, mientras que uno estándar solo de 50 o 100. Las especificaciones de producto son diferentes por clientes, por tanto,

Si un cliente usa el conector de IEH no puede usar el de Smith. Se crea entonces una alta retención de clientes, porque en cierta medida existe cautividad de producto. Otra característica que reafirma la exclusividad del conector es que no se vende bajo catálogo y que su precio de venta unitario puede alcanzar los \$500 vs. un conector estándar que en promedio no cuesta más de un dólar.

En cuanto a aplicaciones, su uso principal es en el sector militar y aeroespacial, aunque empieza a introducirse en electromedicina, industria que según *BCC Research* alcanzará los \$59bn y crecerá a una tasa compuesta del +7,3% en 2023. IEHC tiene un plan estratégico de expansión en Europa y está presente en países como Francia, España y Reino Unido de la mano de distribuidores locales como RCMicro.

El volumen de unidades anuales vendidas en España está cerca de los 12.000 conectores, 85% Smith Group y 15% IEH. Este volumen anual implica una cifra de negocio aproximada de 900.000 EUR, por tanto, podríamos estimar un precio unitario promedio de venta de 75 EUR, aunque sabemos que existe mucha dispersión en el precio de venta en función de las especificidades de cada conector. Es difícil extrapolar estos datos al resto de mercados y encima la empresa no detalla los volúmenes anuales ni los precios de venta. Aunque hemos preguntado en varias ocasiones a Dave Offerman (CEO), la empresa no quiere proporcionar más detalle al respecto.

RESULTADOS ANUALES 2020 (Año fiscal marzo)

El pasado 7 de octubre, IEHC publicó los resultados anuales de 2020 con un crecimiento de ventas del +13%, consecuencia de la buena evolución del sector militar principalmente. Este fuerte crecimiento ha requerido un mayor incremento del coste de venta que, junto a un incremento de los costes indirectos de producción, gastos para la mejora de la gestión del inventario, aumento del gasto en servicios centrales y el coste de la compensación en opciones a la dirección; han provocado una caída importante de los márgenes y el beneficio. La noticia positiva es que la cartera de órdenes se encuentra en máximos históricos y representa casi un 70% de las ventas actuales. ***El porcentaje de conversión histórico de órdenes a ventas es del 100% y el año 2019 estuvo positivamente afectado por una gran orden por parte de un cliente (\$3,7m).**

En nuestra última conversación con Dave Offerman el 15/10, este nos comentaba que, aunque el negocio de IEHC es considerado como esencial por los productos que suministra a sus clientes (Militar), el sector aeroespacial tardará en recuperarse y podría penalizar a corto plazo la buena

evolución de la empresa. El sector aeroespacial representa el 23% de las ventas y estamos convencidos de su recuperación durante el próximo año, probablemente más en el 2H que en el 1H.

¿ALGÚN POSIBLE RED FLAG CONTABLE?

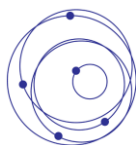
1) Inventarios:

La partida más relevante del balance son los inventarios y en menor medida, el factoring de clientes, aunque hoy no están factorizando cuentas. En cuanto a los inventarios, durante los últimos años IEHC ha recibido grandes pedidos de fabricación por parte de clientes y la empresa piensa que estas van a seguir en un futuro, por tanto, mantiene altos niveles de inventario para dar salida a órdenes imprevistas y poder ofertar mejores precios.

Si analizamos el mix histórico de inventarios, observamos como las materias primas en promedio representan el 60%-70% del total. La materia prima es un compuesto de cobre y zinc o en español, latón, con alta resistencia a la oxidación y corrosión. A menudo, cambios en el mix de inventarios sugieren cambios en el negocio subyacente, pero en este caso NO se trata de incrementos de producto terminado que podrían indicar ralentización de la demanda. El porcentaje de inventario de materia prima sobre ventas se sitúa entre el 25%-35%, por tanto, podríamos estimamos unas ventas para el año en curso de unos US\$30-35 millones. En los últimos tres años, el inventario de materias primas casi se ha duplicado, no así en productos terminados, por tanto, parece claro que el incremento es consecuencia de una mayor producción. Hasta 2016, IEHC valoraba el inventario de materias primas mediante FIFO, pero en 2017 modifico el criterio contable a precio medio ponderado. Este cambio aun siendo importante no nos preocupa, de hecho, nos preocuparía si hubiera sido al revés porque durante periodos de incremento de precios, con método FIFO la empresa obtiene un mayor beneficio porque está vendiendo productos con un coste menor cuando compró la materia prima.

Por último, IEHC consigue ganancia a nivel de beneficio bruto por su gestión en la compra de la materia prima y evidentemente, traspasa su movimiento al precio final de venta.

Consecuencia de la COVID-19 y la consiguiente cuarenta, IEHC fue incapaz de realizar la observación física de su inventario por no disponer del personal requerido para ello. Este evento generó una deficiencia de control interno, aunque a 2Q20 ya se están realizando los pasos para subsanarlo. Se



Ha contratado el personal técnico necesario, han adoptado controles mensuales y trimestrales de recuento de inventario y, sobre todo, han adquirido SAP como nuestro software para la gestión del inventario. También el pasado 27 de agosto, IEHC anunció la contratación de un nuevo CFO, Bill Craig, muy conocedor de cómo mejorar la gestión del circulante entre otras cosas.

2) Remuneración en opciones a la dirección

El 29 de julio de 2019, los miembros de la junta concedieron 225.000 opciones de compra a Dave Offerman con un precio de ejercicio de \$20, vencimiento de diez años y valor total en el momento de concesión de \$2,4m. De estas 225k opciones, únicamente quedan pendientes de conversión 150.000 aunque hoy se encuentran OTM (fuera del dinero).

Outstanding Equity Awards as of March 31, 2020

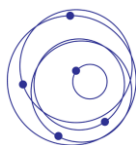
The following table sets forth certain information regarding outstanding equity awards granted to our named executive officers that remain outstanding as of March 31, 2020.

Name	Option Awards		Option Exercise Price	Option Expiration Date
	Number of Securities Underlying Unexercised Options Exercisable	Number of Securities Underlying Unexercised Options Un-exercisable		
	David Offerman	46,217		
	75,000	150,000	\$20.00	7/31/2029
Robert Knoth	45,000	-	\$6.00	7/1/2025

Chart 8: Número de opciones pendientes de conversión – 2020 10-K.

MANAGEMENT

En empresas micro como IEHC, es muy importante conocer quien dirige la empresa y si existe alineación de intereses (Skinning the game) con los accionistas. La empresa tiene una historia muy larga con una única familia, los Offerman, que son propietarios y operadores. Directamente controlan el 37% de la propiedad y el 8% a través de opciones adjudicadas a Dave Offerman. Hace ahora tres años, la cuarta generación de la familia tomó el timón con Dave Offerman al mando (CEO). Dave ha implementado una serie de mejoras en poco tiempo: 1) Mejora del gobierno corporativo, 2) cambio de auditor a Marcum LLP vs. uno demasiado local, y 3) contratar un nuevo CFO (Bill Craig) para mejorar la estructura financiera de la empresa y sobre todo la gestión del circulante, principalmente inventarios.



OPORTUNIDADES Y RIESGOS.

- + Mayor digitalización, alta conectividad y avance tecnológico: Incremento de la velocidad de transferencia de datos, mayor potencia requerida y dispositivos y sistemas inteligentes.
- + Mayor movilidad y globalización: oportunidades en telemedicina y electromedicina, exploración del espacio y satélites, mayor ancho de banda, big data y 5G.
- + Incremento del riesgo geopolítico: Los grandes países desarrollados incrementarán su gasto en el sector militar como defensa ante economías emergentes que quieren copar su sitio preferente en la toma de decisiones.
- + **La dirección de IEHC está sopesando la posibilidad de realizar un “uplisting” en el Nasdaq, situación que incrementaría enormemente la visibilidad y interés por esta empresa.**
- + Posibilidad de M&A: Grandes empresas como Amphenol o Smith Group se han acercado múltiples veces a la familia Offerman, pero la respuesta siempre ha sido la misma, **“quieren seguir siendo un negocio con control familiar”**. Es posible que en un futuro se abra la puerta a una venta, pero a medio plazo es complicado.
- Irrupción de una tecnología alternativa.
- Empeoramiento de la relación comercial con clientes.
- Condiciones económicas adversas como con la COVID-19 en el sector espacial.
- Amplitud de spreads y bajo volumen de contratación.
- Mala prensa asociada a las empresas que cotizan en el OTC de EE.UU.
- Riesgo de deficiencias en términos de auditoría y control interno y costes asociados a los requerimientos de la Ley Sarbanes-Oxley aprobada en 2002.

VALORACIÓN

Siempre intentamos estimar la cifra de facturación en base a sus variables clave, pero en este caso resulta un ejercicio complicado porque la empresa no lo publica. Disponemos de datos de volúmenes y precios medios unitarios de venta, aunque únicamente como referencia y para el mercado español.

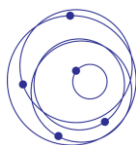
○ **Ventas:**

- 1) Estimamos un múltiplo promedio de **revenue/backlog**. La media histórica es de 2,4x (rango de 4,14x a 1,5x) y sabemos de nuestras conversaciones con Dave, que la empresa no podrá sostener el nivel de backlog actual porque el sector aeroespacial está sufriendo retrasos programados. Aunque el backlog a marzo 20 es de \$21,5m, preferimos ser conservadores y utilizar únicamente \$16,3m, llegando a unas ventas de \$40m a medio plazo.
- 2) La CAGR de ventas a 10 años es del +9,8% y su objetivo interno es crecer entre un +10% y +15% anual. También sabemos que el año 2021 estará penalizado por la actual situación de la industria aeroespacial y que 2019 fue un año anormalmente bueno, por tanto, estimamos un crecimiento del +4% para el 2021, recuperación del +12% en el 2022 y +8% en adelante.
- 3) La TAM (mercado potencial) alcanzaría los \$0,75bn y hoy IEH y Smith Group, controlan menos del 50%.

○ **Margen bruto (MB):** Calculamos un MB del 35-36,5%, en línea con su MB promedio y muy por debajo del +42% de 2019. La dirección de la empresa es muy buena en conseguir precios atractivos de suministro de materia prima, principalmente en cobre y zinc. Es probable que el precio del cobre prosiga su tendencia ascendente, pero como IEHC fabrica un producto de alto valor añadido consigue traspasar la totalidad del incremento a su cliente final. Este margen está en línea con comparables como Amphenol o Smith Group.

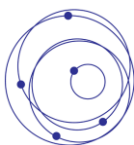
○ **Margen operativo (Ebit margin):** Estimamos un margen operativo del +12% para 2021 y una mejora hasta el 16% en 2023, muy por debajo del margen del 27% en 2019. Las razones principales son: 1) Mayor peso de los conectores hiperboloides sobre el mix de productos, 2) mayor precio de venta unitario vs. conector estándar, 3) mayor peso del sector militar vs. aeroespacial y 4) posibilidad de reducción del coste de SGA a medida que crece la empresa.

○ **Working Capital:** La dirección se ha propuesto claramente mejorar la gestión del circulante y ha emprendido diferentes medidas para reducir el número de días de conversión de caja (CCD) : 1) Contratación de un nuevo CFO, Bill Craig, 2) reducción del número de días de inventario (DIO) vía



inversión en personal cualificado y un nuevo software de gestión SAP, 3) Eliminación del factoring de clientes y 4) mejoras de control interno y 5) cambios en la contabilización del inventario. La gran diferencia respecto sus competidores, es que su DIO es el doble, por tanto, existe la posibilidad de mejora a futuro. Hemos incorporado cierta mejora a nuestras estimaciones, pasando de 210 DIO en 2021 a 180 en 2023.

- **Capex:** La inversión en capital es baja, entorno al 2,5%, siendo el capex de mantenimiento el 1,5% en línea con sus comparables.
- **Flujo de caja:** Calculamos un FCF de \$2,7m para 2021 y \$4,6m a 2023.
- **Caja neta:** Estimamos \$12m en 2021 y \$16,3m en 2023. El 13 de abril, IEHC firmó un préstamo sin colateral por valor de \$2,1m que proviene de las ayudas del gobierno federal (“Cares Act”) consecuencia de la crisis de la COVID-19. El tipo de interés es fijo al 2% y vence en dos años. Lo más probable, es que la empresa amortice el préstamo antes del vencimiento.
- **Número de acciones:** Ajustamos las acciones en circulación por el número de opciones que están in-the-money (ITM) y para ser conservadores también incluimos las que no están ITM. Aunque Dave nos ha comentado en varias ocasiones que no tiene intención de convertir estas opciones en acciones (strike en \$20), pensamos que a largo plazo si lo hará.
- **Múltiplo de valoración:** Aplicamos un múltiple promedio de 15x PER y 9x Ebit, alcanzando un valor teórico de \$30 o una TIR anualizada superior al 25% en 2023. Este precio objetivo representa un potencial alcista del +95% desde el precio actual (\$15 a 16/10). **Si la empresa saliera a cotizar al Nasdaq, estoy convencido que el mercado le asignaría un múltiplo superior.** Amphenol y Smith Group cotizan a 30x y 19x beneficios forwards, por tanto, **si valoramos IEHC a 21x beneficios, el precio objetivo se dispara a \$40 con un potencial alcista del +166%.**



Anexos:

1. Cuenta de resultados

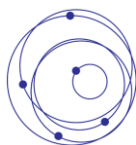
IEH CORPORATION

	2017	2018	2019	2020	mar.-20	2021	2022	2023	2024	2025
Total Revenue	20,1	23,5	28,4	32,2	32,2	33,4	37,5	40,4	43,7	47,2
	4,0%	16,6%	21,0%	13,2%	13,2%	4,0%	12,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Cost of Revenue	13,1	14,7	16,4	21,9	21,9	21,7	24,0	25,9	27,7	29,7
Gross Profit	7,0	8,7	12,0	10,2	10,2	11,7	13,5	14,6	15,9	17,5
	34,9%	37,2%	42,3%	31,9%	31,9%	35,0%	36,0%	36,0%	36,5%	37,0%
SG&A, Total	3,8	4,0	4,0	6,0	6,0	6,7	6,6	6,9	7,4	7,8
R&D Expenses	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
D & A, Total	0,4	0,3	0,3	1,0	1,0	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4
Other Operating Expenses	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operating Expenses adj.	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0
EBIT	2,8	4,4	7,7	3,3	3,3	4,0	5,8	6,5	7,2	8,3
<i>Ebit Margin</i>	14,1%	18,8%	27,0%	10,2%	10,2%	12,0%	15,5%	16,0%	16,5%	17,5%
Minority Interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Net Income to Parent	1,5	2,6	5,2	2,6	2,6	2,6	3,7	4,2	4,7	5,4
<i>Net income margin</i>						7,8%	10,0%	10,4%	10,7%	11,4%
Diluted EPS Excl Extra Items	0,64	1,11	2,22	1,09	1,09	0,939	1,349	1,515	1,688	1,933
	(12,8%)	74,0%	99,6%	(50,9%)		(14,0%)	43,7%	12,3%	11,4%	14,5%

2. Balance de situación

Annual Balance Sheet

	2017	2018	2019	2020	mar.-20	2021	2022	2023	2024	2025
Cash	1,2	1,4	7,1	7,8	7,8	11,9	12,3	16,3	20,3	24,9
Short-Term Investments	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Trading Asset Securities	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total Receivables	3,1	4,5	3,8	5,4	5,4	5,6	6,2	6,5	6,9	7,4
Inventory	8,7	10,8	12,0	12,6	12,6	12,5	13,1	12,8	12,9	13,0
Prepaid Expenses	1,3	0,5	0,5	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3
Finance Division Loans and Leases Curre	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finance Division Other Current Assets	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Other Current Assets	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total Current Assets	14,5	17,3	23,5	25,9	25,9	30,2	31,8	35,9	40,4	45,6
Net PP&E	2,0	2,1	2,6	2,7	2,7	3,0	3,4	3,8	4,2	4,7
Long-Term Investments	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Other Intangibles	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finance Division Loans&Capitalization OL	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finance Division Other Long-Term Assets	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Other Assets	0,1	0,1	0,1	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,5
Total Assets	16,6	19,4	26,1	28,9	28,9	33,5	35,6	40,1	45,1	50,8
Accounts Payable	0,2	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,7	0,8	0,9	1,1
Accrued Expenses	0,7	0,7	0,9	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	0,9	1,0
Finance Division Other Current Liabilities	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Other Current Liabilities	0,6	1,0	1,6	1,1	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	1,6
Total Current Liabilities (excl. ST Debt)	1,5	2,3	3,0	2,3	2,3	2,3	2,7	3,0	3,3	3,7
Total Debt (excl. Working Capital Revolve)	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	2,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Working Capital Revolver	0,0	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finance Division Other Non-Current Liabil	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Other Liabilities	0,0	0,0	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total Liabilities	1,5	2,3	3,8	2,4	2,4	4,4	2,7	3,0	3,3	3,7
Preferred Equity/Capitalized Assets	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Common Stock	15,1	17,1	22,3	26,5	26,5	29,1	32,9	37,1	41,8	47,1
Minority Interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total Equity	15,1	17,1	22,3	26,5	26,5	29,1	32,9	37,1	41,8	47,1
Total Liabilities & Equity	16,6	19,4	26,1	28,9	28,9	33,5	35,6	40,1	45,1	50,8



3. Estados de Flujos de caja.

Annual Cash Flow Statement

	2017	2018	2019	2020	mar.-20	2021	2022	2023	2024	2025
Net Income	1,5	2,6	5,2	2,6	2,6	2,6	3,7	4,2	4,7	5,4
D&A	0,4	0,3	0,3	1,0	1,0	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4
Amortization of Goodwill & Intangibles	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Other Non-Cash Items, Total	0,0	0,2	0,9	0,9	0,9	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)
Change in Net Operating Assets	(1,9)	(2,0)	(0,4)	(2,8)	(2,8)	(0,1)	(0,8)	0,3	(0,3)	(0,2)
Cash Flow from Operations	0,1	1,1	6,0	1,7	1,7	3,5	4,0	5,6	5,7	6,5
Capital Expenditure	(0,6)	(0,4)	(0,8)	(1,0)	(1,0)	(0,8)	(0,9)	(1,0)	(1,1)	(1,2)
Sale of PP&E	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Acquisitions	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Divestitures	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Invest. in Marketable & Equity Sec.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Other Investing Activities	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow from Investing	(0,6)	(0,4)	(0,8)	(1,0)	(1,0)	(0,8)	(0,9)	(1,0)	(1,1)	(1,2)
Total Cash Dividends Paid	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Issue/(Retire) of Debt	0,0	0,0	0,5	(0,3)	(0,3)	2,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Bank Revolver (Paydown)/Draw						(0,0)	0,0	0,0	0,0	0,0
LT Debt (Paydown)						(0,1)	(2,1)	0,0	0,0	0,0
Issue/(Retire) of Common Equity	0,0	0,0	0,0	0,3	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Issue/(Retire) of Pref Equity	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Other Financing Activities	0,0	(0,6)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow from Financing Activities	0,0	(0,6)	0,5	(0,0)	(0,0)	1,9	(2,1)	0,0	0,0	0,0
Adjusted Free cash flow						2,7	3,1	4,6	4,6	5,4
Change in Cash	(0,5)	0,2	5,7	0,7	0,7	4,6	0,9	4,6	4,6	5,4

Aviso Legal

DRACO GLOBAL SICAV está inscrita en el Registro de Sociedades de Inversión de Capital Variable con el número 1321 y con CIF A-95105227. Que tiene como entidad gestora GESIURIS ASSET MANAGEMENT SGIIC, S.A. inscrita en el registro de entidades de la Comisión Nacional de Mercados de Valores con el número 37. La sociedad depositaria, BNP PARIBAS SECURITIES. inscrita en el Registro Oficial de Bancos y Banqueros con el número 206.