

**Nicolás Correa (NEA)** es un grupo industrial español (Burgos), dedicado al diseño y fabricación de máquina-herramienta de arranque, y especializado en fresadoras para la industria de mecánica general (sectores: aeronáutico, renovables, autos, etc). Actualmente (2019) las ventas en España suponen el 15% del total, con una contribución del resto de Europa del 53%. China representó el 10,5% en 2019.

David López Sánchez – david.lopez@lighthouse-ieaf.com

+34 915 904 226

## Con capacidad (creíble) para sortear la crisis del Covid-19

### Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	46,3	50,1
EV (Mn EUR y USD) <sup>(1)</sup>	43,8	47,4
Número de Acciones (Mn)	12,3	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	5,60 / 4,21 / 3,14	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,09	
Rotación <sup>(2)</sup>	51,0	
Thomson Reuters / Bloomberg	NEA.MC / NEA SM	
Cierre año fiscal	31-Dic	

### Estructura Accionarial (%)

Familia Nicolás-Correa	31,9
Onchena	3,6
Consejo (Excl. Nicolás-Correa)	2,0
Free Float	62,6

### Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2019	2020e	2021e	2022e
Nº Acc. ajustado (Mn)	12,3	12,3	12,3	12,3
Total Ingresos	74,3	52,0	60,0	71,9
EBITDA Rec. <sup>(3)</sup>	9,3	2,5	5,4	8,6
% Var.	11,0	-73,4	118,2	58,7
% EBITDA Rec./Ing.	12,6	4,8	9,0	12,0
% Var EBITDA sector <sup>(4)</sup>	3,2	-11,7	22,4	9,4
Beneficio neto	8,1	1,0	3,8	6,1
BPA (EUR)	0,66	0,08	0,31	0,50
% Var.	2,6	-87,7	281,2	60,8
BPA ord. (EUR)	0,64	0,08	0,31	0,50
% Var.	18,8	-87,3	281,2	60,8
Free Cash Flow Rec. <sup>(5)</sup>	4,4	0,6	2,6	4,5
Pay-out (%)	25,7	25,0	25,0	25,0
DPA (EUR)	0,17	0,02	0,08	0,12
Deuda financiera neta	-4,9	-3,4	-5,8	-9,4
DN / EBITDA Rec.(x)	-0,5	-1,4	-1,1	-1,1
ROE (%)	16,1	1,9	7,1	10,5
ROCE (%) <sup>(5)</sup>	16,8	2,1	7,6	11,9

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

PER	5,7	46,5	12,2	7,6
PER Ordinario	5,9	46,5	12,2	7,6
P/BV	0,9	0,9	0,8	0,8
Dividend Yield (%)	4,5	0,5	2,0	3,3
EV/Ventas	0,59	0,84	0,73	0,61
EV/EBITDA Rec.	4,7	17,6	8,1	5,1
EV/EBIT	5,4	41,8	11,2	6,2
FCF Yield (%) <sup>(5)</sup>	9,4	1,4	5,7	9,8

(1) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

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

(3) Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 0,2Mn mayor por la aplicación de NIIF 16.

(4) Sector: TR Europe Industrial Machinery and Equipment.

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

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

**REVISAMOS A LA BAJA NUESTRAS ESTIMACIONES 2020E:** a raíz del severo shock de demanda desatado bruscamente por el Covid-19. Revisamos a la baja todas las partidas de la cuenta de resultados: Ingresos, EBITDA y Beneficio Neto (-33%, -73% y -86%, respectivamente vs estimación previa). No obstante, consideramos que a dos años vista la compañía mantiene intacta su capacidad de generación de caja (FCF 2022e de c. EUR 4,5Mn).

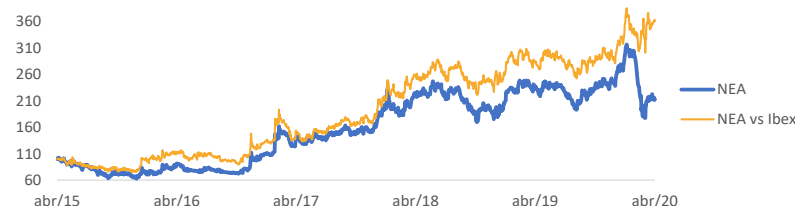
**AUNQUE ESPERAMOS UNA RECUPERACIÓN (PARCIAL) EN 2021 Y 2022:** Nuestras estimaciones contemplan como escenario central una estabilización de la actividad industrial en el 4T20, con una recuperación (aun parcial) a partir del 2S21, que debiera permitir a NEA alcanzar unos ingresos de, al menos, EUR 72Mn en 2022e (-1,1% TACC 2019-2022e). Aunque con un nivel de rentabilidad aun inferior al alcanzado en 2019 (EBITDA 2022e EUR 8,6Mn; -8% vs 2019).

**CON RAZONES OBJETIVAS PARA CRECER (SUPERADO EL COVID-19):** Los principales drivers que empujarán el negocio durante este período (y permitirán a NEA mantener un diferencial de crecimiento positivo vs su sector) serán: (i) su posición competitiva (en 2019 +5p.p. de cuota de mercado frente a sus principales competidores en España), (ii) un negocio diversificado (tanto geográfica como sectorialmente) y (iii) afrontar la crisis actual en posición de Caja Neta (lo que abre la opción estratégica de aprovechar la caída del ciclo para crecer no orgánicamente).

**EN CONCLUSIÓN:** Una fortísima caída de ingresos y rentabilidad en 2020. Que (vs 2008) "sorprende" a NEA con argumentos objetivos y creíbles de resistencia (no de crecimiento vs 2019). Asumido el colapso de 2020, y con nula visibilidad sobre la velocidad de "salida", es cierto que un acercamiento a 2019 en dos años implicaría FCF Yield 2022 c. 10%. Con nula visibilidad sobre la velocidad de "salida" de la crisis...

**¿QUÉ NOS DICE HOY EL PRECIO DE LA ACCIÓN?** Aún sin una recuperación plena de los resultados de 2019 en 2022e (hoy nuestro escenario central), la compañía cotizaría con un descuento de c. 31% frente al múltiplo alcanzado en enero 2020 (previo al shock del Covid-19). La recuperación de niveles de generación de EBITDA previos al Covid-19 implicaría, a precios de hoy, EV/EBITDA 2022e de c. 4,5x.

### Comportamiento relativo -5y (base 100)



### Comportamiento en bolsa (%)

	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	13,9	-29,1	-11,5	-19,8	51,3	112,4
vs Ibex 35	9,3	1,1	26,2	13,9	133,7	260,4
vs Ibex Small Cap Index	-1,8	-7,6	7,9	-0,6	55,6	119,5
vs Eurostoxx 50	2,4	-5,7	9,2	5,9	83,6	179,1
vs Índice del sector <sup>(4)</sup>	-5,2	-8,7	5,5	3,3	68,1	122,3

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

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

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

**Revisión de estimaciones: a la baja**

**Covid-19 hace inevitable una fuerte rebaja de estimaciones: Ingresos y EBITDA 2020e; -33% y -73% (vs estimación previa)**

**Gráfico 1. Cto. Ingresos NEA vs Sector Europa**

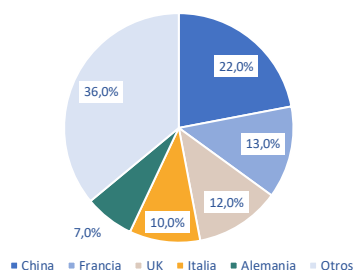


Nota: CECIMO: Asociación Europea de Máquina-Herramienta.

El comportamiento de NEA a lo largo de los últimos cuatro años ha sido impecable desde el punto de vista estricto de generación de negocio y rentabilidad (Ingresos y EBITDA 2015-2019: +7,2% y +22% TACC, respectivamente); mostrando un diferencial de crecimiento significativo frente a su sector en Europa (Gráfico 1). Incluso en 2019, ejercicio en el que la producción industrial se “enfriaría” en (casi) todos los mercados, con especial claridad en aquellos a los que NEA es más sensible (Europa y China), provocando, según datos de CECIMO (4T19), una erosión en el sector de máquina-herramienta europeo: caídas en volumen de pedidos (-23% vs 4T18), y en volumen de producción (-4% vs 2018).

Pese a ello, durante 2019 los resultados de NEA consolidan el salto en tamaño de la compañía con: (i) una cartera de pedidos bien diversificada cerca de máximos de los últimos cinco años (EUR 31,1Mn; 42% s/Vtas 2019), (ii) unos ingresos de EUR 74Mn (+3% vs 2018), (iii) márgenes superiores a la media de su sector (Mg. EBITDA 2019 c. 13%; +1p.p. vs 2018) y (iv) una posición de caja neta de EUR 4,9Mn. Pero “hoy”, en un contexto en el que una drástica caída de la actividad económica es inevitable, las principales cuestiones son: (i) ¿Cómo responderá NEA en 2020 a la crisis desatada bruscamente por el Covid-19?, y (ii) ¿cuál será su capacidad de recuperación a partir de 2020 en un contexto (teórico) de “normalización macro” en 2022?

**Gráfico 2. Diversificación geográfica de la cartera de pedidos de NEA (2019)**



**A nuestro juicio, NEA es hoy un negocio que tiene poco que ver con el que afrontó (y padeció) la “Crisis Lehman” de 2008**

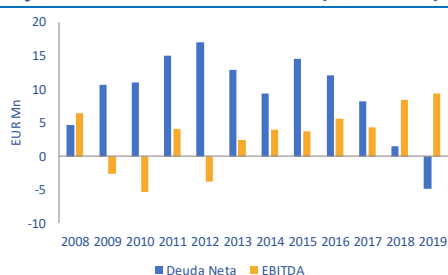
Sin pretender estimar el futuro extrapolando lo ocurrido en el pasado, comparar la situación actual de brusca caída de la actividad económica general (de la que desconocemos duración y profundidad), con lo ocurrido en 2008 es inevitable; especialmente en un sector inherentemente cíclico como el de la máquina-herramienta: las decisiones de inversión en maquinaria industrial son unas de las primeras en posponerse durante una recesión (consumo de máquina-herramienta en Europa c. -41% en 2009, Ingresos NEA -50%; Tabla 1).

**Tabla 1. Cto. Máquina-herramienta en Europa vs ingresos y EBITDA de NEA (2008-2019)**

Año de "crisis"	Año	Cto. Sector	Ingresos		EBITDA		EBITDA/Ingresos	
			Base 100	EUR Mn	Base 100	EUR Mn		
0	2008		100,0	116,0	100,0	6,4	100,0	5,5%
1	2009	-40,8%	59,2	58,0	50,0	-2,6	-41,1	-4,5%
2	2010	-7,7%	54,6	34,0	29,3	-5,4	-84,7	-15,8%
3	2011	28,4%	70,1	63,9	55,1	4,1	64,7	6,4%
4	2012	-0,3%	69,9	31,7	27,3	-3,8	-59,8	-12,0%
5	2013	2,8%	71,8	54,7	47,2	2,4	38,4	4,5%
6	2014	7,5%	77,2	55,6	47,9	3,9	62,1	7,1%
7	2015	11,8%	86,3	56,2	48,5	3,7	58,5	6,6%
8	2016	2,8%	88,7	60,5	52,2	5,6	87,4	9,2%
9	2017	2,6%	91,1	59,2	51,1	4,3	68,1	7,3%
10	2018	12,7%	102,6	72,1	62,2	8,4	132,5	11,7%
11	2019	-2,2%	100,4	74,3	64,1	9,3	147,0	12,6%

Nota: Crecimiento del sector en Europa medido como la evolución del consumo de máquina-herramienta en los países miembros de CECIMO.

**Gráfico 3. Deuda Neta vs EBITDA (2008-2019)**

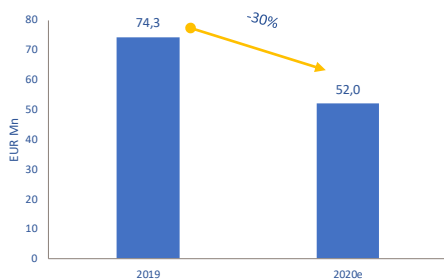


No obstante, consideramos que tras el proceso de racionalización de su estructura (finalizado en 2017), NEA presenta importantes aspectos diferenciales que le permitirán sortear la crisis del Covid-19 sin comprometer su negocio. Y justifican que nuestra estructura de estimaciones “hoy” sea muy distinta a lo visto durante 2008-2012. Nuestra opinión para los próximos años puede desdoblarse: por un lado, lo esperable para 2020e, en un contexto en el que la visibilidad de cualquier negocio es muy baja. Y por otro, el comportamiento que podemos esperar de NEA en los años posteriores al “shock” macro provocado por el Covid-19.

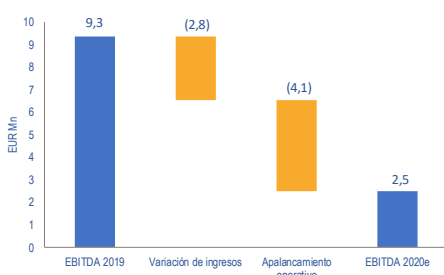
**2020e: Caer (mucho) es inevitable**

Aunque realizar estimaciones sobre los efectos del Covid-19 implica asumir una incertidumbre máxima, la severa reducción de la actividad económica vista durante el 1T20 en China (PIB -6,8% vs +6,0% en 4T19), con impacto a partir del 2T20 en el resto del mundo, nos lleva a una revisión de nuestras estimaciones 2020e que puede resumirse en tres grandes líneas:

**Gráfico 4. Ingresos 2020e vs 2019**



**Gráfico 5. EBITDA 2020e vs 2019**



- **Caída de ingresos (EUR 52Mn, -33% vs estimaciones iniciales; -30% vs 2019).** El shock de oferta y demanda generado por el Covid-19 es ya evidente en todos los mercados (desplome de la producción industrial en China del -13,5% en febrero; con caídas sin precedentes en los PMIs de marzo en la UE) y sectores (p. ej. en Europa, las ventas de vehículos caen un 55% en marzo, con un retroceso del 25,6% en el acumulado del año).

En este contexto de economía mundial en “off”, consideramos que NEA se beneficiará de la inercia de su cartera de pedidos (EUR 31Mn, dic. 2019; c. 40% s/Vtas 2019), que le permitirá mantener una buena carga de actividad durante todo el 1S20. Y aunque el elevado nivel de incertidumbre actual reducirá inevitablemente los niveles de captación de pedidos durante el 2T20 y 3T20, el posicionamiento de NEA en China (donde aparentemente la producción industrial comienza a recuperarse en marzo; caída del -1,1% a/a vs -13,5% en febrero) y su baja exposición al sector autos, le ayudarán a sostener la caída de ingresos al 30% (vs 50% en 2009).

- **... que arrastrará el EBITDA en 2020e hasta EUR 2,5Mn (-73% vs estimaciones iniciales; -73% vs 2019).** La caída de ingresos estimada tendrá un impacto negativo de c. EUR 2,8Mn sobre el EBITDA 2020e, siendo el 60% de la caída consecuencia de la estructura operativa de la compañía en la que c. 30% de sus costes son fijos.
- **Beneficio neto (-86% vs estimación previa):** Los puntos anteriores se trasladan de forma íntegra al beneficio neto 2020e, que esperamos se sitúe en el entorno de EUR 1Mn (-87% vs 2019). Dado el apalancamiento operativo de NEA (y nulo impacto de financieros), cualquier mejora del negocio se trasladaría casi íntegramente al BN.

**¿Qué ocurriría ante un escenario aún peor en 2020?**

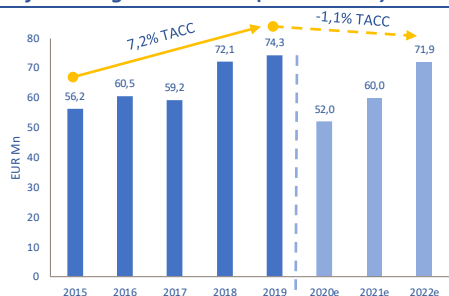
Si la economía permaneciese en “off” durante demasiado tiempo caería en un ciclo económico contractivo, con un impacto adicional al visto en nuestra revisión de estimaciones. Dado que el nivel de incertidumbre sobre el entorno macro actual es máximo, la pregunta a resolver ahora es cuál sería la situación “esperable” de las cifras 2020e ante un contexto aún peor.

**Tabla 2. 2020e: Principales magnitudes ante variaciones sobre nuestro escenario central**

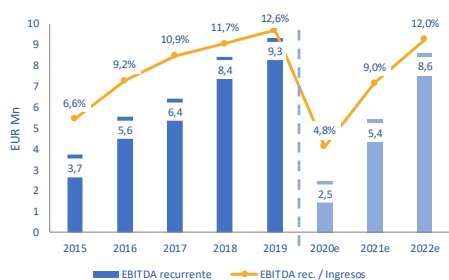
	Ejercicio 2020e		
	Escenario "Horrible"	Escenario Central	Escenario "Benigno"
Ventas	46,9	52,0	57,3
Cto. vs 2019	-36,8%	-30,0%	-22,9%
Var. vs Esc. Central	-10,0%		10,0%
EBITDA	0,9	2,5	4,2
Cto. vs 2019	-90,8%	-73,4%	-55,5%
Var. vs Esc. Central	-65,4%	0,0%	67,3%
Márgen EBITDA / Vtas	1,8%	4,8%	7,3%
Var. vs 2019 (p.p.)	(10,7)	(7,8)	(5,3)
EBIT	(0,6)	1,0	2,7
Cto. vs 2019	-106,9%	-87,2%	-66,8%
Var. vs Esc. Central	-154,2%	0,0%	158,6%
Márgen EBIT / Vtas	n.a.	2,0%	4,7%
Var. vs 2019 (p.p.)	n.a.	(9,0)	(6,3)
Var. Working Capital (gap en días)	60,0	31,4	23,3
+/- Variación de Circulante	(2,0)	0,2	(0,1)
Arrendamientos (impacto NIIF 16)	(0,2)	(0,2)	(0,2)
Tasa fiscal	n.a.	n.a.	15,6%
-Impuestos	0,3	(0,0)	(0,4)
-CF Operativo Recurrente*	(1,3)	2,5	3,9
Capex/Vtas	3,4%	3,4%	3,4%
-CAPEX	(1,6)	(1,8)	(1,9)
=FCF to the firm	(2,9)	0,7	1,5
Var vs FCF 2019	n.a.	-92,5%	-84,0%
DN	(0,1)	(3,4)	(4,2)
DN/EBITDA	-0,1x	-1,4x	-1,0x

Con una caída de ingresos cercana al -40% (vs -30% de nuestras proyecciones), estimamos un EBITDA aun positivo (vs EBITDA negativo en 2009, 2010 y 2012). Y quizás lo más interesante sea que incluso en este escenario (en el que además asumimos un incremento de 60 días en working capital vs 2019; vs 30 días de nuestro escenario central) la compañía sería capaz de mantener una posición de caja positiva. Lo que justifica nuestra opinión de que hoy NEA presenta argumentos creíbles para sortear la crisis desatada por el Covid-19 (sin comprometer su negocio).

**Gráfico 6. Ingresos totales (2015-2022e)**



**Gráfico 7. Evolución del EBITDA Rec. y del Margen EBITDA Rec. (2015 – 2022e)**



### ¿y el día después? 2021e, estabilización y 2022e, recuperación (aunque parcial)

Nuestras estimaciones contemplan como escenario central una estabilización de la actividad industrial a final del 4T20, con una recuperación (aunque parcial) a partir del 2S21, que debiera permitir a NEA alcanzar unos ingresos de, al menos, EUR 72Mn en 2022e (-1,1% TACC 2019-2022e), aunque con un nivel de rentabilidad aun inferior al alcanzado en 2019 (EBITDA EUR 8,6Mn; -8% vs 2019).

A nuestro juicio, los principales drivers que empujarán el negocio durante este período serán:

- **Su buena posición competitiva...** En 2019, NEA incrementó en c. 5p.p. su cuota de mercado frente a sus principales comparables del subsector del fresado en España (alcanzando una cuota de c. 34%; Asociación de Fabricantes de Máquina Herramienta Española). Y sin renunciar a la rentabilidad (Mg. EBITDA 2019 +1p.p. vs 2018): resultado de un exhaustivo proceso de contención de costes. Que ha derivado en niveles de rentabilidad muy superiores a 2008 (5,5%), y a los del sector (>10%).
- **Con un negocio diversificado tanto geográficamente como sectorialmente...** Con exposición a China (c. 22% de la cartera a cierre de 2019) donde aparentemente empieza a existir cierta estabilización de la producción industrial, y a sectores como el eólico offshore (que se encuentra en pleno proceso de crecimiento y debiera sufrir menos que la industria de automoción). En el caso concreto de NEA, diversificación implica menos riesgo y más oportunidad de crecimiento.
- **Y en posición de Caja Neta (EUR 4,9Mn; 10% s/Market Cap; vs DN/EBITDA 2011 c. 4x)**, lo que resulta especialmente interesante en un contexto como el actual. Además de reducir considerablemente el riesgo financiero, la posición de caja neta abre la opción estratégica de aprovechar la caída del ciclo para crecer no orgánicamente (algo impensable en la crisis de 200).

### ¿Cuál sería el “worst case” para NEA al llegar 2022e?

La idea básica es la de una compañía con capacidad para sortear la crisis. Pero no la de una compañía acíclica. Ni la de un negocio que (*a priori*) sea capaz de crecer vs 2019 a lo largo de los próximos dos años. La paralización de parte de la actividad económica e industrial tendrá un impacto muy severo sobre el PIB y el empleo en todo el mundo. Y su magnitud sigue siendo, hoy, muy incierta. En caso de que la recuperación de la actividad económica tras el shock “Covid-19” se alargue en el tiempo más de lo esperado, estimamos ingresos 2022e de c. EUR 68Mn, con un margen EBITDA Recurrente de c. 11% (EBITDA EUR 7,4Mn, -21% vs 2019).

**Tabla 3. 2022e ¿Qué ocurriría si...?**

	Ejercicio 2022		
	Recuperación Lenta	Escenario Central	Recuperación Rápida
Ventas	68,3	71,9	75,5
Cto Vtas 2022 vs 2020	31,4%	38,2%	45,1%
EBITDA	7,4	8,6	9,8
Cto EBITDA 2022 vs 2020	198,9%	246,2%	293,6%
EBITDA 2022 vs 2019	-20,6%	-8,0%	4,6%
Margen EBITDA/Vtas	10,9%	12,0%	12,9%
Margen EBITDA 2022 vs 2020 (p.p.)	6,1	7,2	8,2
Margen EBITDA 2022 vs 2019 (p.p.)	(1,7)	(0,6)	0,4
DN 2022e	(7,5)	(9,4)	(9,2)
EV/EBITDA 2022	5,9	5,1	4,5
Prima / (Dto) vs EV/EBITDA Enero 2020	-14,2%	-25,9%	-34,8%

En términos de “velocidad” puede decirse que nuestro escenario central (2020-2022) es de una recuperación lenta, justificada por el elevado componente cíclico de la industria de máquina-herramienta. Las condiciones actuales (micro y macro) no permiten esperar una recuperación “rápida” ni “explosiva”. Lo más interesante del análisis de sensibilidad de los “números” 2022 es que: (i) incluso en el escenario más pesimista la supervivencia de la compañía no estaría en cuestión (manteniéndose en posición de caja neta) y (ii) la opción (que no es nuestro escenario central) de volver a niveles de EBITDA de 2019 es viable y (“solo”) condicionada a un crecimiento 7p.p superior al estimado (vs 2020): EUR 9,8Mn y EV/EBITDA 2022e 4,5x: vs múltiplos de c.7x vistos en enero 2020 (vs EBITDA 2019).

**En conclusión: la supervivencia de NEA no está en cuestión. La recuperación de niveles EBITDA próximos a 2019 no parece viable hasta (al menos) 2022.**

Pese a la fuerte revisión de nuestras estimaciones (Tabla 4), resaltamos tres factores, fruto del proceso de ajuste acometido por la compañía durante los últimos años (culminado en 2017), que facilitarían que la compañía haga frente a un entorno macro complicado e incierto como el actual, sin comprometer su supervivencia: (i) racionalización de su estructura y concentración de su actividad en una sola planta (que permitirá una mayor flexibilidad ante una repentina caída de ingresos), (ii) el foco en clientes más rentables (que le ha permitido alcanzar un Mg. EBITDA de c. 13% vs 5,5% en 2008 y <10% del sector), (iii) la entrada en nuevos sectores (como el de energía eólica offshore) y (iv) su estructura de capital hipersaneada.

**Tabla 4. Revisión de estimaciones**

EUR Mn	2020e (Nuevo)	Revisión (%)	2021e (Nuevo)	Revisión (%)	2022e (Nuevo)
<b>Total Ingresos</b>	<b>52,0</b>	<b>-32,7%</b>	<b>60,0</b>	<b>-24,6%</b>	<b>71,9</b>
<b>EBITDA (Recurrente)</b>	<b>2,5</b>	<b>-73,1%</b>	<b>5,4</b>	<b>-43,0%</b>	<b>8,6</b>
<i>Cto. EBITDA Rec.</i>	<i>-73,4%</i>	<i>-76,3 p.p.</i>	<i>118,2%</i>	<i>115,2 p.p.</i>	<i>58,7%</i>
<i>EBITDA Rec. / Ventas</i>	<i>4,8%</i>	<i>-7,2 p.p.</i>	<i>9,0%</i>	<i>-2,9 p.p.</i>	<i>12,0%</i>
<b>Beneficio Neto</b>	<b>1,0</b>	<b>-85,7%</b>	<b>3,8</b>	<b>-45,4%</b>	<b>6,1</b>
<b>Free Cash Flow (Rec.)</b>	<b>0,6</b>	<b>-89,6%</b>	<b>2,6</b>	<b>-56,3%</b>	<b>4,5</b>
<i>DN / EBITDA</i>	<i>-1,4 x</i>	<i>-0,3 x</i>	<i>-1,1 x</i>	<i>0,4 x</i>	<i>-1,1 x</i>

Todo ello justifica que, a nuestro juicio, tanto el riesgo comercial como el riesgo financiero se han reducido considerablemente frente a lo ocurrido en etapas anteriores (y se refleja en que hoy nuestro escenario central dista mucho del visto en 2008). Si los cambios anteriores sobre el modelo de negocio no se hubiesen producido, la opinión sería necesariamente otra. Incluso en un escenario en el que se hubiese reducido su endeudamiento hasta los niveles de caja neta actuales.

¿Qué nos dice hoy el precio de la acción? Incluso en un contexto de no recuperación plena de los resultados de 2019 en 2022e (hoy nuestro escenario central), la compañía cotizaría con un descuento de c. 30% frente al múltiplo alcanzado en enero 2020 (previo al shock del Covid-19). La recuperación de niveles de generación de EBITDA previos al Covid-19 implicaría, a precios de hoy, EV/EBITDA 2022e de c. 4,5x.

**Tabla 5: ¿Cómo compara nuestro escenario central con lo ocurrido en la crisis de "Lehman"?**

Crisis "Lehman"	2008	2009	Caída (%)
	Año Pre Crisis	Año 1 de la Crisis	
Ventas	116,0	58,0	-50,0%
EBITDA	6,4	(2,6)	-141,1%
<i>Mg. EBITDA/Vtas.</i>	<i>5,5%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
Crisis "Covid-19"	2019	2020e	Caída (%)
	Año Pre Crisis	Año 1 de la Crisis	
Ventas	74,3	52,0	-30,0%
EBITDA	9,3	2,5	-73,4%
<i>Mg. EBITDA/Vtas.</i>	<i>12,6%</i>	<i>4,8%</i>	<i>(7,8)</i>
Crisis "Lehman"	Referencia	IBEX (Ptos.)	NEA (EUR/acc)
Mercado "Pre Crisis"	2T 08	12.046,2	6,10
Mercado "Post Crisis"	1T 09	7.815,0	1,99
<b>Caída (%)</b>		<b>-35,1%</b>	<b>-67,4%</b>
Crisis "Covid-19"	Referencia	IBEX (Ptos.)	NEA (EUR/acc)
Mercado "Pre Crisis"	ene-20	9.367,9	5,42
Mercado "Hoy"	"Hoy"	6.719,8	3,76
<b>Caída (%)</b>		<b>-28,3%</b>	<b>-30,6%</b>

**Tabla 6: Impacto de la crisis en los múltiplos de valoración**

EV/EBITDA	Crisis "Lehman"		Crisis "Covid-19"	
	Referencia	EV/EBITDA 2008	Referencia	EV/EBITDA 2019
Pre Crisis	2T 08	14,5	ene-20	6,9
Post Crisis	1T 09	7,8	"Hoy"	4,7
<b>Caída del Múltiplo (%)*</b>		<b>-45,9%</b>		<b>-31,8%</b>

(\*) Comparación de los múltiplos de NEA sobre el año previo a la crisis, entendido éste como aquel que refleja mejor el EBITDA al que la compañía debería tender una vez superado el colapso macro. Por lo tanto, tomamos como referencias los beneficios de 2008 y 2019 para hacer la comparación entre la Crisis "Lehman" y la producida por el efecto "Covid-19".



## Anexo 1. Proyecciones financieras<sup>(1)</sup>

Balance (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	TACC	
Inmovilizado inmaterial	0,7	0,4	0,4	0,3	1,0	1,0	1,0	1,0		
Inmovilizado material	22,4	17,0	16,7	12,7	13,8	14,3	15,0	15,4		
Otros activos no corrientes	10,4	9,8	9,6	10,8	11,6	11,6	11,6	11,6		
Inmovilizado financiero	0,9	2,9	2,5	6,0	2,0	2,1	2,2	2,2		
Fondo de comercio y otros intangibles	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5		
Activo circulante	28,8	28,2	30,6	36,2	37,1	31,2	33,8	38,1		
<b>Total activo</b>	<b>72,6</b>	<b>67,8</b>	<b>69,4</b>	<b>75,5</b>	<b>75,2</b>	<b>69,8</b>	<b>73,1</b>	<b>77,9</b>		
Patrimonio neto	34,3	37,2	39,4	47,1	53,0	51,9	55,5	60,6		
Minoritarios	3,4	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,9	1,0		
Provisiones y otros pasivos a LP	2,7	2,1	2,1	3,3	3,6	3,6	3,6	3,6		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	0,8	0,8	0,8	0,8		
Deuda financiera neta	14,5	12,1	8,1	1,5	(4,9)	(3,4)	(5,8)	(9,4)		
Pasivo circulante	17,7	15,8	19,0	22,8	21,8	16,1	18,1	21,2		
<b>Total pasivo</b>	<b>72,6</b>	<b>67,8</b>	<b>69,4</b>	<b>75,5</b>	<b>75,2</b>	<b>69,8</b>	<b>73,1</b>	<b>77,9</b>		
<b>Cuenta de Resultados (EUR Mn)</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>TACC</b>	
<b>Total Ingresos</b>	<b>56,2</b>	<b>60,5</b>	<b>59,2</b>	<b>72,1</b>	<b>74,3</b>	<b>52,0</b>	<b>60,0</b>	<b>71,9</b>	<b>7,2%</b>	<b>-1,1%</b>
<i>Cto.Total Ingresos</i>	<i>-0,5%</i>	<i>7,7%</i>	<i>-2,1%</i>	<i>21,7%</i>	<i>3,0%</i>	<i>-30,0%</i>	<i>15,3%</i>	<i>19,9%</i>		
Coste de ventas	(25,8)	(27,2)	(26,6)	(32,1)	(34,0)	(23,7)	(26,8)	(32,0)		
<b>Margen Bruto</b>	<b>30,4</b>	<b>33,3</b>	<b>32,6</b>	<b>40,0</b>	<b>40,2</b>	<b>28,3</b>	<b>33,2</b>	<b>39,9</b>	<b>7,3%</b>	<b>-0,3%</b>
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>54,1%</i>	<i>55,0%</i>	<i>55,1%</i>	<i>55,5%</i>	<i>54,2%</i>	<i>54,5%</i>	<i>55,4%</i>	<i>55,5%</i>		
Gastos de personal	(16,4)	(16,6)	(14,8)	(16,9)	(17,7)	(14,4)	(15,6)	(17,8)		
Otros costes de explotación	(10,3)	(11,1)	(11,4)	(14,7)	(13,2)	(11,4)	(12,2)	(13,5)		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>3,7</b>	<b>5,6</b>	<b>6,4</b>	<b>8,4</b>	<b>9,3</b>	<b>2,5</b>	<b>5,4</b>	<b>8,6</b>	<b>25,9%</b>	<b>-2,7%</b>
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>	<i>-2,6%</i>	<i>49,3%</i>	<i>15,8%</i>	<i>31,0%</i>	<i>11,0%</i>	<i>-73,4%</i>	<i>118,2%</i>	<i>58,7%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>6,6%</i>	<i>9,2%</i>	<i>10,9%</i>	<i>11,7%</i>	<i>12,6%</i>	<i>4,8%</i>	<i>9,0%</i>	<i>12,0%</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	-	-	(2,1)	-	-	-	-	-		
<b>EBITDA</b>	<b>3,7</b>	<b>5,6</b>	<b>4,3</b>	<b>8,4</b>	<b>9,3</b>	<b>2,5</b>	<b>5,4</b>	<b>8,6</b>	<b>25,9%</b>	<b>-2,7%</b>
Depreciación y provisiones	(1,7)	(2,2)	(1,4)	(1,3)	(1,3)	(1,3)	(1,3)	(1,4)		
Gastos capitalizados	0,3	0,0	-	0,1	0,3	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
<b>EBIT</b>	<b>2,3</b>	<b>3,4</b>	<b>3,0</b>	<b>7,2</b>	<b>8,2</b>	<b>1,0</b>	<b>3,9</b>	<b>7,1</b>	<b>37,6%</b>	<b>-4,8%</b>
<i>Cto.EBIT</i>	<i>-4,6%</i>	<i>48,4%</i>	<i>-11,9%</i>	<i>142,1%</i>	<i>13,4%</i>	<i>-87,2%</i>	<i>274,8%</i>	<i>79,6%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>	<i>4,1%</i>	<i>5,6%</i>	<i>5,0%</i>	<i>10,0%</i>	<i>11,0%</i>	<i>2,0%</i>	<i>6,5%</i>	<i>9,8%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,9)	(0,6)	(0,3)	(0,5)	(0,2)	(0,1)	(0,1)	(0,2)		
Resultados por puesta en equivalencia	(0,1)	0,0	(0,3)	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1		
<b>Beneficio ordinario</b>	<b>1,3</b>	<b>2,7</b>	<b>2,4</b>	<b>6,7</b>	<b>8,0</b>	<b>1,0</b>	<b>3,9</b>	<b>7,0</b>	<b>56,0%</b>	<b>-4,4%</b>
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>	<i>1,6%</i>	<i>103,9%</i>	<i>-13,6%</i>	<i>184,0%</i>	<i>18,3%</i>	<i>-87,2%</i>	<i>281,6%</i>	<i>78,9%</i>		
Extraordinarios	-	1,9	-	0,4	-	-	-	-		
<b>Beneficio antes de impuestos</b>	<b>1,3</b>	<b>4,7</b>	<b>2,4</b>	<b>7,1</b>	<b>8,0</b>	<b>1,0</b>	<b>3,9</b>	<b>7,0</b>	<b>56,0%</b>	<b>-4,4%</b>
Impuestos	(0,2)	0,1	(0,0)	0,9	0,2	(0,0)	(0,0)	(0,7)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>12,3%</i>	<i>n.a.</i>	<i>0,2%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>0,5%</i>	<i>0,6%</i>	<i>10,6%</i>		
Minoritarios	0,2	(0,6)	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,0)	(0,1)	(0,1)		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio neto</b>	<b>1,4</b>	<b>4,1</b>	<b>2,2</b>	<b>7,8</b>	<b>8,1</b>	<b>1,0</b>	<b>3,8</b>	<b>6,1</b>	<b>56,1%</b>	<b>-8,8%</b>
<i>Cto.Beneficio neto</i>	<i>0,2%</i>	<i>203,0%</i>	<i>-45,6%</i>	<i>250,0%</i>	<i>2,8%</i>	<i>-87,6%</i>	<i>281,2%</i>	<i>60,8%</i>		
<b>Beneficio ordinario neto</b>	<b>1,4</b>	<b>2,1</b>	<b>4,3</b>	<b>6,6</b>	<b>7,8</b>	<b>1,0</b>	<b>3,8</b>	<b>6,1</b>	<b>55,0%</b>	<b>-7,9%</b>
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>0,7%</i>	<i>56,3%</i>	<i>104,4%</i>	<i>51,5%</i>	<i>19,1%</i>	<i>-87,3%</i>	<i>281,2%</i>	<i>60,8%</i>		
<b>Cash Flow (EUR Mn)</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>TACC</b>	
<b>EBITDA recurrente</b>						<b>2,5</b>	<b>5,4</b>	<b>8,6</b>	<b>25,9%</b>	<b>-2,7%</b>
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(0,2)	(0,2)	(0,2)		
Var.capital circulante						0,2	(0,5)	(1,2)		
<b>Cash Flow operativo recurrente</b>						<b>2,5</b>	<b>4,8</b>	<b>7,2</b>	<b>16,5%</b>	<b>-0,2%</b>
CAPEX						(1,8)	(2,0)	(1,8)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,1)	(0,1)	(0,2)		
Impuestos						(0,0)	(0,0)	(0,7)		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>						<b>0,6</b>	<b>2,6</b>	<b>4,5</b>	<b>32,4%</b>	<b>1,3%</b>
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
<b>Free Cash Flow</b>						<b>0,6</b>	<b>2,6</b>	<b>4,5</b>	<b>37,1%</b>	<b>-18,5%</b>
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(2,1)	(0,2)	(0,9)		
<b>Variación de Deuda financiera neta</b>						<b>1,4</b>	<b>(2,4)</b>	<b>(3,6)</b>		

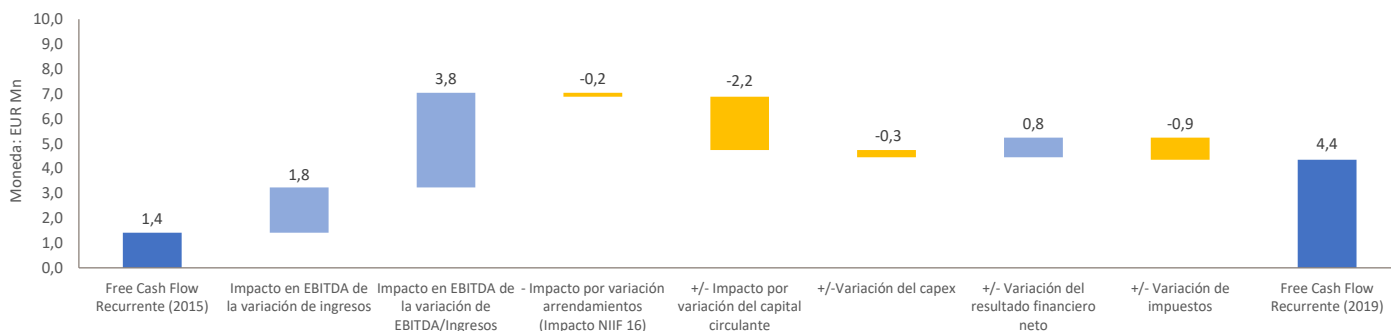
Nota 1: Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 0,2Mn mayor por la aplicación de NIIF 16.

## Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow<sup>(1)</sup>

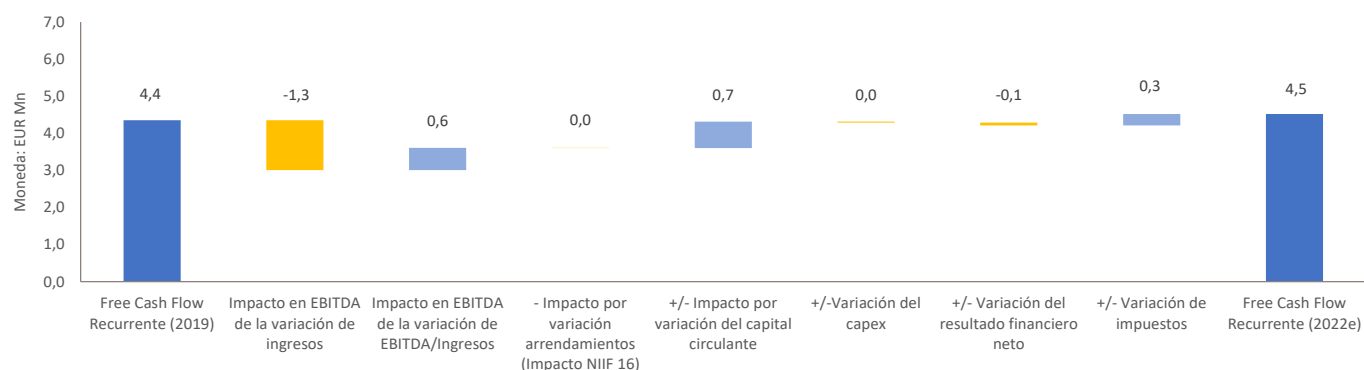
A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	TACC	
								16-19	19-22e
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>5,6</b>	<b>6,4</b>	<b>8,4</b>	<b>9,3</b>	<b>2,5</b>	<b>5,4</b>	<b>8,6</b>	<b>18,9%</b>	<b>-2,7%</b>
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	49,3%	15,8%	31,0%	11,0%	-73,4%	118,2%	58,7%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	9,2%	10,9%	11,7%	12,6%	4,8%	9,0%	12,0%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
+/- Var. Capital circulante	(1,3)	0,8	(1,8)	(1,9)	0,2	(0,5)	(1,2)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>4,3</b>	<b>7,2</b>	<b>6,6</b>	<b>7,2</b>	<b>2,5</b>	<b>4,8</b>	<b>7,2</b>	<b>19,2%</b>	<b>-0,2%</b>
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	9,0%	67,8%	-7,5%	9,0%	-65,7%	92,4%	50,8%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	7,1%	12,1%	9,2%	9,8%	4,8%	8,0%	10,0%		
- CAPEX	(0,9)	(1,0)	(1,9)	(1,8)	(1,8)	(2,0)	(1,8)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,6)	(0,3)	(0,2)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,2)		
- Impuestos	0,1	(0,0)	(1,0)	(1,0)	(0,0)	(0,0)	(0,7)		
<b>= Free Cash Flow recurrente</b>	<b>2,8</b>	<b>5,8</b>	<b>3,6</b>	<b>4,4</b>	<b>0,6</b>	<b>2,6</b>	<b>4,5</b>	<b>15,9%</b>	<b>1,3%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	97,3%	108,4%	-38,8%	22,1%	-85,6%	317,9%	72,1%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	4,6%	9,8%	4,9%	5,9%	1,2%	4,4%	6,3%		
- Gastos de reestructuración y otros	(0,1)	0,0	0,0	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,2	1,2	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	(2,1)	1,4	4,0	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow</b>	<b>2,9</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>	<b>8,4</b>	<b>0,6</b>	<b>2,6</b>	<b>4,5</b>	<b>41,9%</b>	<b>-18,5%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	23,8%	71,4%	-0,9%	68,1%	-92,5%	317,9%	72,1%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	6,0%	12,6%	7,7%	9,4%	1,4%	5,7%	9,8%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	6,3%	10,8%	10,7%	18,0%	1,4%	5,7%	9,8%		
<b>B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)</b>									
<b>Free Cash Flow recurrente (Año -1)</b>	<b>1,4</b>	<b>2,8</b>	<b>5,8</b>	<b>3,6</b>	<b>4,4</b>	<b>0,6</b>	<b>2,6</b>		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	0,3	(0,1)	1,4	0,3	(2,8)	0,4	1,1		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	1,5	1,0	0,6	0,7	(4,1)	2,6	2,1		
<b>= Variación EBITDA recurrente</b>	<b>1,8</b>	<b>0,9</b>	<b>2,0</b>	<b>0,9</b>	<b>(6,9)</b>	<b>2,9</b>	<b>3,2</b>		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	(0,2)	(0,0)	(0,0)	(0,0)		
+/- Impacto por variación del capital circulante	(1,5)	2,0	(2,5)	(0,2)	2,1	(0,6)	(0,7)		
<b>= Variación del Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>0,4</b>	<b>2,9</b>	<b>(0,5)</b>	<b>0,6</b>	<b>(4,8)</b>	<b>2,3</b>	<b>2,4</b>		
+/- Variación del CAPEX	0,6	(0,1)	(0,9)	0,2	0,0	(0,3)	0,2		
+/- Variación del resultado financiero neto	0,2	0,3	0,2	0,1	(0,0)	(0,0)	(0,1)		
+/- Variación de impuestos	0,3	(0,1)	(1,0)	(0,1)	1,0	(0,0)	(0,7)		
<b>= Variación del Free Cash Flow recurrente</b>	<b>1,4</b>	<b>3,0</b>	<b>(2,3)</b>	<b>0,8</b>	<b>(3,7)</b>	<b>2,0</b>	<b>1,9</b>		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>	<b>2,8</b>	<b>5,8</b>	<b>3,6</b>	<b>4,4</b>	<b>0,6</b>	<b>2,6</b>	<b>4,5</b>		
<b>C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)</b>									
<b>EBIT</b>	<b>3,4</b>	<b>3,0</b>	<b>7,2</b>	<b>8,2</b>	<b>1,0</b>	<b>3,9</b>	<b>7,1</b>	<b>34,2%</b>	<b>-4,8%</b>
* Tasa fiscal teórica	0,0%	0,2%	0,0%	0,0%	0,5%	0,6%	10,6%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	(0,0)	-	-	(0,0)	(0,0)	(0,7)		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>5,6</b>	<b>6,4</b>	<b>8,4</b>	<b>9,3</b>	<b>2,5</b>	<b>5,4</b>	<b>8,6</b>	<b>18,9%</b>	<b>-2,7%</b>
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
+/- Var. Capital circulante	(1,3)	0,8	(1,8)	(1,9)	0,2	(0,5)	(1,2)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>4,3</b>	<b>7,2</b>	<b>6,6</b>	<b>7,2</b>	<b>2,5</b>	<b>4,8</b>	<b>7,2</b>	<b>19,2%</b>	<b>-0,2%</b>
- CAPEX	(0,9)	(1,0)	(1,9)	(1,8)	(1,8)	(2,0)	(1,8)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	(0,0)	-	-	(0,0)	(0,0)	(0,7)		
<b>= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente</b>	<b>3,4</b>	<b>6,1</b>	<b>4,7</b>	<b>5,5</b>	<b>0,7</b>	<b>2,7</b>	<b>4,7</b>	<b>17,8%</b>	<b>-5,2%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	54,9%	83,5%	-23,4%	16,3%	-87,0%	282,3%	71,4%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	5,5%	10,4%	6,5%	7,4%	1,4%	4,5%	6,5%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,2	1,2	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	(2,1)	1,4	4,0	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow "To the Firm"</b>	<b>3,6</b>	<b>5,3</b>	<b>6,1</b>	<b>9,5</b>	<b>0,7</b>	<b>2,7</b>	<b>4,7</b>	<b>38,2%</b>	<b>-21,1%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	17,4%	47,4%	14,9%	56,0%	-92,5%	282,3%	71,4%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	7,6%	14,0%	10,7%	12,5%	1,6%	6,2%	10,6%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	8,2%	12,1%	13,9%	21,6%	1,6%	6,2%	10,6%		

Nota 1: Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 0,2Mn mayor por la aplicación de NIIF 16.

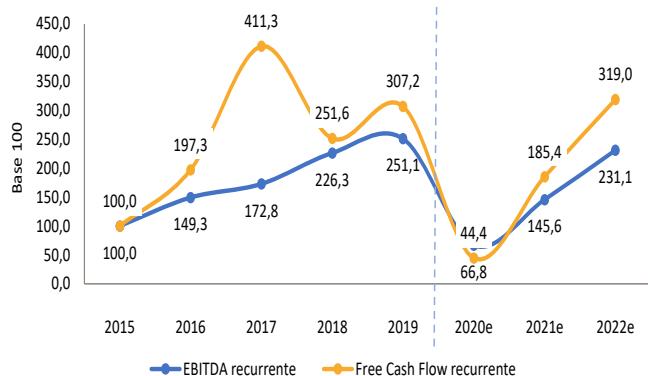
### Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2015 - 2019)



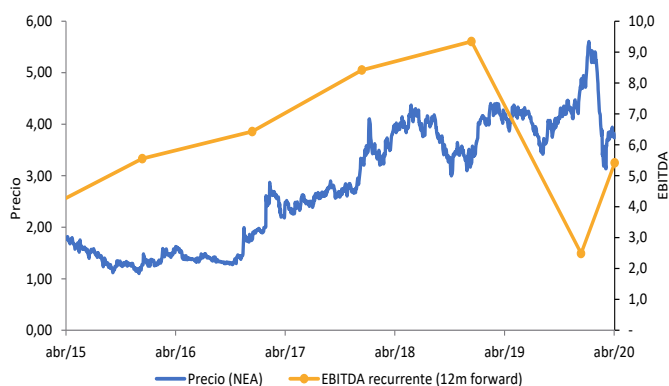
### Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2019 - 2022e)



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



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



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

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	46,3	
+ Minoritarios	0,8	Rdos. 12m 2019
+ Provisiones y otros pasivos a LP	3,6	Rdos. 12m 2019
+ Deuda financiera neta	(4,9)	Rdos. 12m 2019
- Inmovilizado financiero	2,0	Rdos. 12m 2019
+/- Otros		
<b>Enterprise Value (EV)</b>	<b>43,8</b>	



## Anexo 4. Comportamiento histórico (1)(2)

Comportamiento histórico (EUR Mn)	TACC															
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	09-19	19-22e
<b>Total Ingresos</b>	58,0	34,0	63,9	31,7	54,7	55,6	56,2	60,5	59,2	72,1	74,3	52,0	60,0	71,9	2,5%	-1,1%
Cto. Total Ingresos	-50,0%	-41,3%	87,9%	-50,4%	72,7%	1,6%	1,1%	7,7%	-2,1%	21,7%	3,0%	-30,0%	15,3%	19,9%		
<b>EBITDA</b>	(2,6)	(5,4)	4,1	(3,8)	2,4	3,9	3,7	5,6	4,3	8,4	9,3	2,5	5,4	8,6	n.a.	-2,7%
Cto. EBITDA	-141,1%	-106,0%	176,4%	-192,5%	164,2%	61,7%	-5,7%	49,3%	-22,1%	94,5%	11,0%	-73,4%	118,2%	58,7%		
EBITDA/Ingresos	n.a.	n.a.	6,4%	n.a.	4,5%	7,1%	6,6%	9,2%	7,3%	11,7%	12,6%	4,8%	9,0%	12,0%		
<b>Beneficio neto</b>	(5,1)	(8,6)	0,7	(7,1)	(0,3)	1,3	1,4	4,1	2,2	7,8	8,1	1,0	3,8	6,1	n.a.	-8,8%
Cto. Beneficio neto	-217,3%	-68,1%	108,0%	n.a.	95,7%	537,0%	1,7%	203,0%	-45,6%	250,0%	2,8%	-87,6%	281,2%	60,8%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	12,5	12,4	12,3	12,2	12,2	12,2	12,2	12,2	12,2	12,2	12,3	12,3	12,3	12,3		
BPA (EUR)	n.a.	n.a.	0,06	n.a.	n.a.	0,11	0,11	0,34	0,18	0,64	0,66	0,08	0,31	0,50	n.a.	-9,0%
Cto. BPA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,7%	n.a.	-45,6%	n.a.	2,6%	-87,7%	n.a.	60,8%		
BPA ord. (EUR)	n.a.	n.a.	0,04	n.a.	n.a.	0,11	0,11	0,17	0,35	0,54	0,64	0,08	0,31	0,50	n.a.	-8,1%
Cto. BPA ord.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,2%	56,3%	n.a.	51,5%	18,8%	-87,3%	n.a.	60,8%		
CAPEX	(2,7)	(0,7)	(1,9)	(0,4)	(1,7)	(0,9)	(1,5)	(0,9)	(1,0)	(1,9)	(1,8)	(1,8)	(2,0)	(1,8)		
CAPEX/Vtas % <sup>1</sup>	4,6%	1,9%	3,0%	1,2%	3,2%	1,6%	2,6%	1,5%	1,7%	2,7%	2,4%	3,4%	3,4%	2,5%		
<b>Free Cash Flow</b>	(8,5)	(0,3)	(4,5)	(1,6)	0,3	3,2	2,4	2,9	5,0	5,0	8,4	0,6	2,6	4,5	n.a.	-18,5%
DN/EBITDA (x) <sup>12</sup>	n.a.	n.a.	3,6x	n.a.	5,3x	2,4x	3,9x	2,2x	1,9x	0,2x	-0,5x	-1,4x	-1,1x	-1,1x		
PER (x)	n.a.	n.a.	18,5x	n.a.	n.a.	10,0x	11,5x	5,2x	17,5x	5,1x	7,1x	46,5x	12,2x	7,6x		
EV/Vtas (x)	0,7x	0,9x	0,5x	0,9x	0,6x	0,5x	0,5x	0,5x	0,8x	0,5x	0,7x	0,8x	0,7x	0,6x		
EV/EBITDA (x) <sup>12</sup>	n.a.	n.a.	7,6x	n.a.	13,1x	6,6x	7,1x	5,6x	10,4x	4,6x	5,8x	17,6x	8,1x	5,1x		
Comport. Absoluto	-22,0%	-35,7%	-30,1%	-32,4%	85,0%	-15,8%	17,0%	36,9%	83,1%	1,7%	44,3%	-19,8%				
Comport. Relativo vs Ibex 35	-40,0%	-22,1%	-19,5%	-29,1%	52,4%	-18,8%	26,0%	39,7%	70,5%	19,6%	29,1%					

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.

Nota 2: Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 0,2Mn mayor por la aplicación de NIIF 16.

Nota 3: Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

## Anexo 5. Principales competidores 2020e

### Máquina-herramienta

EUR Mn		Georg Fischer	Hermle	Starrag	Tornos Holding	Datron AG	Fidia	Average	NEA
Datos Mercado	Ticker (Reuters)	FIN.S	MBHG_p.F	STGN.S	TOHN.S	DARG.DE	FDA.MI		NEA.MC
	País	Switzerland	Germany	Switzerland	Switzerland	Germany	Italy		Spain
	Market cap	2.535,9	214,0	124,7	66,4	32,7	16,8		46,3
	Enterprise value (EV)	2.796,6	66,5	124,1	67,6	25,1	30,3		43,8
Información financiera básica	Total Ingresos	3.108,6	463,0	330,6	132,8	54,4	38,3		52,0
	Cto. Total Ingresos	-9,3%	0,0%	-14,2%	-29,8%	-2,4%	-16,3%	-12,0%	-30,0%
	2y TACC (2020e - 2022e)	6,8%	n.a.	4,9%	7,7%	n.a.	n.a.	6,5%	17,6%
	EBITDA	284,6	n.a.	11,8	2,1	5,0	2,4		2,5
	Cto. EBITDA	-5,6%	n.a.	-49,4%	-78,5%	-17,4%	301,7%	30,2%	-73,4%
	2y TACC (2020e - 2022e)	23,0%	n.a.	38,0%	98,7%	n.a.	n.a.	53,2%	86,1%
	EBITDA/Ingresos	9,2%	n.a.	3,6%	1,6%	9,2%	6,3%	6,0%	4,8%
	EBIT	178,4	114,4	0,9	(1,4)	4,2	(0,1)		1,0
	Cto. EBIT	3,0%	n.a.	-92,3%	-124,2%	-18,2%	97,2%	-26,9%	-87,2%
	2y TACC (2020e - 2022e)	30,2%	n.a.	246,4%	n.a.	n.a.	n.a.	138,3%	159,5%
	EBIT/Ingresos	5,7%	24,7%	0,3%	n.a.	7,7%	n.a.	9,6%	2,0%
	Beneficio Neto	128,2	84,5	-	0,5	2,8	(0,8)		1,0
	Cto. Beneficio Neto	-19,2%	n.a.	n.a.	-91,3%	-19,6%	-82,8%	-53,2%	-87,6%
	2y TACC (2020e - 2022e)	32,2%	n.a.	n.a.	171,8%	n.a.	n.a.	102,0%	147,6%
CAPEX/Ventas	-5,3%	n.a.	n.a.	-2,1%	n.a.	-2,3%	-3,3%	-3,4%	
Free Cash Flow	160,0	n.a.	18,3	21,9	n.a.	1,0		0,6	
Deuda financiera Neta	158,5	n.a.	n.a.	(28,4)	n.a.	11,6		(3,4)	
DN/EBITDA (x)	0,6	n.a.	n.a.	(13,4)	n.a.	4,8	(2,7)	(1,4)	
Pay-out	55,2%	n.a.	n.a.	0,0%	14,2%	n.a.	23,1%	25,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	18,5	12,7	n.a.	n.a.	11,1	n.a.	14,1	46,5
	P/BV (x)	1,8	n.a.	0,7	0,6	n.a.	2,5	1,4	0,9
	EV/Ingresos (x)	0,9	0,1	0,4	0,5	0,5	0,8	0,5	0,8
	EV/EBITDA (x)	9,8	n.a.	10,5	32,0	5,0	12,6	14,0	17,6
	EV/EBIT (x)	15,7	0,6	n.a.	n.a.	6,0	n.a.	7,4	41,8
	ROE	9,9	n.a.	n.a.	1,0	n.a.	n.a.	5,4	1,9
	FCF Yield (%)	6,3	n.a.	14,8	33,1	n.a.	6,0	15,0	1,4
	DPA	17,27	10,05	0,00	0,00	0,10	n.a.	5,48	0,02
	Dvd Yield	2,8%	4,7%	0,0%	0,0%	1,2%	n.a.	1,7%	0,5%

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).

## Anexo 6. Inputs de valoración

### Inputs de valoración por DCF

	2020e	2021e	2022e	Perpetuo <sup>(1)</sup>			
Free Cash Flow "To the Firm"	0,7	2,7	4,7	41,1			
Market Cap	46,3	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	-4,9	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2019)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	2,4%	Coste de la deuda neta			2,0%	2,8%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
<b>Coste de la deuda neta</b>	<b>1,9%</b>	<b>Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)</b>			<b>1,6%</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	9,0%	R (estimación propia)			8,5%	9,5%	
Beta (B)	1,2	B (Thomson Reuters)			1,2	1,4	
<b>Coste del Equity</b>	<b>11,9%</b>	<b>Ke = Rf + (R * B)</b>			<b>11,3%</b>	<b>14,4%</b>	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	100,0%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	0,0%	D			=	=	
<b>WACC</b>	<b>11,9%</b>	<b>WACC = Kd * D + Ke * E</b>			<b>11,3%</b>	<b>14,4%</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 último año estimado, empleando la tasa fiscal efectiva normalizada (T) indicada en el cuadro superior.

### Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker	Mkt. Cap	PER 20e	BPA 20e-22e	EV/EBITDA 20e	EBITDA 20e-22e	EV/Vtas. 20e	Ingresos 20e-22e	EBITDA/Vtas. 20e	FCF Yield 20e	FCF 20e-22e
Georg Fischer	FIN.S	2.535,9	18,5	28,4%	9,8	23,0%	0,9	6,8%	9,2%	6,3%	8,3%
Hermle	MBHG_p.F	214,0	12,7	n.a.	n.a.	n.a.	0,1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Starrag	STGN.S	124,7	n.a.	n.a.	10,5	38,0%	0,4	4,9%	3,6%	14,8%	-33,8%
Tornos Holding	TOHN.S	66,4	n.a.	n.a.	32,0	98,7%	0,5	7,7%	1,6%	33,1%	-59,7%
Datron AG	DARG.DE	32,7	11,1	n.a.	5,0	n.a.	0,5	n.a.	9,2%	n.a.	n.a.
Fidia	FDA.MI	16,8	n.a.	n.a.	12,6	n.a.	0,8	n.a.	6,3%	6,0%	n.a.
Máquina-herramienta			14,1	28,4%	14,0	53,2%	0,5	6,5%	6,0%	15,0%	-28,4%
NEA	NEA.MC	46,3	46,5	147,6%	17,6	86,1%	0,8	17,6%	4,8%	1,4%	168,2%

### Análisis de sensibilidad (2021e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 21e	EBITDA 21e	EV/EBITDA 21e
Max	10,0%	6,0	7,3x
Central	9,0%	5,4	8,1x
Min	8,0%	4,8	9,1x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 21e			Escenario	FCF Rec./Yield 21e		
	EBITDA 21e	2,4%	3,4%		4,4%	Max	Central
6,0	3,8	3,2	2,6	8,3%	7,0%	5,7%	5,7%
5,4	3,2	2,6	2,0	7,0%	5,7%	4,4%	4,4%
4,8	2,6	2,0	1,4	5,7%	4,4%	3,1%	3,1%

## 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 sus departamentos es directivo, ejecutivo, asesor o miembro del Consejo de Administración del emisor y/o una de sus subsidiarias.
10. El Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., actúa en calidad de corredor del Emisor por los honorarios anticipados correspondientes.
11. El contenido de este informe 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 IEAF Servicios de Análisis S.L.U. La

información contenida en este informe se aprueba para su distribución a clientes profesionales, contrapartes elegibles y asesores profesionales, no a clientes particulares o minoristas. Se prohíbe su reproducción, distribución o publicación para cualquier fin sin la autorización por escrito de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. El Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) y/o su filial IEAF Servicios de Análisis S.L.U., sus empleados y directivos, pueden tener una posición (larga o corta) en una inversión sabiendo que ese emisor será objeto de análisis y que ese análisis se distribuirá a inversores institucionales. Cualquier información adicional sobre el contenido de este informe se remitirá previa solicitud. IEAF Servicios de Análisis tiene como objetivo la publicación de (al menos) un informe o nota trimestral de actualización de la compañía analizada.

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

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

#### Histórico de recomendaciones

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
23-Abr-2020	n.a.	3,76	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones	David López Sánchez
02-Mar-2020	n.a.	4,57	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2019	David López Sánchez
18-Nov-2019	n.a.	4,45	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2019	David López Sánchez
02-Sep-2019	n.a.	3,72	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2019	David López Sánchez
16-May-2019	n.a.	4,17	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2019	David López Sánchez
11-Abr-2019	n.a.	4,18	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones	David López Sánchez
01-Mar-2019	n.a.	3,99	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2018	David López Sánchez
17-Ene-2019	n.a.	3,59	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	David López Sánchez