

PRIM es una compañía española de pequeño tamaño especializada en el suministro de dispositivos médicos y hospitalarios con fines quirúrgicos, rehabilitación, fisioterapia y geriatría. Su mercado principal es el local (89% s/Ingresos 2018), en el que ha reforzado su apuesta en ortopedia.

David López Sánchez – +34 915 904 226
david.lopez@lighthouse-ieaf.com

Lo que "dicen" los números (1S19)

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	190,0	211,4
EV (Mn EUR y USD) ⁽¹⁾	164,7	183,3
Deuda neta (1S19/2S18)	(9,9)	(15,9)
Número de Acciones (Mn)	17,3	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	12,75 / 11,32 / 10,35	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,03	
Rotación (%) ⁽²⁾	3,86	
Thomson Reuters / Bloomberg	PRIM.MC / PRM SM	
Cierre año fiscal	31 dic	

Estructura Accionarial (%)

Consejo de Administración ⁽⁶⁾	25,2
Inversiones Melca	7,6
Onchena	5,9
Familia Masaveu	5,0
Free Float	51,8

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018
Nº Acciones ajustado	17,2	16,7	17,3	17,3
Ventas	100,1	111,8	122,5	135,8
EBITDA Rec.	13,4	14,1	17,0	19,0
% Var	7,3	5,3	20,1	12,1
% Mg EBITDA Rec/Ing	13,4	12,6	13,9	14,0
% Var EBITDA sector ⁽³⁾	13,9	11,9	9,5	11,0
Beneficio neto	10,7	13,1	13,9	14,1
BPA (EUR)	0,62	0,78	0,80	0,81
% Var	7,1	25,4	2,5	1,6
BPA Ord (EUR)	0,62	0,72	0,71	0,76
% Var	0,3	15,3	-0,9	6,6
Free Cash Flow ⁽⁴⁾	10,9	10,4	9,3	2,1
Pay-out (%)	60,8	60,9	72,1	71,0
DPA (EUR)	0,38	0,48	0,58	0,58
Deuda financiera neta	-14,8	-16,4	-21,9	-15,9
DN / EBITDA Rec. (x)	-1,1	-1,2	-1,3	-0,8
ROE (%)	11,6	13,6	13,4	13,1
ROCE (%)	14,2	18,2	17,5	17,7

Ratios y Múltiplos(x) ⁽⁵⁾

PER	17,6	14,0	13,7	13,4
PER Ordinario	17,5	15,2	15,3	14,4
P/BV	2,1	1,9	1,8	1,7
Dividend Yield (%)	3,5	4,4	5,3	5,3
EV/Ventas	1,65	1,47	1,34	1,21
EV/EBITDA Rec.	12,3	11,6	9,7	8,6
FCF rec. Yield (%) ⁽⁴⁾	5,8	5,5	4,9	1,1

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

- Para detalle del cálculo ver página 8.
- Volumen total intermediado en el valor (Mn EUR) -12m vs Mkt Cap. Representa el % de la capitalización que ha sido negociado -12m.
- Sector Benchmark: Eurostoxx 600 Health Care.
- Calculado sobre FCF recurrente. Ver página 7.
- Múltiplos y ratios calculados con cotización a fecha de este informe.
- Consejo Adm: Familia Prim (9,6%), J.I. Comenge (13,9%) y otros (1,7%). Adicionalmente, Ruiz de Alda 4,5%.

TASAS DE CRECIMIENTO OPERATIVO -5Y ELEVADAS (Ingresos y EBITDA 2013-2018: +9,1% y +11,6% TACC, respectivamente), con una mejora del Mg. EBITDA de c. 1,5.p.p. que empujó el EBITDA 2018 hasta EUR 19Mn (Mg. EBITDA 14%).

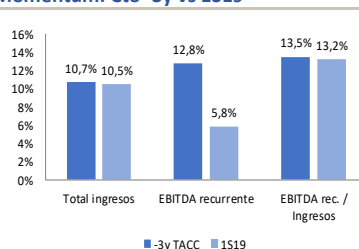
CON UNA ESTRUCTURA DE CAPITAL SANEADA... Caja neta 1S19 EUR 9,9Mn. La generación de caja de los últimos cinco años no sólo ha permitido que se incremente la caja neta de la compañía (vs deuda neta de EUR 4,7Mn en 2013), sino que, adicionalmente, PRIM contaba durante el 1S19 con unas inversiones financieras a L/P de EUR 16,1Mn (8,5% s/Market cap).

...Y UNA GENERACIÓN DE VALOR SIGNIFICATIVA: la rentabilidad del negocio medida a través del ROCE ha mantenido un crecimiento continuado desde el 10,9% alcanzado en 2013 hasta el 17,7% de 2018, con un ROCE medio durante 2015-2018 del 17% (vs 15% -5y). En términos de creación de valor, la compañía ha incrementado el diferencial ROCE – WACC en 9,6p.p. (11,5p.p. en 2018 vs 1,9p.p. en 2013).

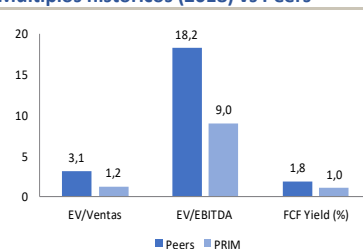
MOMENTUM (1S19) ¿QUÉ MUESTRAN LOS RESULTADOS MÁS RECIENTES? Durante el 1S19 se mantiene la tasa de crecimiento de ingresos observada -5y (>10%), aunque se constata una "desaceleración" del crecimiento a nivel EBITDA (EBITDA Rec. 1S19: +5,8%; con Mg. EBITDA Rec. del 13,2% vs media -3y del 13,5%).

EN CONCLUSIÓN: ¿QUÉ "DICEN" LOS NÚMEROS?: Crecimiento estable de ingresos y EBITDA (c.10% -5y). Y márgenes que parecen consolidar niveles del 14% (vs 12,5% -5y). La tendencia no sería de aceleración del crecimiento sino de estabilización. Estructura de capital muy saneada (estructuralmente en posición de caja neta). Los ejercicios teóricos de valoración realizados (múltiplos, DCF s/EBIT neto 2018) apuntan a una posible "reserva de valor" (que la ausencia de proyecciones financieras impide corroborar).

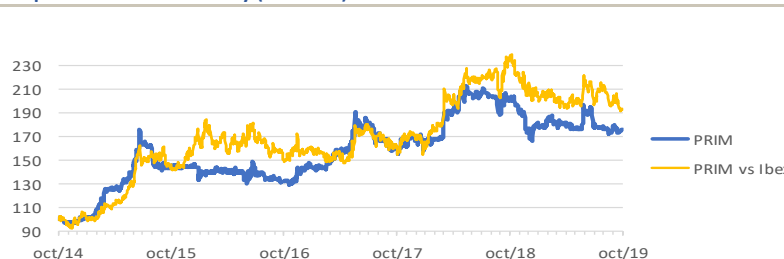
Momentum: Cto -3y vs 1S19



Múltiplos históricos (2018) vs Peers



Comportamiento relativo -5y (base 100)



Comportamiento en bolsa (%)

	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	-1,8	-2,2	-12,7	4,3	32,9	75,8
vs Ibex 35	-4,8	-3,3	-18,9	-5,1	28,9	93,5
vs Ibex Small Cap Index	-2,5	-0,6	-15,3	-2,3	-2,6	23,6
vs Eurostoxx 50	-3,7	-4,2	-24,0	-13,2	13,4	48,3
vs sector Benchmark ⁽³⁾	-0,6	-4,2	-23,7	-11,4	13,1	42,8

Índice de Contenidos

1. Propósito de este informe

Una explicación de los objetivos que persigue el informe, de su estructura, y de lo que no debe de esperarse de él.

2. Conclusiones

Principales ideas a partir del análisis realizado. Poniendo el foco en las tendencias de crecimiento de márgenes e ingresos. Y en los indicadores de valoración y momentum de la compañía.

3. La compañía en 6 gráficos

Una visión rápida de la situación de la compañía: crecimiento de ingresos y EBITDA, evolución de márgenes, evolución del endeudamiento y su nivel actual, etc.

4. Información financiera básica

Modelo de estados financieros históricos y desglose de las principales partidas de Balance, P/L y Cash Flow.

5. "Todos los números"

Análisis de múltiplos y ratios de lo ocurrido en la compañía a lo largo de los últimos 5 años.

6. Inputs de valoración

Ejercicios de valoración en base a los últimos resultados publicados por la compañía. Se realizan valoraciones tanto relativas al sector como por DCF.

1. Propósito de este informe

¿Qué es este informe? ¿cuál es su objetivo?

Este informe es, simplemente, un análisis financiero ordenado de los "números ciertos" de la compañía. Es decir: un análisis de los estados financieros ya publicados. El análisis se basa exclusivamente en los estados financieros de los últimos cinco años y en el último resultado semestral publicado, así como en el comportamiento del precio de la acción en ese período. A partir de aquí interesa aclarar lo que "es" y lo que "no es" este informe.

A) Lo que "sí es": objetivos del informe

- 1) **DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA DESDE UN PUNTO DE VISTA FINANCIERO:** Presentación ordenada de los estados financieros y sus principales elementos.
- 2) **ANÁLISIS FINANCIERO DE LO OCURRIDO LOS ÚLTIMOS 5 AÑOS:** Análisis de tasas de crecimiento, evolución de márgenes, múltiplos y ratios. Identificación de tendencias.
- 3) **EJERCICIOS DE VALORACIÓN:** aplicación de diferentes técnicas de valoración a los resultados ya obtenidos por la compañía. Con el único objetivo de que sirvan de indicadores, puramente "teóricos", sobre una potencial sobrevaloración o infravaloración del negocio:
 - ✓ Aplicación de un EV/Vtas ajustado por el diferencial de margen vs sector. Y análisis de sensibilidad sobre el resultado.
 - ✓ Diferencial (prima/descuento) vs sector en EV/EBITDA, EV/EBIT, PER, P/BV y FCF yield.
 - ✓ Ejercicio de valoración en base al último año cerrado (EBIT Neto / (WACC - G)). Y análisis de sensibilidad sobre el resultado.

Para facilitar la interpretación de los diferentes resultados se incluye el diferencial de crecimiento histórico de la compañía vs sector. Así como su evolución (¿se amplía? ¿se reduce? ¿es estable?).

- 4) **INDICADORES DE MOMENTUM DEL NEGOCIO.** Obtenidos analizando los resultados del último semestre por comparación con el comportamiento histórico de la compañía (absoluto y relativo al sector).

B) Lo que "no es": lo que ni se hace ni se pretende en este informe

- 1) **NO ES UN ANÁLISIS FUNDAMENTAL DE LA COMPAÑÍA.** Ni un inicio de cobertura de la misma. Ya que ni se analiza la estrategia de la compañía ni la posible evolución del negocio.
- 2) **NO ES UNA ESTIMACIÓN DE LOS RESULTADOS DE LOS PRÓXIMOS AÑOS.** No se elaboran proyecciones financieras de ningún tipo (el análisis se efectúa sobre estados financieros históricos).
- 3) **NO ES UNA VALORACIÓN REAL DE LA COMPAÑÍA. NO SE ESTABLECE PRECIO OBJETIVO.** Una valoración exige haber estimado la evolución del negocio (proyecciones financieras) y, por tanto, no es posible en este informe. Todos los ejercicios de valoración que se realizan se plantean desde un plano teórico y a sabiendas de que, sin una opinión sobre la evolución futura del negocio, son incompletos. Y tienen la única utilidad de poder servir de indicadores de valor. Pero no constituyen una valoración real de la compañía.
- 4) **NO ES UNA RECOMENDACIÓN DE COMPRA O VENTA DEL VALOR.** Este informe no propone ningún tipo de recomendación de inversión. Ni explícita ni implícitamente.

EN CONCLUSIÓN: este informe no es un análisis fundamental convencional (proyecciones financieras, valoración, recomendación). Pero sí persigue ser una herramienta útil para que el inversor conozca más la compañía. Y lo haga a partir de una presentación sistemática de la información disponible. Y, al final, pueda formarse un primer juicio sobre su potencial interés.

2. Conclusiones

A partir del análisis realizado sobre los “números ciertos” de la Compañía, basado exclusivamente en los estados financieros ya publicados (2013-2018), destacamos los siguientes puntos:

Gráfico 1. Ingresos y EBITDA Mg. (2013-2018)

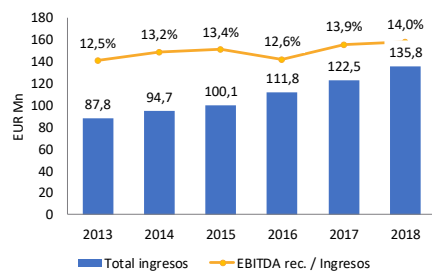


Gráfico 2. DN vs CAPEX/Vtas (2013-2018)

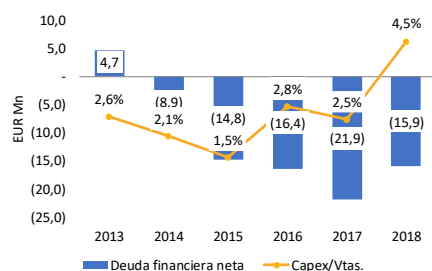


Gráfico 3. Tendencias: -5y, -3y y 2018

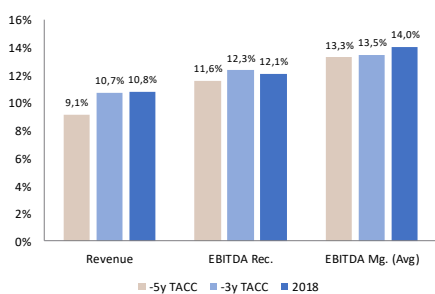
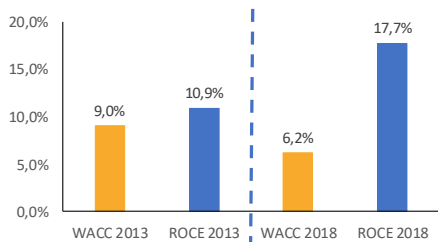


Gráfico 4. Creación de valor: ROCE vs WACC



A) Análisis financiero de lo ocurrido durante los últimos cinco años: tendencias observadas y momentum del negocio

¿Qué ha ocurrido durante el período 2013-2018?

- **Crecimiento en ingresos y EBITDA:** +9,1% y +11,6% TACC 2013-2018, respectivamente, con una mejora del margen EBITDA de c. 1.5p.p. que empujó el EBITDA 2018 hasta EUR 19Mn (Mg. EBITDA 2018: 14,0%; Gráfico 1).
- **Con una generación de caja significativa,** manteniendo una conversión de c. 60% del EBITDA en caja.
- **Y en posición de caja neta.** La generación de caja de los últimos cinco años no sólo permitió un incremento de la caja neta de la Compañía hasta niveles de EUR 15,9Mn en 2018 (vs deuda neta de EUR 4,7Mn en 2013; Gráfico 2), sino que, adicionalmente, contaba con unas inversiones financieras a L/P de EUR 15,9Mn en 2018.
- **Con un dividendo por acción creciente,** que alcanzó máximos en 2018 tanto en importe (EUR 0,58; +23% TACC 2013-2018), como en pay-out (71%). La rentabilidad por dividendo media -5y se ha situado en el 5,5%.

¿Cuál ha sido la tendencia?

- **Durante los últimos 3 años el crecimiento se acelera:** Ingresos y EBITDA presentan crecimientos de doble dígito (+10,7% y +12,3% TACC 2015-2018), con un crecimiento superior al visto -5y TACC (+1,6p.p. y +0,8p.p., respectivamente). El margen EBITDA promedio de la compañía se ha mantenido estable durante los últimos tres años en el entorno del 13,5% (Gráfico 3). La misma conclusión aplica para el margen EBIT (promedio -3y: 12,1% vs 11,5% en 2015).
- **¿Y en 2018?** La tasa de crecimiento en ingresos vista durante los últimos 3 años se estabiliza en 2018 con un crecimiento similar al presentado durante el período 2015-2018 (Ingresos 2018: +10,8% vs TACC 10,7% -3y). Sin embargo, a nivel EBITDA, aunque mantiene tasas de crecimiento de doble dígito, su crecimiento mostró una cierta “desaceleración” vs 2017, con un crecimiento del 12,1% (vs 12,3% TACC del período 2015-2018).

Se mantiene la estabilidad en márgenes: la compañía presentó en 2018 un Mg. EBITDA Recurrente similar al obtenido en 2017 (14%), aunque ligeramente superior al promedio obtenido durante los últimos 3 años (13,5%).

Y una posición financiera sólida (caja neta 2018 EUR 15,9Mn): aunque c. EUR 6Mn inferior vs 2017 (-EUR 8Mn si consideramos la reducción de inversiones financieras a largo plazo). El FCF 2018 (EUR 2,1Mn) se redujo vs la media 2013-2017 (EUR 10Mn) por un incremento del CAPEX (4,5% s/Vtas vs media -5y de 2,6%), y del capital circulante (por el incremento de inventarios: 33% s/Vtas vs media -5y de 27%).

Destaca la tendencia de la rentabilidad del negocio medida a través del ROCE, que ha mantenido un crecimiento continuado hasta el 17,7% en 2018 (vs 10,9% en 2013), con un ROCE medio durante 2015-2018 del 17% (vs 15% -5y). En términos de

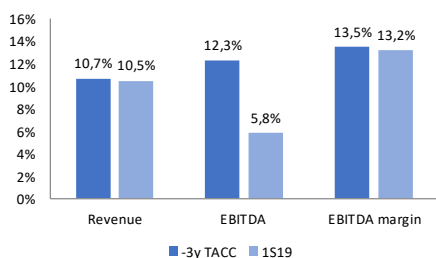
creación de valor, la compañía ha incrementado el diferencial ROCE – WACC en 9,6p.p. (11,5p.p. en 2018 vs 1,9p.p. en 2013).

¿Cómo compara la evolución de PRIM (y su tendencia) con su sector?

	Total Ingresos			EBITDA			Mg. EBITDA		
	TACC -5YR	TACC -3YR	2018	TACC -5YR	TACC -3YR	2018	-5Y (Avg)	3y (Avg)	2018
PRIM	9,1%	10,7%	10,8%	11,6%	12,3%	12,1%	13,3%	13,5%	14,0%
Comparables	9,6%	5,7%	10,7%	10,1%	2,6%	-2,0%	21,1%	20,7%	19,3%
Spread (p.p.)	(0,5)	5,0	0,2	1,5	9,8	14,1	-7,8	-7,2	-5,3

- **En ingresos:** Durante el período 2015-2018 la compañía mantuvo un diferencial de crecimiento positivo en ingresos de c. 5p.p. vs sus principales comparables, que, aparentemente se normaliza a partir de 2018, donde el crecimiento de ingresos se encontró en línea con el sector (c. 11%).
- **En términos de márgenes:** El margen EBITDA promedio de la compañía se ha mantenido estable durante los últimos años en el 14%; en línea con el obtenido por sus principales comparables con capitalización < 3bn en 2018 (aunque inferior al obtenido por los principales operadores globales c. 30%). La reducción del margen de sus principales comparables en c. 2p.p. durante los últimos cinco años podría indicar un posible “catch up” en márgenes de la compañía con su sector.

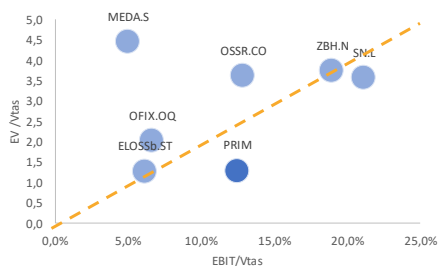
Gráfico 5. Momentum: 1S19 vs cto. -3y TACC



Momentum (1S19): ¿Qué muestran los resultados más recientes?

- **El crecimiento en ingresos se estabiliza:** +10,5% vs 1S18, en línea con el crecimiento visto durante los últimos tres años (+10,7% TACC).
- **Pero no en EBITDA,** que creció un 5,8% vs 1S18 y muestra una desaceleración tanto en términos absolutos (-6.6p.p. vs crecimiento medio de los últimos 3 años) como relativos (el EBITDA de sus comparables creció c. 20% vs 1S18). El Mg. EBITDA Recurrente se reduce al 13,2% (vs 14,0% del cierre de 2018), aunque se mantiene “en línea” con el obtenido durante el período 2015-2018 (13,5%).
- **La posición financiera mantiene la tendencia iniciada en 2018:** con una reducción de la caja neta de EUR 6Mn (-38% vs 2018), que incluye el impacto de la aplicación de la NIIF 16 (c. 40% de la reducción). La posición financiera total (incluyendo inversiones financieras largo plazo) asciende a EUR 26Mn (14% s/Market cap).

Gráfico 6. PRIM vs Peers (2018)

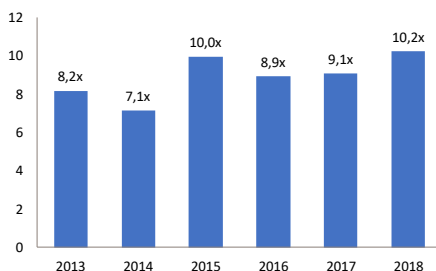


B) Ejercicios “teóricos” de valoración

En términos relativos (vs peers) la compañía cotizaría (“aparentemente”) con un descuento del 49%, estimado en base al EV/Vtas “teórico” de PRIM. La conclusión se mantiene intacta utilizando otros múltiplos: en términos de P/BV y EV/EBITDA, PRIM presenta descuentos del 30% y del 50%, respectivamente, frente a sus principales comparables.

En términos absolutos (descuento de flujos 2018), la compañía cotizaría con un descuento (“aparente”) del 44%, calculado a través del EBIT neto de 2018 (G del 2%). La relación ROCE 2018 (17,7%) vs WACC (5,8%) muestra un negocio en el que la creación de valor es clara.

Gráfico 7. Evolución del EV/EBIT (2013-2018)



EN CONCLUSIÓN: ¿QUÉ “DICEN” LOS NÚMEROS?: Crecimiento estable de ingresos y EBITDA (c.10%). Y márgenes que parecen haber consolidado niveles del 14% (vs 12,5% -5y). La tendencia no sería de aceleración del crecimiento sino de estabilización. Diferenciales de crecimiento positivos vs sector. Y, quizá lo más relevante, una tendencia a reducir el spread del margen EBITDA/Vtas vs sector (-7,8 p.p., -5y; -6,8 p.p., 1S19). Estructura de capital muy saneada (estructuralmente en posición de caja neta). Ejercicios teóricos de valoración (múltiplos, DCF) apuntan a fuerte infravaloración. Que, en ausencia de proyecciones financieras, no puede considerarse una valoración “per se”. Y sí un indicador de una posible reserva de valor.

3. La compañía en 6 gráficos

Gráfico 1: Ingresos por línea de negocio

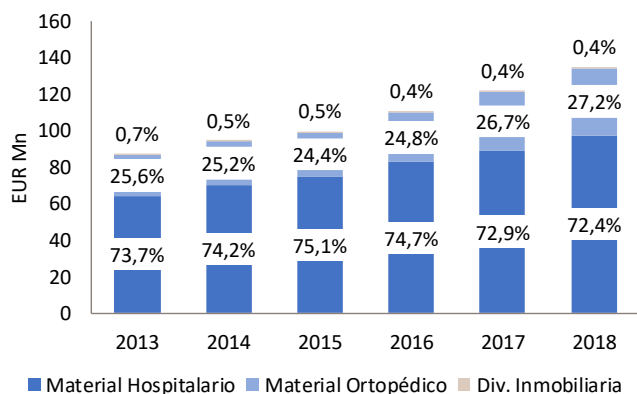


Gráfico 2: Ingresos por geografía (2018)

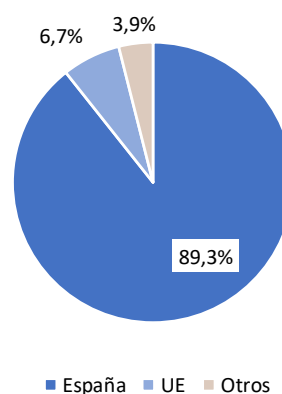


Gráfico 3: EBITDA Rec. vs Mg. EBITDA

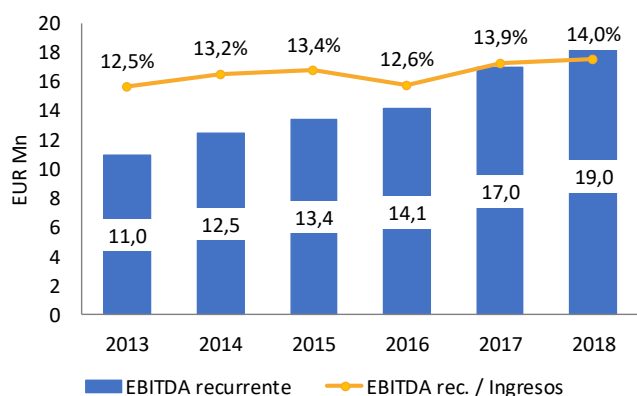


Gráfico 4: Crecimiento Ingresos y EBITDA (y/y)

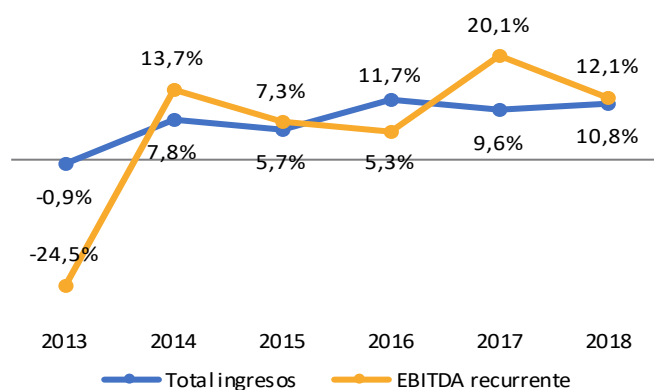


Gráfico 5: Free Cash Flow Rec. vs CAPEX/Vtas

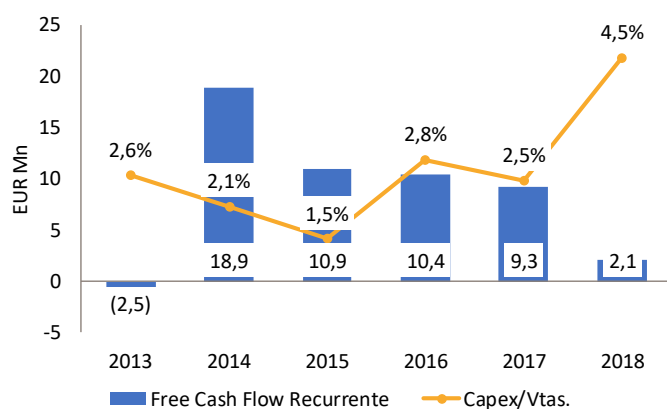
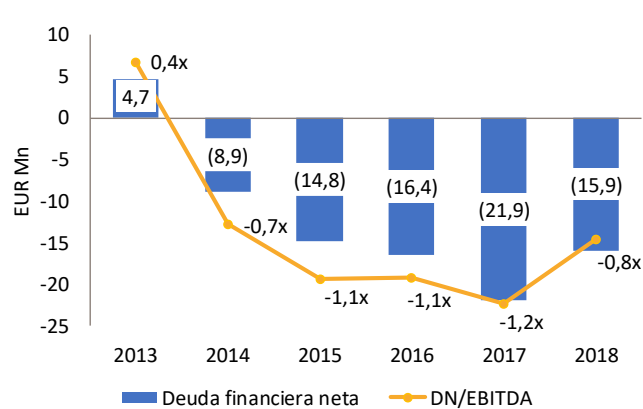


Gráfico 6: Deuda Neta vs DN/EBITDA



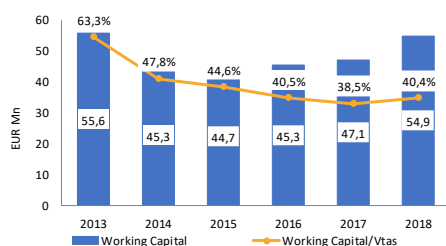
4. Información financiera básica

Estados Financieros históricos (2013 - 2018)

Balance (EUR Mn)	2013	2014	2015	2016	2017	2018		
Inmovilizado inmaterial	0,2	0,3	0,2	3,2	3,2	4,4		
Inmovilizado material	12,2	12,8	12,3	12,3	12,3	13,8		
Otros activos no corrientes	3,6	1,0	1,2	1,2	0,2	0,2		
Inmovilizado financiero	15,9	23,8	18,0	19,6	17,9	15,9		
Fondo de comercio y otros intangibles	1,6	1,6	1,6	3,6	4,2	4,2		
Activo circulante	71,5	63,4	63,9	67,0	73,8	81,6		
Total activo	104,9	102,8	97,3	106,9	111,5	120,1		
Patrimonio neto	83,8	92,7	92,2	100,8	106,1	108,8		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	0,4	0,9	0,6	0,7	0,7	0,4		
Deuda financiera neta	4,7	(8,9)	(14,8)	(16,4)	(21,9)	(15,9)		
Pasivo circulante	15,9	18,1	19,3	21,7	26,6	26,7		
Total pasivo	104,9	102,8	97,3	106,9	111,5	120,1		
							TACC	
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	13-18	15-18
Total ingresos	87,8	94,7	100,1	111,8	122,5	135,8	9,1%	10,7%
Cto. Total ingresos	-0,9%	7,8%	5,7%	11,7%	9,6%	10,8%		
Coste de ventas	(39,3)	(41,7)	(45,9)	(52,3)	(57,2)	(62,9)		
Margen Bruto	48,5	52,9	54,1	59,5	65,4	73,0	8,5%	10,4%
Margen Bruto (s/Ingresos)	55,2%	55,9%	54,1%	53,2%	53,3%	53,7%		
Gastos de personal	(25,3)	(26,9)	(26,8)	(29,2)	(31,0)	(33,4)		
Otros costes de explotación	(12,2)	(13,5)	(13,9)	(16,1)	(17,4)	(20,5)		
EBITDA recurrente	11,0	12,5	13,4	14,1	17,0	19,0	11,6%	12,3%
Cto. EBITDA recurrente	-24,5%	13,7%	7,3%	5,3%	20,1%	12,1%		
EBITDA rec. / Ingresos	12,5%	13,2%	13,4%	12,6%	13,9%	14,0%		
Gastos de reestructuración	-	-	-	-	-	-		
Otros ingresos / gastos no recurrentes	0,4	0,1	0,3	1,2	0,6	0,7		
EBITDA	11,4	12,6	13,8	15,3	17,6	19,8	11,7%	12,8%
Cto. EBITDA	-24,8%	11,0%	9,1%	11,4%	14,9%	12,2%		
EBITDA/Ingresos	12,9%	13,3%	13,7%	13,7%	14,4%	14,6%		
Depreciación y provisiones	(1,4)	(0,8)	(2,3)	(2,3)	(2,4)	(3,0)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-		
EBIT	10,0	11,8	11,5	13,0	15,2	16,8	10,9%	13,5%
Cto. EBIT	-21,9%	18,4%	-3,0%	13,6%	17,0%	10,0%		
EBIT / Ingresos	11,4%	12,5%	11,5%	11,6%	12,4%	12,3%		
Impacto fondo de comercio y otros	-	0,1	0,7	(0,0)	-	0,0		
Resultado financiero neto	1,8	2,4	2,4	1,8	1,6	1,3		
Resultados por puesta en equivalencia	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	-		
Beneficio ordinario	11,8	14,3	14,6	14,9	16,9	18,0	8,8%	7,2%
Cto. Beneficio ordinario	-9,5%	20,7%	2,3%	1,9%	13,4%	6,7%		
Extraordinarios	-	-	-	-	1,4	0,5		
Beneficio antes de impuestos	11,8	14,3	14,6	14,9	18,3	18,5	9,4%	8,2%
Impuestos	(3,6)	(4,3)	(3,9)	(1,8)	(4,4)	(4,4)		
Tasa fiscal efectiva	30,4%	30,2%	26,8%	12,0%	24,0%	23,8%		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	1,4	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	9,6	10,0	10,7	13,1	13,9	14,1	7,9%	9,7%
Cto. Beneficio neto	5,5%	3,4%	7,4%	22,4%	6,1%	1,6%		
Beneficio ordinario neto	8,6	10,6	10,7	12,1	12,4	13,2	8,9%	7,1%
Cto. Beneficio ordinario neto	-8,4%	23,7%	0,7%	12,5%	2,6%	6,6%		
							TACC	
Cash Flow (EUR Mn)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	13-18	15-18
EBITDA recurrente	11,0	12,5	13,4	14,1	17,0	19,0	11,6%	12,3%
Var. Capital circulante	(9,5)	10,3	0,6	(0,6)	(1,8)	(7,8)		
Cash Flow operativo recurrente	1,5	22,8	14,0	13,5	15,1	11,3	49,0%	-7,0%
Capex	(2,2)	(1,9)	(1,5)	(3,2)	(3,0)	(6,1)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow	1,8	2,4	2,4	1,8	1,6	1,3		
Impuestos	(3,6)	(4,3)	(3,9)	(1,8)	(4,4)	(4,4)		
Free Cash Flow Recurrente	(2,5)	18,9	10,9	10,4	9,3	2,1	n.a.	-42,8%
Variación del endeudamiento	14,1	(13,6)	(5,9)	(1,6)	(5,6)	6,0		
Deuda neta / EBITDA (x)	0,4	-0,7	-1,1	-1,2	-1,3	-0,8		

Descomponiendo las principales partidas del Balance

Gráfico 1: Working Capital



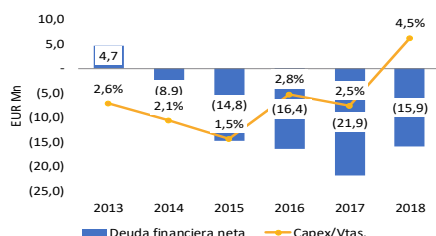
Composición Working Capital

EUR Mn	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Existencias	18,5	20,8	26,3	33,7	39,5	44,3
Clientes	52,1	41,6	37,3	33,1	34,1	37,0
Proveedores	(8,7)	(9,5)	(11,0)	(12,7)	(15,8)	(14,9)
Trade working capital	61,9	52,9	52,6	54,0	57,8	66,4
Otros activos corrientes	0,9	1,0	0,3	0,2	0,2	0,3
Otros pasivos corrientes	(7,2)	(8,6)	(8,2)	(9,0)	(10,9)	(11,9)
Working Capital	55,6	45,3	44,7	45,3	47,1	54,9
(Incremento)/Reduc. Inventarios	(1,4)	(2,3)	(5,5)	(7,4)	(5,8)	(4,8)
(Incremento)/Reduc. Clientes	(7,0)	10,5	4,2	4,2	(1,0)	(2,9)
Incremento/(Reduc.) Proveedores	(0,6)	0,8	1,5	1,7	3,0	(0,9)
(Incremento)/Reduc. Otros activos CP	(0,8)	(0,0)	0,7	0,0	0,0	(0,1)
Incremento/(Reduc.) Otros pasivos CP	0,3	1,4	(0,4)	0,8	1,9	1,0
Impacto en FCF	(9,5)	10,3	0,6	(0,6)	(1,8)	(7,8)

Working Capital s/Ventas

% s/Ventas	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Existencias	21,0%	22,0%	26,3%	30,1%	32,2%	32,6%
Clientes	59,3%	43,9%	37,3%	29,6%	27,8%	27,3%
Proveedores	9,9%	10,0%	11,0%	11,4%	12,9%	10,9%
Trade working capital	70,5%	55,9%	52,6%	48,3%	47,1%	48,9%
Otros activos corrientes	1,1%	1,0%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%
Otros pasivos corrientes	8,2%	9,1%	8,2%	8,0%	8,9%	8,7%
Working Capital	63,3%	47,8%	44,6%	40,5%	38,5%	40,4%

Gráfico 2: Deuda Neta vs CAPEX/Ventas

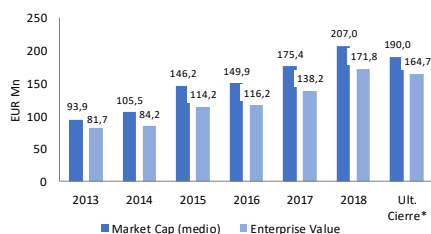


Endeudamiento y Liquidez

EUR Mn	2013	2014	2015	2016	2017	2018	1S19
Deuda Financiera a L/P	2,7	0,8	0,1	-	-	-	4,7
Emisión de obligaciones	-	-	-	-	-	-	-
Deuda Financiera a C/P	2,9	2,0	2,1	1,6	2,1	0,8	4,1
Otros pasivos fros.	2,1	2,1	2,0	3,4	2,2	1,6	0,7
Deuda financiera bruta	7,7	4,8	4,2	5,0	4,4	2,3	9,5
Caja	2,1	9,3	3,8	6,2	15,7	8,8	15,0
Inversiones a c/p	0,9	4,4	15,1	15,2	10,6	9,4	4,4
Caja y Equivalentes	3,0	13,7	18,9	21,4	26,3	18,3	19,4
Deuda financiera Neta	4,7	(8,9)	(14,8)	(16,4)	(21,9)	(15,9)	(9,9)
DN/EBITDA*	-0,8x	0,4x	-0,6x	-1,0x	-0,9x	-1,1x	-0,5x
DN/FFPP	0,1x	-0,1x	-0,2x	-0,2x	-0,2x	-0,1x	-0,1x
Vencimientos deuda financiera bruta							
Inferior a un año	2,9	2,0	2,1	1,6	2,1	0,8	4,1
Entre uno y cinco años	4,8	2,8	2,1	3,4	2,2	1,6	5,4
Superior a cinco años	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

* DN/EBITDA 1S19 calculada sobre EBITDA LTM.

Gráfico 3: EV vs Capitalización



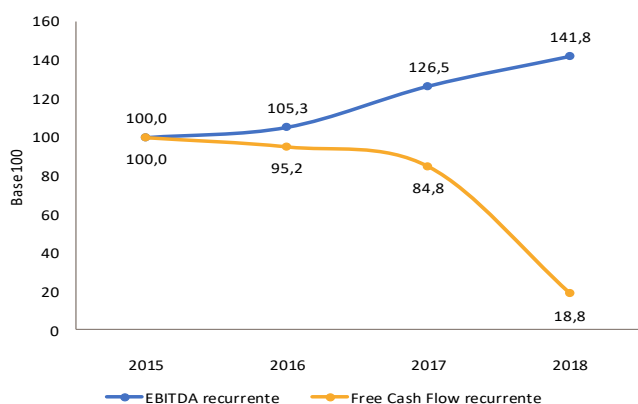
Evolución del Enterprise Value (EV) medio (2013-2018)

Enterprise Value	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Ult. Cierre*
Precio acción (medio)	5,41	6,08	8,43	8,62	10,10	11,90	10,95
Market Cap (medio)	93,9	105,5	146,2	149,9	175,4	207,0	190,0
+ Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,3	0,7	0,8	0,6	0,7	0,5	0,7
+ Deuda financiera neta	-2,4	-2,1	-11,8	-15,6	-19,1	-18,9	-9,9
- Inmovilizado financiero	-10,2	-19,9	-20,9	-18,8	-18,7	-16,9	-16,1
+/- Otros ajustes al EV	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Enterprise Value	81,7	84,2	114,2	116,2	138,2	171,8	164,7

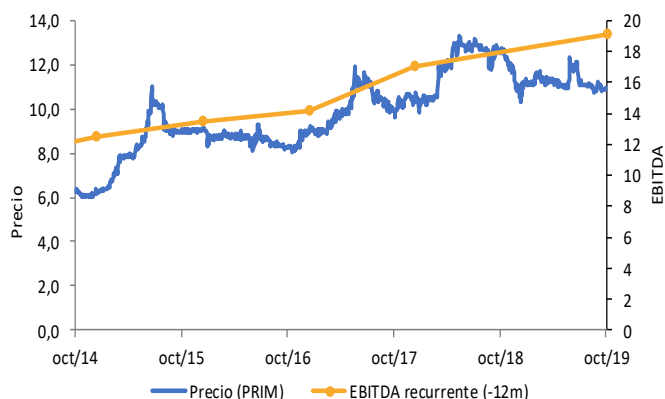
*Ejercicio en curso conforme a los últimos datos disponibles

Detalle del Free Cash Flow recurrente y evolución

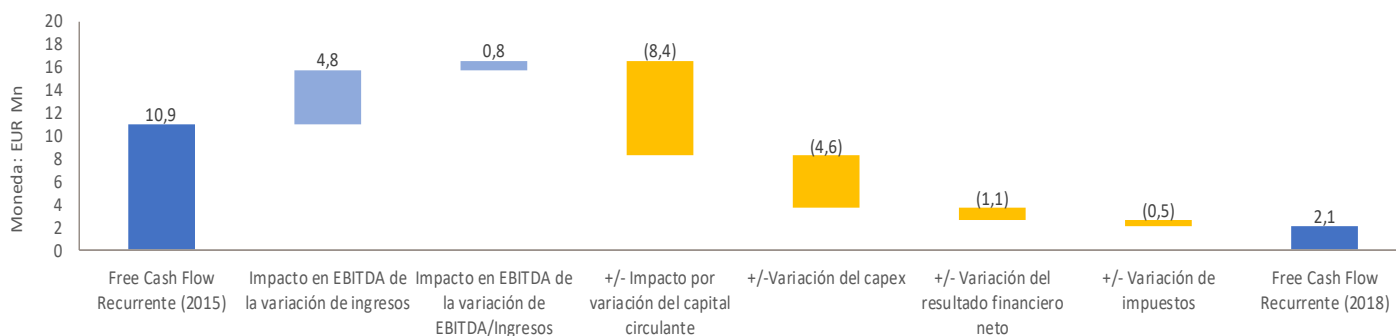
Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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

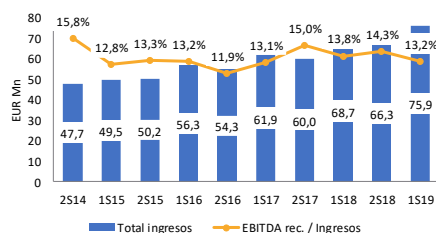


Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2015 - 2018)



Estacionalidad y tendencias

Gráfico 4: Evolución semestral de Ingresos y Margen EBITDA



P&L Semestrales: Estacionalidad

P&L Semestrale (EUR Mln)	2S14	1S15	2S15	1S16	2S16	1S17	2S17	1S18	2S18	1S19
Total ingresos	47,7	49,5	50,2	56,3	54,3	61,9	60,0	68,7	66,3	75,9
Cto. Ingresos (YoY)	n.a.	n.a.	5,2%	13,6%	8,2%	9,9%	10,5%	11,0%	10,5%	10,5%
EBITDA recurrente	7,5	6,4	6,7	7,5	6,5	8,1	9,0	9,5	9,5	10,0
Cto. EBITDA Rec. (YoY)	n.a.	n.a.	-10,9%	17,2%	-3,7%	9,1%	39,2%	16,6%	5,8%	5,8%
EBITDA rec. / Ingresos	15,8%	12,8%	13,3%	13,2%	11,9%	13,1%	15,0%	13,8%	14,3%	13,2%
EBITDA	7,6	6,4	7,0	7,5	7,6	8,2	9,6	9,6	10,2	10,3
Cto. EBITDA (YoY)	n.a.	n.a.	-8,1%	16,9%	8,9%	8,7%	26,2%	17,2%	6,6%	7,5%
EBIT	6,7	5,5	6,0	6,5	6,5	6,9	8,3	8,1	8,7	7,9
Cto. EBIT (YoY)	n.a.	n.a.	-10,3%	19,4%	8,4%	6,1%	27,8%	17,3%	4,0%	-1,9%
EBIT / Ingresos	14,0%	11,0%	12,0%	11,6%	12,0%	11,2%	13,9%	11,8%	13,0%	10,5%
Beneficio neto	5,4	5,3	5,4	5,7	7,4	6,6	7,3	6,9	7,2	5,4
Cto. Beneficio neto (YoY)	n.a.	n.a.	0,8%	8,0%	36,3%	16,7%	-1,4%	3,6%	-0,8%	-21,2%

Análisis de Tendencias

y/y change	2013	2014	2015	2016	2017	2018	1S18	1S19
Total ingresos	-0,9%	7,8%	5,7%	11,7%	9,6%	10,8%	-49,4%	10,5%
EBITDA recurrente	-24,5%	13,7%	7,3%	5,3%	20,1%	12,1%	-50,2%	5,8%
EBITDA rec. / Ingresos (p.p.)	(3,9)	0,7	0,2	(0,8)	1,2	0,2	(0,2)	(0,6)
EBIT	-21,9%	18,4%	-3,0%	13,6%	17,0%	10,0%	-51,7%	-1,9%
EBIT / Ingresos (p.p.)	(3,1)	1,1	(1,0)	0,2	0,8	(0,1)	(0,5)	(1,3)
Beneficio neto	5,5%	3,4%	7,4%	22,4%	6,1%	1,6%	-51,2%	-21,2%
Deuda financiera neta	149,8%	-288,6%	-66,6%	-10,8%	-33,9%	27,4%		
Deuda neta / EBITDA (x)	1,1x	-1,1x	-0,4x	-0,1x	-0,1x	0,5x		

5. "Todos los números"

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	TACC	
							13-18	15-18
MARKET DATA								
Precio (medio anual)	5,41	6,08	8,43	8,62	10,10	11,90		
Capitalización EUR Mn (media anual)	93,9	105,5	146,2	149,9	175,4	207,0		
Volumen (medio diario) (EUR Mn)	0,03	0,04	0,06	0,03	0,04	0,06		
Comportamiento								
Absoluto	9,9%	9,4%	43,0%	-1,2%	16,3%	1,4%	17,1%	12,2%
vs Ibex 35	-9,5%	5,5%	54,0%	0,8%	8,3%	19,3%		
vs Sector benchmark	-8,7%	-7,5%	24,8%	10,1%	14,0%	4,2%		
MÉTRICAS POR ACCIÓN								
Nº Acciones ajustado	16,99	17,10	17,16	16,74	17,33	17,33	0,4%	0,3%
BPA (EUR)	0,57	0,58	0,62	0,78	0,80	0,81	7,5%	9,3%
Book value por acción (reportado)	4,93	5,42	5,38	6,03	6,12	6,28	5,0%	5,3%
FCF Rec. por acción	-0,15	1,11	0,64	0,62	0,54	0,12	n.a.	-42,9%
DPA (EUR)	0,21	0,54	0,38	0,48	0,58	0,58	22,9%	15,1%
% pay-out	36,3%	92,5%	60,8%	60,9%	72,1%	71,0%		
ENTERPRISE VALUE medio anual (EUR Mn)								
Capitalización EUR Mn (media anual)	93,9	105,5	146,2	149,9	175,4	207,0	17,1%	12,3%
+ Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,3	0,7	0,8	0,6	0,7	0,5		
+ Deuda financiera neta	-2,4	-2,1	-11,8	-15,6	-19,1	-18,9		
- Inmovilizado financiero	-10,2	-19,9	-20,9	-18,8	-18,7	-16,9		
(=) Enterprise value (medio anual)	81,7	84,2	114,2	116,2	138,2	171,8	16,0%	14,6%
KEY FINANCIAL METRICS								
Crecimiento (a/a)								
Total ingresos	-0,9%	7,8%	5,7%	11,7%	9,6%	10,8%		
EBITDA recurrente	-24,5%	13,7%	7,3%	5,3%	20,1%	12,1%		
EBIT	-21,9%	18,4%	-3,0%	13,6%	17,0%	10,0%		
Beneficio antes de impuestos	-9,5%	20,7%	2,3%	1,9%	22,8%	1,4%		
Beneficio neto	5,5%	3,4%	7,4%	22,4%	6,1%	1,6%		
BPA (EUR)	5,1%	2,7%	7,1%	25,4%	2,5%	1,6%		
Márgenes (s/Ingresos)								
EBITDA recurrente	12,5%	13,2%	13,4%	12,6%	13,9%	14,0%		
Margen Bruto	55,2%	55,9%	54,1%	53,2%	53,3%	53,7%		
EBIT	11,4%	12,5%	11,5%	11,6%	12,4%	12,3%		
Beneficio antes de impuestos	13,5%	15,1%	14,6%	13,3%	14,9%	13,6%		
Beneficio neto	11,0%	10,5%	10,7%	11,7%	11,3%	10,4%		
Beneficio ordinario neto	9,8%	11,2%	10,7%	10,8%	10,1%	9,7%		
Otros datos financieros básicos								
Tasa impositiva (>0 ingreso)	30,4%	30,2%	26,8%	12,0%	24,0%	23,8%		
Capex/Vtas	2,6%	2,1%	1,5%	2,8%	2,5%	4,5%		
Working Capital/Vtas	63,3%	47,8%	44,6%	40,5%	38,5%	40,4%		
Capital Empleado/Vtas	83,2%	64,3%	60,0%	58,6%	54,6%	57,0%		
Deuda neta/EBITDA	0,4x	-0,7x	-1,1x	-1,2x	-1,3x	-0,8x		
Deuda neta/Equity	5,6%	-9,6%	-16,0%	-16,2%	-20,7%	-14,6%		
Activos (ex-caja)/Equity	1,3x	1,1x	1,1x	1,1x	1,1x	1,1x		
ROE (reportado)	11,9%	11,3%	11,6%	13,6%	13,4%	13,1%		
ROCE (reportado)	10,9%	13,2%	14,2%	18,2%	17,5%	17,7%		
WACC	9,0%	6,5%	6,7%	6,2%	6,4%	6,2%		
BALANCE (EUR Mn)								
Activo fijo e intangible	12,3	13,1	12,6	15,5	15,5	18,2		
Working capital	55,6	45,3	44,7	45,3	47,1	54,9		
Activos totales (ex-caja)	104,9	102,8	97,3	106,9	111,5	120,1		
Equity	83,8	92,7	92,2	100,8	106,1	108,8		
Deuda neta / (caja)	4,7	-8,9	-14,8	-16,4	-21,9	-15,9		
Capital Empleado	73,1	60,9	60,1	65,6	67,0	77,4		
CUENTA DE RESULTADOS (EUR Mn)								
Total ingresos	87,8	94,7	100,1	111,8	122,5	135,8	9,1%	10,7%
EBITDA recurrente	11,0	12,5	13,4	14,1	17,0	19,0	11,6%	12,3%
Depreciación y provisiones	-1,4	-0,8	-2,3	-2,3	-2,4	-3,0		
EBIT	10,0	11,8	11,5	13,0	15,2	16,8	10,9%	13,5%
Resultado financiero neto	1,8	2,4	2,4	1,8	1,6	1,3		
Beneficio antes de impuestos	11,8	14,3	14,6	14,9	18,3	18,5	9,4%	8,2%
Tasa impositiva (>0 ingreso)	-3,6	-4,3	-3,9	-1,8	-4,4	-4,4		
Minoritarios y discontinuadas	1,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
Beneficio neto	9,6	10,0	10,7	13,1	13,9	14,1	7,9%	9,7%
Beneficio ordinario neto	8,6	10,6	10,7	12,1	12,4	13,2	8,9%	7,1%
CASH-FLOW (EUR Mn)								
EBITDA recurrente	11,0	12,5	13,4	14,1	17,0	19,0		
Var. Capital circulante	-9,5	10,3	0,6	-0,6	-1,8	-7,8		
Capex	-2,2	-1,9	-1,5	-3,2	-3,0	-6,1		
Impuestos	-3,60	-4,32	-3,91	-1,79	-4,38	-4,41		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow	1,8	2,4	2,4	1,8	1,6	1,3		
Rec. Free Cash Flow to Equity (FCFE)	-2,5	18,9	10,9	10,4	9,3	2,1	n.a.	-42,8%
Rec. Free Cash Flow to the Firm (FCFF)	-3,2	17,9	9,6	8,8	8,5	1,2	n.a.	-49,8%
CUENTA DE RESULTADOS (EUR Mn)								
Múltiplos sobre equity								
PER	9,7x	10,6x	13,7x	11,4x	12,6x	14,7x		
PER Ordinario	10,9x	9,9x	13,6x	12,4x	14,2x	15,7x		
P/BV	1,1x	1,1x	1,6x	1,5x	1,7x	1,9x		
FCFE yield	n.a.	18,0%	7,5%	6,9%	5,3%	1,0%		
Dividend Yield (%)	3,7%	8,7%	4,4%	5,3%	5,7%	4,8%		
Múltiplos sobre EV								
EV/Ventas	0,9x	0,9x	1,1x	1,0x	1,1x	1,3x		
EV/EBITDA	7,4x	6,7x	8,5x	8,2x	8,1x	9,0x		
EV/EBIT	8,2x	7,1x	10,0x	8,9x	9,1x	10,2x		
EV/CE	1,1x	1,4x	1,9x	1,8x	2,1x	2,2x		
FCFF yield (to EV)	-3,9%	21,3%	8,4%	7,6%	6,1%	0,7%		

6. Inputs de valoración

Principales comparables en detalle: ratios y múltiplos (2019e)

Salud - Suministros hospitalarios

EUR Mn		Zimmer Biomet Holdings Inc	Smith & Nephew PLC	Ossur hf	Orthofix Medical Inc	Medartis Holding AG	Elos Medtech AB	Average
Datos Mercado	Ticker (Reuters)	ZBH.N	SN.L	OSSR.CO	OFIX.OQ	MEDA.S	ELOSSb.ST	
	País	USA	UK	Iceland	USA	Switzerland	Sweden	
	Market cap	24.946,1	16.929,4	2.487,4	908,4	420,2	65,2	7.626,1
	Enterprise value (EV)	32.412,1	18.764,2	2.725,3	880,5	350,2	60,5	9.198,8
Información financiera básica	Total Ingresos	7.210,7	4.576,4	623,0	423,2	120,0	67,2	2.170,1
	Cto.Total Ingresos	4,2%	7,0%	16,6%	7,1%	11,3%	5,8%	8,7%
	2y TACC (2019e - 2021e)	2,7%	4,5%	6,7%	8,1%	13,8%	8,6%	7,4%
	EBITDA	2.490,9	1.333,5	136,9	77,5	16,4	11,8	677,8
	Cto. EBITDA	12,2%	4,5%	52,3%	82,4%	28,1%	27,5%	34,5%
	2y TACC (2019e - 2021e)	3,1%	8,0%	11,5%	9,2%	20,7%	12,8%	10,9%
	EBITDA/Ingresos	34,5%	29,1%	22,0%	18,3%	13,7%	17,6%	22,5%
	Beneficio Neto	1.460,8	768,0	74,6	30,7	4,1	3,8	390,3
	Cto. Beneficio Neto	n.a.	32,9%	7,2%	166,1%	9,8%	82,0%	59,6%
	2y TACC (2019e - 2021e)	7,0%	5,7%	11,9%	14,3%	54,1%	26,3%	19,9%
	Capex	414	361,4	32,3	n.a.	18,1	8,8	166,9
	CAPEX/Ventas	5,7%	7,9%	5,2%	n.a.	15,1%	13,1%	9,4%
	Free Cash Flow	1.334,2	639,6	65,3	25,3	(14,5)	(2,0)	341,3
Deuda financiera Neta	6.818,7	1.465,2	261,5	n.a.	(94,7)	31,4	1.696,4	
DN/EBITDA (x)	2,7	1,1	1,9	n.a.	(5,8)	2,7	0,5	
Acciones en circulación	203,5	876,0	426,5	18,9	10,6	7,6		
Pay-out	12,2%	40,9%	13,3%	n.a.	0,0%	21,1%	17,5%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	17,3	21,4	35,5	29,9	n.a.	19,9	24,8
	P/BV (x)	2,0	3,6	4,8	n.a.	2,1	n.a.	3,1
	EV/Ingresos (x)	4,5	4,1	4,4	2,1	2,9	0,9	3,1
	EV/EBITDA (x)	13,0	14,1	19,9	11,4	21,4	5,1	14,1
	ROE	9,5	17,0	13,9	n.a.	1,7	7,7	10,0
	FCF Yield (%)	5,3	3,8	2,6	2,8	(3,4)	(3,1)	1,3
	DPA	0,9	0,4	0,0	n.a.	-	0,1	0,3
	Precio de cierre	121,5	19,4	5,9	47,7	35,8	9,4	
Dvd Yield	0,7%	1,8%	0,4%	n.a.	0,0%	1,1%	0,8%	

Múltiplos: Sector hospitalario y ortopédico (Backward-looking)

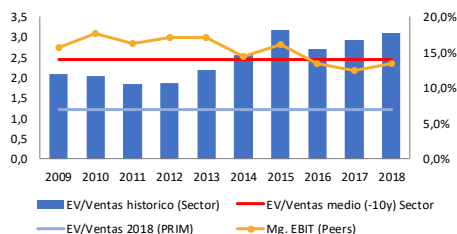
Compañía	Ticker (Reuters)	Market cap	PER 2018	BPA 18-20 TACC	P/BV 2018	ROE 2018	EV/EBITDA 2018	EBITDA 18-20 TACC	EV/Vtas 2018	Vtas 18-20 TACC	Mg. EBIT 2018	FCFE yield 2018	FCFE 18-20 TACC
Zimmer Biomet Holdings I	ZBH.N	24.946	n.a.	n.a.	1,7x	-2,4%	11,6x	7,2%	3,7x	3,4%	19,0%	0,1%	608%
Smith & Nephew PLC	SN.L	16.929	24,7x	21,4%	3,5x	16,4%	11,9x	6,7%	3,6x	5,8%	21,1%	2,2%	37%
Ossur hf	OSSR.CO	2.487	25,5x	10,1%	4,0x	18,7%	21,4x	32,3%	3,6x	12,2%	12,9%	2,2%	22%
Orthofix Medical Inc	OFIX.OQ	908	74,9x	72,8%	3,0x	7,2%	18,6x	41,5%	2,0x	7,3%	6,6%	1,5%	83%
Medartis Holding AG	MEDA.S	420	n.a.	13,5%	3,0x	2,0%	37,3x	17,0%	4,4x	12,0%	5,0%	-0,4%	n.a.
Elos Medtech AB	ELOSSb.ST	65	25,4x	44,7%	1,1x	6,5%	8,6x	19,7%	1,3x	7,1%	6,2%	-0,7%	n.a.
Media			37,6x	32,5%	2,7x	8,1%	18,2x	20,8%	3,1x	8,0%	11,8%	0,8%	187,7%
Mediana			25,5x	21,4%	3,0x	6,9%	15,2x	18,4%	3,6x	7,2%	9,8%	0,8%	60,1%
Prim SA	PRIM.MC	190	14,7x	n.a.	1,9x	13,1%	9,0x	n.a.	1,3x	n.a.	12,3%	0,7%	n.a.

Múltiplos: Sector hospitalario y ortopédico (Forward-Looking)

Compañía	Ticker (Reuters)	Market cap	PER 2019	BPA 19-21e TACC	P/BV 2019	ROE 2019e	EV/EBITDA 2019e	EBITDA 19-21e TACC	EV/Vtas 2019e	Vtas 19-21e TACC	Mg. EBIT 2019e	FCFE yield 2019e	FCFE 19-21e TACC
Zimmer Biomet Holdings I	ZBH.N	24.946	17,3x	6,7%	2,0x	9,5%	13,0x	3,1%	4,5x	2,7%	26,8%	5,3%	10%
Smith & Nephew PLC	SN.L	16.929	21,4x	8,2%	3,6x	17,0%	14,1x	8,0%	4,1x	4,5%	20,6%	3,8%	19%
Ossur hf	OSSR.CO	2.487	35,5x	15,1%	4,8x	13,9%	19,9x	11,5%	4,4x	6,7%	15,6%	2,6%	21%
Orthofix Medical Inc	OFIX.OQ	908	29,9x	12,0%	n.a.	n.a.	11,4x	9,2%	2,1x	8,1%	10,2%	2,8%	39%
Medartis Holding AG	MEDA.S	420	n.a.	57,1%	2,1x	1,7%	21,4x	20,7%	2,9x	13,8%	5,4%	-3,5%	n.a.
Elos Medtech AB	ELOSSb.ST	65	19,9x	24,1%	n.a.	7,7%	5,1x	12,8%	0,9x	8,6%	9,4%	-3,1%	n.a.
Media			24,8x	20,5%	3,1x	10,0%	14,1x	10,9%	3,1x	7,4%	14,7%	1,3%	22,0%
Mediana			21,4x	13,6%	2,8x	9,5%	13,5x	10,3%	3,5x	7,4%	12,9%	2,7%	19,9%

Ejercicios "teóricos" de valoración por múltiplos

Gráfico 1: Inputs valoración en base a EV/Ventas



Ejercicio "Teórico" de valoración en base a EV/Ventas (2018) (*)

Inputs de valoración	2018		
Margen EBIT sector	11,8%	EV/Vtas Compañía Teórico	2,6
Margen EBIT Compañía	12,3%	* Vtas 2018	135,8
Factor de Ajuste	1,05	Valoración EV/Compañía	348,0
		- Minoritarios	-
EV/Vtas Sector (media -10y)	2,5	- Provisiones y otros pasivos a LP	0,7
* Factor de Ajuste	1,05	- Deuda financiera neta	(9,9)
= EV/Vtas Compañía Teórico	2,6	+ Inmovilizado financiero	16,1
vs EV/Vtas Compañía 2018 "Real"	1,3	+/- Otros ajustes al EV	-
Prima / (Descuento) s/ EV/Vtas	-50,6%	= Valoración Equity Compañía (*)	373,3
		vs Mkt Cap a Fecha de este Informe	190,0
		Prima / (Descuento)	-49,1%

Sensibilidades: EV/Vtas teórico ante cambios en el Mg. EBIT y prima (descuento) s/ EV/Vtas sector (*)

A) EV/Vtas teórico

Prima EV/Vtas	Mg. EBIT		
	11,3%	12,3%	13,3%
-10%	2,1	2,3	2,5
0%	2,4	2,6	2,8
10%	2,6	2,8	3,0

B) Prima / (Descuento)

Prima EV/Vtas	Mg. EBIT		
	11,3%	12,3%	13,3%
-10%	-39,3%	-43,9%	-47,8%
0%	-45,0%	-49,1%	-52,7%
10%	-49,6%	-53,5%	-56,7%

(*) El EV/Vtas del sector se ha ajustado por el diferencial de margen entre la compañía y su sector. En el análisis de sensibilidad se aplica una prima (descuento) del 10% con el objetivo de reflejar el impacto que produciría en el múltiplo (y en la valoración relativa) el aplicar un múltiplo más alto o más bajo que el del sector en función de la tasa de crecimiento de la compañía vs la del sector. Y la posible evolución de su margen (frente al del sector).

Gráfico 2: PRIM vs Peers (2018)

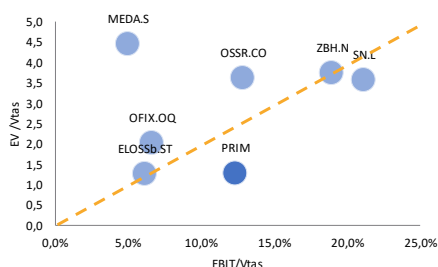
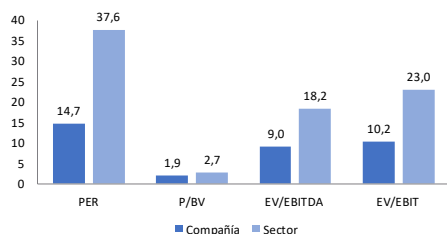


Gráfico 3: Múltiplos de valoración (2018)



Otros Múltiplos y ratios de valoración vs sector (2018)

	Múltiplos sobre equity		Múltiplos sobre EV		Free Cash Flow Yield
	PER	P/BV	EV/EBITDA	EV/EBIT	FCF to Equity
Compañía	14,7	1,9	9,0	10,2	1,0%
Sector	37,6	2,7	18,2	23,0	1,8%
Prima / Descuento	-61,0%	-30,3%	-50,5%	-55,4%	46,3%

Ejercicios "teóricos" de valoración por descuento de flujos

Cálculo del WACC (A fecha de este informe)

Deuda financiera neta		Deuda bancaria neta de Caja (1519)		Inputs favorables	Inputs desfavorables
Coste de la deuda	3,4%	Coste de la deuda neta		2,4%	4,4%
Tasa fiscal efectiva (T)	20,0%	T (Tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)		=	=
Coste de la Deuda Neta	2,7%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)		1,9%	3,5%
Risk free rate (rf)	0,2%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)		=	=
Equity risk premium	7,0%	R (estimación propia)		6,0%	7,5%
Beta (B)	0,8	B (Thomson Reuters)		0,7	0,9
Coste del Equity	5,8%	Ke = Rf + (R*B)		4,4%	6,9%
Equity / (Equity + Deuda Neta)	100,0%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)		=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	0,0%	D		=	=
WACC	5,8%	WACC = Kd*D + Ke*E		4,4%	6,9%

Hipótesis básicas (2018)

EBIT 2018	16,8
Tasa fiscal normalizada (T)	20,0%
Tasa de crecimiento l/p (G)	2,0%
ROCE 2018	17,7%
WACC (a la fecha de este informe) (*)	5,8%
Factor de Corrección s/EBIT Neto	= 1 - (G / ROCE)
Factor de Corrección Aplicado	88,7%

Valoración absoluta "teórica" (s/EBIT Neto)

Valor teórico en base a EBIT Neto 2018 = EBIT (1-t)*Factor de Corrección / (WACC - G)

EV teórico (a fecha de este informe)	316,3
- Deuda financiera neta (actual)	(9,9)
- Minoritarios	0,0
- Provisiones y otros pasivos a LP	0,7
+/- Otros ajustes al EV	0,0
+ Inmovilizado financiero	16,1
= Valoración Equity Compañía (*)	341,5
vs Mkt Cap a Fecha de este Informe	190,0
B) Prima / (Descuento)	-44,4%

(*) Ante la inexistencia de proyecciones financieras sobre la evolución futura del negocio, el ejercicio de valoración anterior relaciona el "valor teórico" de la compañía con los principales drivers de generación de valor de cualquier negocio: (i) la tasa de crecimiento a l/p (G), (ii) el retorno sobre el capital invertido (ROCE) y (iii) el coste del capital (WACC). La principal restricción de este modelo es que asume que tanto el ROCE como la tasa de crecimiento (G) se mantienen constantes a largo plazo, por lo que no constituye una valoración real de la compañía. Este ejercicio de valoración tiene como única utilidad (y objetivo) la de poder servir de "indicador de valor". Pero no constituye una valoración "per se".

Múltiplos implícitos (2018)

Múltiplo	Sector	Compañía	Prima / Descuento
EV/Ventas	3,1	2,3	-24,7%
EV/EBITDA	18,2	16,6	-8,9%
EV/EBIT	23,0	18,9	-17,8%
P/BV	2,7	3,1	14,9%
PER	37,6	24,2	-35,7%

Análisis de sensibilidad

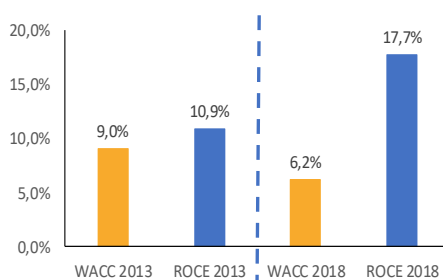
A) Valor "teórico" del Equity (EUR Mn)

ROCE	Tasa de crecimiento l/p (G)		
	1,5%	2,0%	2,5%
15,7%	309,9	336,4	371,0
17,7%	313,3	341,5	378,4
19,7%	316,0	345,6	384,3

B) Prima / (Descuento)

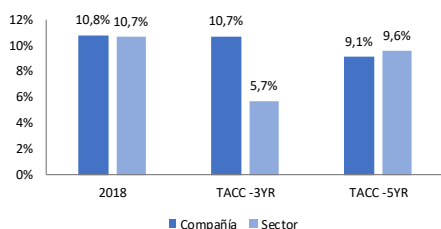
ROCE	Tasa de crecimiento l/p (G)		
	1,5%	2,0%	2,5%
15,7%	-38,7%	-43,5%	-48,8%
17,7%	-39,4%	-44,4%	-49,8%
19,7%	-39,9%	-45,0%	-50,6%

Creación de valor: Rentabilidad (ROCE) vs Coste del capital (WACC)



Crecimiento y momentum: datos para valorar el nivel de crecimiento vs Sector. Y el Momentum (1S19) del negocio

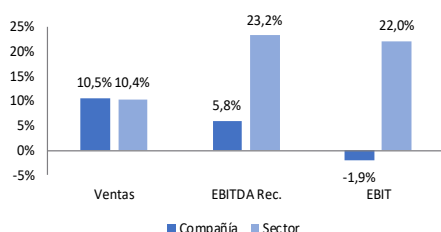
Gráfico 4: Diferenciales de crecimiento (Vtas)



Diferenciales de crecimiento compañía vs sector

	Total Ingresos			EBITDA			EBIT		
	2018	TACC -3YR	TACC -5YR	2018	TACC -3YR	TACC -5YR	2018	TACC -3YR	TACC -5YR
Compañía	10,8%	10,7%	9,1%	12,1%	12,3%	11,6%	10,0%	13,5%	10,9%
Sector	10,7%	5,7%	9,6%	-2,0%	2,6%	10,1%	-8,0%	5,7%	12,6%
Spread (p.p.)	0,2	5,0	(0,5)	14,1	9,8	1,5	18,1	7,8	(1,7)

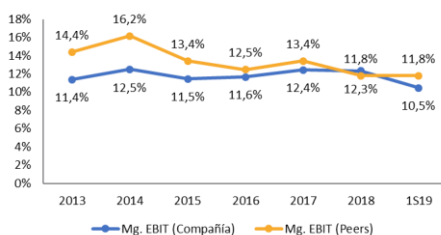
Gráfico 5: Indicadores de momentum (cto. 1S19 vs 1S18)



Indicadores de momentum

	Compañía			Sector Avg			Sector
	1S19	2018	Difer.	1S19	2018	Difer.	TACC 18-20e
Ventas	10,5%	10,8%	(0,3)	10,4%	10,7%	(0,3)	8,0%
EBITDA Rec.	5,8%	12,1%	(6,3)	23,2%	-2,0%	25,2	20,8%
EBIT / Ingresos	13,2%	14,0%	(0,0)	20,1%	19,3%	0,8	1,8
EBIT	-1,9%	10,0%	(12,0)	22,0%	-8,0%	30,1	25,9%
EBIT / Ingresos	10,5%	12,3%	(0,0)	11,4%	11,8%	(0,4)	1,9

Gráfico 6: Mg EBIT. Evolución histórica



Crecimiento histórico vs indicadores de momentum

Spread vs Sector (p.p.)	Var. -5yr	Var. -3yr	2018	1S19
Ventas	(0,5)	5,0	0,2	0,1
EBITDA Rec.	1,5	9,8	14,1	(17,4)
EBIT / Ingresos	3,3	2,7	(5,3)	(6,9)
EBIT	(1,7)	7,8	18,1	(24,0)
EBIT / Ingresos	3,5	2,5	0,5	(1,0)

(*) Para facilitar la interpretación de los diferentes ejercicios de valoración de este informe, se incluye el diferencial de crecimiento histórico de la compañía vs sector. Así como su evolución (-5y, -3y, último ejercicio cerrado y situación actual).

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 el análisis de los estados financieros históricos de la compañía (sin elaborar proyecciones financieras), 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 (10) 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.

Lighthouse puede hacer un envío del borrador del informe a la compañía con el único propósito de que ésta pueda corregir errores objetivos.

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 o consulte el contenido de este Código en 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 I.EAF Servicios de Análisis S.L.U. El Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) y/o su filial I.EAF 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. I.EAF Servicios de Análisis tiene como objetivo la publicación de (al menos) un informe o nota trimestral de actualización de la compañía analizada.

Estados Unidos. I.EAF 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 Mercado 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
24-Oct-2019	n.a.	10,95	n.a.	n.a.	Análisis de Estados Financieros Históricos	David López Sánchez