

RENTA VARIABLE - ESPAÑA

Sector: Maquinarias

Fecha del informe: 28 ene 2021

Hora distribución: 11:00

Revisión de estimaciones: al alza

Precio de Cierre: EUR 9,00 (27 ene 2021)

Desarrollos Especiales de Sistemas de Anclajes (DESA) es un grupo industrial de pequeño tamaño con sede en Barcelona (España), especializado (>60 años) en la producción y comercialización de fijaciones, grapas y herramientas empleadas en los sectores de la construcción, la industria y la agricultura. Con presencia internacional (c. 35% s/Ingresos). Controlada por sus accionistas de referencia (c.75% del capital).

Ana Isabel González García, CIIA – ana.gonzalez@lighthouse-ieaf.com

+34 915 904 226

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	16,1	19,5
EV (Mn EUR y USD) ⁽¹⁾	29,7	35,9
Número de Acciones (Mn)	1,8	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	10,00 / 9,63 / 9,00	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación ⁽²⁾	0,0	
Thomson Reuters / Bloomberg	DESA.MC / DESA.SM	
Cierre año fiscal	31-Dic	

Estructura Accionarial (%)

Maden S.A.	29,9
SARM S.A.	20,0
Gestión Ixua S.L.	16,3
Miembros del Consejo	8,9
Free Float	24,9

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2019	2020e	2021e	2022e
Nº Acc. ajustado (Mn)	1,8	1,8	1,8	1,8
Total Ingresos	42,5	39,6	41,4	43,6
EBITDA Rec. ⁽³⁾	2,5	3,0	3,2	3,6
% Var.	-2,9	18,8	7,8	13,8
% EBITDA Rec./Ing.	5,8	7,5	7,7	8,3
% Var EBITDA sector ⁽⁴⁾	3,6	-16,7	23,2	16,1
Beneficio neto	0,8	0,7	1,4	1,7
BPA (EUR)	0,46	0,41	0,79	0,98
% Var.	-33,8	-9,8	93,1	23,2
BPA ord. (EUR)	0,50	0,65	0,79	0,98
% Var.	-27,7	30,0	22,5	23,2
Free Cash Flow Rec. ⁽⁵⁾	-1,0	3,7	0,3	1,0
Pay-out (%)	95,6	0,0	50,0	50,0
DPA (EUR)	0,44	0,00	0,40	0,49
Deuda financiera neta	15,6	12,4	12,1	10,4
DN / EBITDA Rec.(x)	6,3	4,2	3,8	2,9
ROE (%)	6,4	5,7	10,1	11,0
ROCE (%) ⁽⁵⁾	3,4	3,1	5,5	6,5

Ratios y Múltiplos (x) ⁽⁶⁾

PER	19,8	21,9	11,4	9,2
PER Ordinario	18,1	13,9	11,4	9,2
P/BV	1,3	1,2	1,1	0,9
Dividend Yield (%)	4,8	0,0	4,4	5,4
EV/Ventas	0,70	0,75	0,72	0,68
EV/EBITDA Rec.	11,9	10,0	9,3	8,2
EV/EBIT	24,2	29,2	15,2	12,5
FCF Yield (%) ⁽⁵⁾	n.a.	22,8	1,9	6,2

(1) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

(2) Rotación es 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 0,3Mn 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.

Pese al "déjà vue" del arranque "macro" en 2021, vemos motivos para que DESA salga reforzada

AJUSTAMOS INGRESOS 2020e-2021e (c.+3% EN PROMEDIO vs. ESTIMACIÓN PREVIA), acotando la caída en ingresos al 6,9% 2020e (EUR 39,6Mn), tras la mejor evolución 3T20 (+0,9% a/a). El crecimiento se acelerará en el m/p (+5,0% TACC +2y, c. -3p.p. vs. su sector), dependiendo de la velocidad de la recuperación económica (2S 2021), superando en 2022e los niveles pre-Covid-19 (EUR 43,6Mn 2022e).

ADELANTANDO A 2020 EL UMBRAL DE LOS EUR 3Mn EN EBITDA Rec. (+1,6x vs. estimación previa), que marcará máximos vs. -5y gracias al favorable mix de ingresos y al ahorro de costes. El EBITDA registrará una TACC del +10,8% TACC +2y, a pesar de la presión en márgenes (-0,6p.p. en margen bruto +2y), batiendo el crecimiento del sector en términos de EBITDA (+21,6% TACC +2y, > +5p.p. vs. el sector)

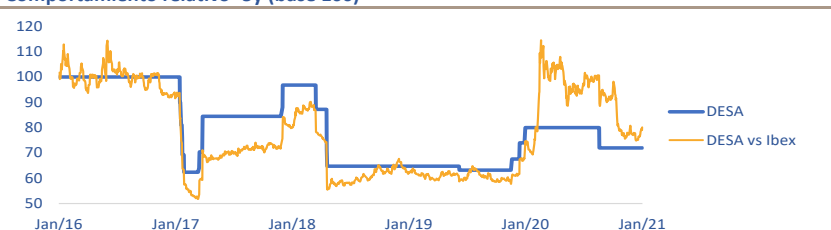
MANTENIENDO EL OBJETIVO DE SUPERAR CON "HOLGURA" EUR 2Mn EBIT (2022), barrera dejada atrás antes de la Gran Crisis de 2008, que alcanzará EUR 2,4Mn 2022e, (+10,8% vs. estimación previa), mejorando su rentabilidad (5,4% EBIT/Ingresos 2022e; c. +2x vs. -2y), estrechando el diferencial vs. su sector (> 8% en promedio).

Y GENERANDO FCF POSITIVO Y CRECIENTE (m/p) que, tras el impacto "puntual" de la desinversión en circulante (menos suministros) provocada por la crisis Covid-19 en 2020e, alcanzará EUR 1Mn 2022e (6,2% FCF Yield; en línea con el sector).

QUE LE PERMITIRÁ REDUCIR SU ENDEUDAMIENTO Y RECUPERAR EL DIVIDENDO (2021e). DN/EBITDA 2,9x 2022e, -3,7x vs. -3y, acercándose a niveles razonables. Pay-out del 50% 2021e (sin cambios).

EN CONCLUSIÓN, A PESAR DEL CONTEXTO DE ELEVADA INCERTIDUMBRE (COVID), DESA EMERGE COMO IDEA DE CRECIMIENTO EN EL SECTOR INDUSTRIAL. DESA no tardará en recuperar (*a priori*) los niveles de EBIT pre-crisis 2008, gracias a su estrategia de diversificación de negocio (posicionamiento en el sector agrario "acíclico"), siendo clave para ello el control de costes (m/p). Cotiza a 10x EV/EBITDA 2020e (razonable en la industria), ofreciendo > 20% TACC +2y en EBITDA.

Comportamiento relativo -5y (base 100)



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	0,0	0,0	-10,0	0,0	-25,6	-28,0
vs Ibex 35	3,3	-15,3	7,3	2,8	0,4	-19,9
vs Ibex Small Cap Index	2,5	-17,1	-19,5	4,4	-33,4	-62,1
vs Eurostoxx 50	0,2	-13,2	-6,4	0,5	-23,3	-38,0
vs Índice del sector ⁽⁴⁾	-5,2	-17,1	-25,6	-4,5	-37,2	-62,2

(*) Salvo que se indique expresamente, todos los datos de este informe tienen como fuente: La Compañía, Refinitiv 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: al alza

Subimos estimaciones 2020 (y 2021-2022). “Aparece” una idea de “crecimiento” en el sector industrial

La mejor evolución del negocio que la esperada en plena crisis Covid-19 nos lleva a revisar nuestras estimaciones 2020. Un año que se recordará por el despliegue sin precedentes de medidas económicas a nivel europeo para combatir las secuelas causadas por pandemia (EUR 1.850Bn del programa de recompra de bonos soberanos del BCE bajo el “Pandemic Emergency Purchase Programme”, y adopción de una política fiscal expansiva por la Comisión Europea). No obstante, el resurgir de la pandemia Covid-19 (4T 2020), junto a la inevitable intensificación de las medidas para su contención (nacionales/internacionales), volverá a contraer la actividad económica durante el 1T 2021, retrasando la recuperación al 2S 2021.

Un 2020 anómalo, pero mejor de lo inicialmente previsto, que “obliga” a revisar al alza las estimaciones

La industria de sistemas de fijaciones y anclajes, al igual del resto de las industrias, ha sufrido en mayor/menor medida una contracción de los ingresos por la paralización puntual de la economía provocada por el Covid-19 (2T 2020). No obstante, la creciente tendencia hacia la industria 4.0 y el “IoT” (internet of things) continuarán impulsando el crecimiento para esta industria.

- **Menor contracción de ingresos 2020e (EUR 39,6Mn, -6,9% a/a; +5% vs. nuestra estimación inicial)**, soportado en la buena evolución de su división agraria (c. +17% a/a), que refrendaría su estrategia de diversificación de negocio. La progresiva reapertura de la actividad económica (tras el confinamiento) habría reactivado su negocio retail (c. 20% de los ingresos 2019), que ha llegado a registrar crecimientos de doble dígito (c. +20% a/a 3T20, vs. c. -25% a 6M20). Por otro lado, la contracción en la actividad constructora (21,9% de los ingresos del Grupo 2019) se habría moderado durante la segunda mitad del año (-21,7% a/a acumulado en construcción en España a octubre 2020, vs. -26,1% acumulado a junio).
- **Con mejora del margen bruto (+0,8p.p. 2020e)**, que se situaría en el 40,4% (por encima de los niveles alcanzados en 2019), gracias al: menor coste de los aprovisionamientos (depreciación del USD) y al favorable mix de ingresos (mayor contribución del negocio agrario, de mayor margen).
- **Impulsando la rentabilidad del Grupo (7,5% EBITDA Rec./Ingresos 2020e, +1,7p.p.)**, alcanzando EUR 3,0Mn EBITDA Rec. (+18,8% a/a), vs. EUR 1,8Mn en nuestra estimación anterior. Siendo clave tanto la política de control de costes (-9,1% a/a en gastos operativos totales recurrentes), como las medidas de regulación de empleo implementadas durante la pandemia, reforzadas por las eficiencias vinculadas a la reestructuración implementada en 2019 (-7,5% a/a en gastos de personal).
- **Y superando con creces el break even en EBIT, a pesar de la crisis del Covid-19:** EUR 1,0Mn 2020e (vs. break even en nuestra estimación anterior), que superaría los EUR 1,5Mn en términos recurrentes (+11,4% a/a).
- **Y “salvando” el ejercicio (EUR 0,7Mn BN 2020e)**, vs. EUR -0,1Mn en nuestra estimación previa, completando un quinquenio en números negros (crecientes, hasta 2018).
- **La excesiva desinversión en circulante...**, con una reducción de c. -20% a/a en las existencias (EUR 10,3Mn 2020e, c. -15% vs. nuestra estimación anterior), que situará la ratio existencias/ventas en el 26,1%, c. -3,5p.p. vs. el promedio -5y. Los inventarios se han visto afectados por el cuello de botella en suministros ocasionado por el Covid-19 (importaciones desde Asia).
- **...permitirá reducir la DN del Grupo (EUR 12,4Mn 2020e, -20,3% a/a)** vs. la estabilidad anteriormente estimada (EUR 15,1Mn), y la ratio de endeudamiento a 4,2x DN/EBITDA Rec. 2020e (-2,1x a/a).

Gráfico 1. Ingresos vs. CAPEX/Ventas y Existencias/Ventas (DESA)

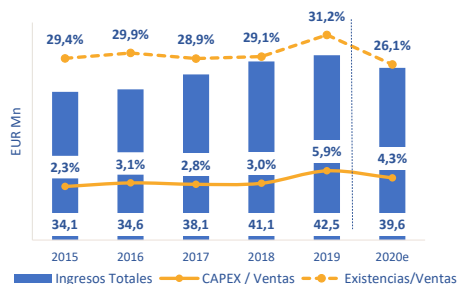
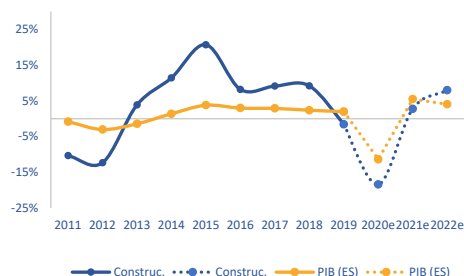


Gráfico 2. PIB vs. Contratación en construcción (total) en España



Fuente: INE, Banco de España, Ministerio de Fomento y SEOPAN (Asociación de Empresas Constructoras y Concesionarias de Infraestructuras)

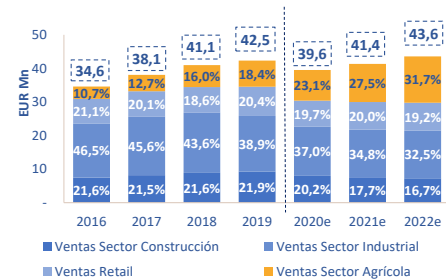
- ...y volver a generar FCF positivo (EUR 3,7Mn 2020e), reforzado también por la reducción en CAPEX (EUR 1,7Mn, -32,4% a/a), tras el esfuerzo inversor realizado durante el pasado quinquenio.
- Manteniéndose la suspensión del dividendo en 2020 por la incertidumbre existente, y el aun elevado ratio de endeudamiento (DN/EBITDA Rec. >4x).

Pese al “dèjà vue” del arranque “macro” en 2021, ajustamos estimaciones al alza

El Banco de España enfrió ya en diciembre su previsión de crecimiento 2021, apuntando a +4,2% en su escenario más severo (en línea con la previsión de otoño de la CE para la eurozona), vs. +6,8% en su escenario central. El escenario más negativo dispararía la tasa de desempleo hasta el 20,5% (niveles dejados atrás -5y), elevando el riesgo de una caída estructural de la demanda (vs. niveles pre-crisis).

Un contexto en el que la recuperación económica se retrasaría hasta el 2S 2021. Pero en el que el aumento del coste de las materias primas está impulsando al conjunto de la industria a mover precios al alza. Lo que se une al comportamiento sensiblemente mejor de lo esperado de DESA en 2020. Y que justifica una revisión moderada al alza de nuestros “números” 2021e-2022e:

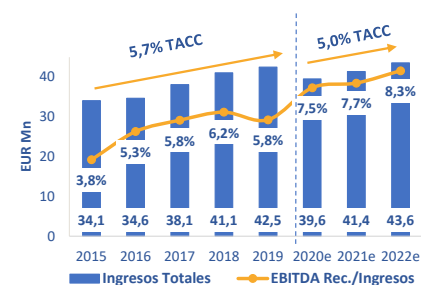
Gráfico 3. Mix de ingresos



- Elevar los ingresos (m/p) un promedio de c. +2% vs. nuestra estimación previa:** apuntando a EUR 41,4Mn 2021e (+4,6% a/a; -2,6% vs. 2019), que dependerá de la velocidad de la recuperación económica (2S 2021) y de la eficacia de las medidas de apoyo económico desplegadas a nivel europeo. DESA lograría superar +2y el nivel de ingresos dejado atrás pre-Covid-19 (EUR 43,6Mn en 2022e; TACC +2y: +5,0%), con un mix de ingresos más saneado. Creciente contribución de su división agraria (“acíclica”; 31,7% s/ingresos 2022e, +13,3p.p. vs. -3y) y menor exposición al sector construcción (con el 16,7% s/ingresos 2022e, -5,2p.p. vs. -3y).

- Mantener la presión en márgenes (2022e) por la intensificación de la competencia,** siendo necesario el reabastecimiento de inventarios en un contexto de aumento del coste de la materia prima. Contemplamos una caída de -0,6p.p. en el margen bruto +2y (39,8% 2022e).

Gráfico 4. Ingresos vs. EBITDA Rec./Ingresos



Nota: El impacto de la NIIF-16 en el EBITDA Rec. 2019 ascendió a EUR +0,3Mn. vs. 2018.

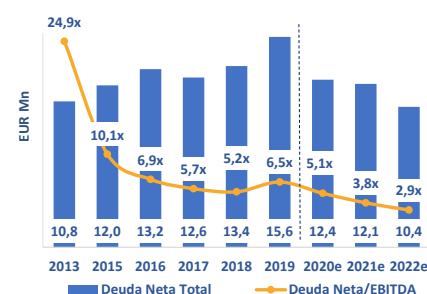
- Pero que deja margen para acelerar el crecimiento del EBITDA Rec. (EUR 3,6Mn 2022e; +10,8% TACC +2y)** gracias a la eficacia de la política de control de costes (31,5% gastos operativos totales/ingresos 2022e, -2,2p.p. vs. -3y).

- Y mantener el objetivo de superar (2022e) el umbral de EUR 2Mn en EBIT** dejado atrás antes de la Gran Crisis iniciada en 2008 (EUR 2,4Mn 2022e).

- Manteniéndose la generación de FCF creciente (EUR 1,0Mn 2022e),** gracias a una moderación de la inversión (EUR 0,6Mn/año +2y, c. 1,5% s/ ventas), que permitirá compensar parcialmente la reinversión en circulante. Estimamos c.+15% a/a en inventarios 2021e, situándose la ratio existencias/ingresos en el 28,5% en el año, que se alinearé con el promedio histórico (29,5% 2022e).

- Resultando en una progresiva normalización de la ratio de endeudamiento (2,9x DN/EBITDA Rec. 2022e; -1,3x vs. -2y),** con EUR 10,4Mn DN 2022e (-16,2% vs. -2y).

Gráfico 5. DN/EBITDA Rec. vs Deuda Neta



- Que le permitirá duplicar el BN vs. niveles pre-crisis,** gracias al menor impacto financiero. Estimamos EUR 1,7Mn BN 2022e (vs. EUR 0,8Mn 2019). Nuestras estimaciones (que excluyen extraordinarios) incorporan una tasa fiscal media de c. 24% +2y (en línea con la registrada en 2019).

- Y retomar el dividendo.** Tras la interrupción de la remuneración al accionista en 2019, es previsible que la recuperación del negocio permita reanudar el pago de dividendos. Estimamos un pay-out 50% a partir del 2021e (en línea con nuestra estimación anterior).

Gráfico 6. FCF Rec vs. CAPEX y NWC

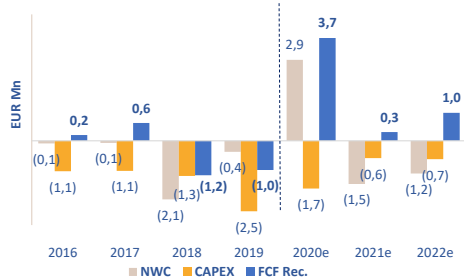


Gráfico 7. EV/Vtas y EBIT/Vtas 2020e vs. principales comparables

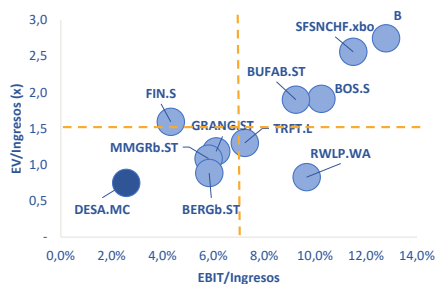


Tabla 1. Revisión de estimaciones

EUR Mn	2020e (Nuevo)	Revisión (%)	2021e (Nuevo)	Revisión (%)	2022e (Nuevo)	Revisión (%)
Total Ingresos	39,6	5,0%	41,4	1,9%	43,6	2,2%
EBITDA (Recurrente)	3,0	61,1%	3,2	11,7%	3,6	6,8%
<i>Cto. EBITDA Rec.</i>	<i>18,8%</i>	<i>45,1 p.p.</i>	<i>7,8%</i>	<i>-47,6 p.p.</i>	<i>13,8%</i>	<i>-5,2 p.p.</i>
<i>EBITDA Rec. / Ventas</i>	<i>7,5%</i>	<i>2,6 p.p.</i>	<i>7,7%</i>	<i>0,7 p.p.</i>	<i>8,3%</i>	<i>0,4 p.p.</i>
EBIT	1,0	n.a.	1,9	20,7%	2,4	10,8%
Beneficio Neto	0,7	611,5%	1,4	22,4%	1,7	11,9%
Free Cash Flow Rec.	3,7	245,2%	0,3	-71,9%	1,0	-21,6%
<i>DN / EBITDA Rec.</i>	<i>4,2 x</i>	<i>-4,0 x</i>	<i>3,8 x</i>	<i>-1,3 x</i>	<i>2,9 x</i>	<i>-1,3 x</i>

Conclusión: el buen desempeño visto en 2020, refuerza a DESA como una compañía capaz de crecer por encima de su sector (EBITDA), alineando con él su rentabilidad (I/p)

Aunque el escenario sigue siendo de cautela por la virulencia de la tercera ola del Covid-19, y el riesgo de un inminente endurecimiento de las medidas de contención (agravando las secuelas de la crisis), DESA cuenta con elementos (crecimiento del mercado de fijaciones y diversificación de negocio) que le permitirán sortear la crisis. Queda por ver la eficacia del paquete de medidas económicas desplegadas, impactando en la mayor/menor velocidad de recuperación de la economía (2S 2021). Pero en DESA hay razones “micro”, validadas en el 2S 2020 para esperar un comportamiento mucho mejor del inicialmente esperado.

En este escenario las políticas de control de costes y mejora de eficiencias seguirán siendo claves, para mejorar la rentabilidad del Grupo (I/p), que no debería tener problemas (*a priori*) para superar el EBIT dejado atrás en 2007 (c. EUR 2Mn). La estrategia de diversificación de negocio implementada durante los últimos años (apuesta por el negocio agrario “acíclico”) y la capacidad de trasladar al cliente el incremento de costes (general en la industria), respaldará el crecimiento del Grupo.

Todo ello apunta a un valor que podría batir con claridad al sector los próximos dos años. Y pone sobre la mesa una idea singular dentro de las compañías industriales: EV/EBITDA 2020, 10x con un crecimiento EBITDA (2020-2022) >20% (TACC). Más de 5p.p. por encima de su sector. Estrechando el diferencial de rentabilidad vs. la industria: EBITDA/Ingresos 8,3% 2022e (c. +2p.p. +2y), vs. > 10% en su sector.

Anexo 1. Proyecciones financieras⁽¹⁾

Balance (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	TACC	
Inmovilizado inmaterial	0,4	0,5	0,5	0,6	1,1	0,9	0,7	0,5		
Inmovilizado material	9,0	10,8	11,2	11,4	13,0	13,6	13,4	13,2		
Otros activos no corrientes	2,6	2,5	2,3	2,0	1,7	1,7	1,7	1,7		
Inmovilizado financiero	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	18,5	19,2	20,5	22,2	22,7	19,1	20,9	22,5		
Total activo	30,6	33,0	34,4	36,2	38,5	35,4	36,8	38,0		
Patrimonio neto	10,1	10,7	11,5	12,7	12,5	13,3	14,7	17,1		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	0,6	0,6	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	0,4	0,4	0,4	0,4		
Deuda financiera neta	12,0	13,2	12,6	13,4	15,6	12,4	12,1	10,4		
Pasivo circulante	7,9	8,5	9,7	9,3	9,4	8,7	9,0	9,4		
Total pasivo	30,6	33,0	34,4	36,2	38,5	35,4	36,8	38,0		
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	15-19	19-22e
Total Ingresos	34,1	34,6	38,1	41,1	42,5	39,6	41,4	43,6	5,7%	0,9%
<i>Cto. Total Ingresos</i>	<i>5,7%</i>	<i>1,7%</i>	<i>9,9%</i>	<i>7,8%</i>	<i>3,5%</i>	<i>-6,9%</i>	<i>4,6%</i>	<i>5,4%</i>		
Coste de ventas	(20,8)	(20,6)	(23,2)	(24,5)	(25,7)	(23,6)	(25,0)	(26,2)		
Margen Bruto	13,2	14,0	14,9	16,6	16,8	16,0	16,4	17,4	6,2%	1,1%
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>38,8%</i>	<i>40,5%</i>	<i>39,0%</i>	<i>40,3%</i>	<i>39,6%</i>	<i>40,4%</i>	<i>39,6%</i>	<i>39,8%</i>		
Gastos de personal	(6,9)	(7,2)	(7,4)	(7,7)	(7,7)	(7,2)	(7,3)	(7,4)		
Otros costes de explotación	(5,0)	(5,0)	(5,2)	(6,3)	(6,5)	(5,8)	(5,9)	(6,3)		
EBITDA recurrente	1,3	1,8	2,2	2,6	2,5	3,0	3,2	3,6	17,4%	13,4%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	<i>8,8%</i>	<i>39,3%</i>	<i>21,8%</i>	<i>15,3%</i>	<i>-2,9%</i>	<i>18,8%</i>	<i>7,8%</i>	<i>13,8%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>3,8%</i>	<i>5,3%</i>	<i>5,8%</i>	<i>6,2%</i>	<i>5,8%</i>	<i>7,5%</i>	<i>7,7%</i>	<i>8,3%</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(0,1)	0,1	-	-	(0,1)	(0,5)	-	-		
EBITDA	1,2	1,9	2,2	2,6	2,4	2,5	3,2	3,6	19,2%	15,0%
Depreciación y provisiones	(0,8)	(0,8)	(0,9)	(1,0)	(1,0)	(1,3)	(1,1)	(1,1)		
Gastos capitalizados	-	-	-	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
EBIT	0,4	1,1	1,3	1,7	1,2	1,0	1,9	2,4	34,5%	24,7%
<i>Cto. EBIT</i>	<i>-13,1%</i>	<i>191,9%</i>	<i>17,1%</i>	<i>31,5%</i>	<i>-27,1%</i>	<i>-16,9%</i>	<i>91,5%</i>	<i>21,7%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>	<i>1,1%</i>	<i>3,1%</i>	<i>3,3%</i>	<i>4,1%</i>	<i>2,9%</i>	<i>2,6%</i>	<i>4,7%</i>	<i>5,4%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,5)	(0,3)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	(0,1)	0,8	1,1	1,5	1,1	0,9	1,9	2,3	79,9%	29,1%
<i>Cto. Beneficio ordinario</i>	<i>8,3%</i>	<i>702,8%</i>	<i>40,8%</i>	<i>42,0%</i>	<i>-29,7%</i>	<i>-18,5%</i>	<i>114,1%</i>	<i>23,2%</i>		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	(0,1)	0,8	1,1	1,5	1,1	0,9	1,9	2,3	79,9%	29,1%
Impuestos	(0,0)	(0,1)	(0,2)	(0,3)	(0,3)	(0,1)	(0,4)	(0,5)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>n.a.</i>	<i>14,4%</i>	<i>21,7%</i>	<i>19,0%</i>	<i>23,8%</i>	<i>15,5%</i>	<i>23,8%</i>	<i>23,8%</i>		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	(0,1)	0,6	0,8	1,2	0,8	0,7	1,4	1,7	68,9%	29,1%
<i>Cto. Beneficio neto</i>	<i>92,1%</i>	<i>590,0%</i>	<i>28,8%</i>	<i>46,8%</i>	<i>-33,8%</i>	<i>-9,6%</i>	<i>93,1%</i>	<i>23,2%</i>		
Beneficio ordinario neto	0,0	0,6	0,8	1,2	0,9	1,2	1,4	1,7	<i>n.a.</i>	25,3%
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>101,0%</i>	<i>n.a.</i>	<i>47,4%</i>	<i>46,8%</i>	<i>-27,7%</i>	<i>30,4%</i>	<i>22,5%</i>	<i>23,2%</i>		
Cash Flow (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	15-19	19-22e
EBITDA recurrente						3,0	3,2	3,6	17,4%	13,4%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(0,2)	(0,2)	(0,2)		
Var. capital circulante						2,9	(1,5)	(1,2)		
Cash Flow operativo recurrente						5,6	1,5	2,3	65,7%	6,5%
CAPEX						(1,7)	(0,6)	(0,7)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,1)	(0,1)	(0,1)		
Impuestos						(0,1)	(0,4)	(0,5)		
Free Cash Flow Recurrente						3,7	0,3	1,0	0,0%	43,5%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						(0,5)	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						3,2	0,3	1,0	0,6%	42,1%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	0,7		
Variación de Deuda financiera neta						(3,2)	(0,3)	(1,7)		

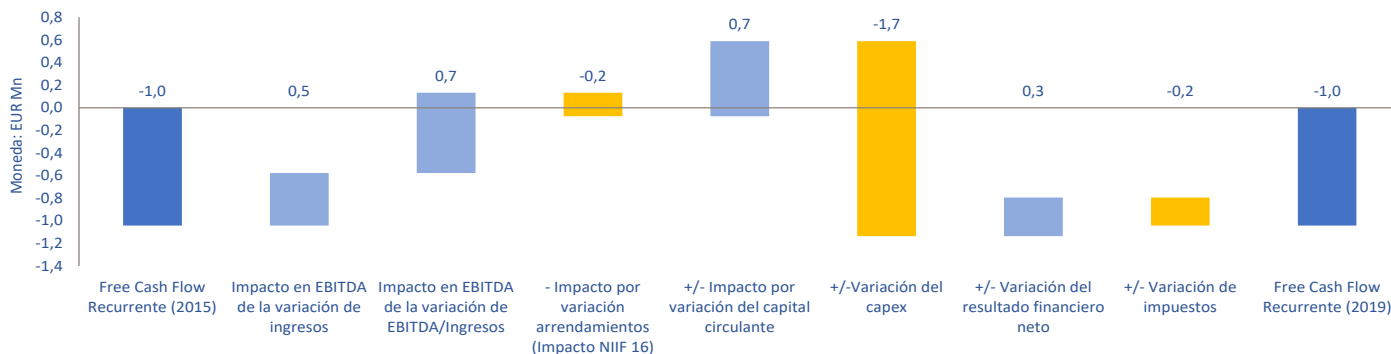
Nota 1: Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 0,3Mn mayor por la aplicación de NIIF 16.

Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow⁽¹⁾

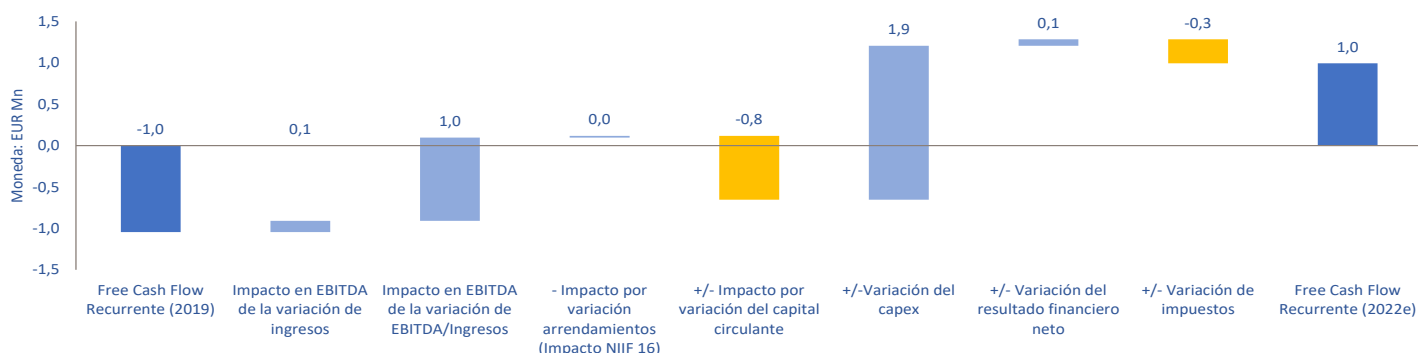
A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	TACC	
								16-19	19-22e
EBITDA recurrente	1,8	2,2	2,6	2,5	3,0	3,2	3,6	10,9%	13,4%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	39,3%	21,8%	15,3%	-2,9%	18,8%	7,8%	13,8%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	5,3%	5,8%	6,2%	5,8%	7,5%	7,7%	8,3%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
+/- Var. Capital circulante	(0,1)	(0,1)	(2,1)	(0,4)	2,9	(1,5)	(1,2)		
= Cash Flow operativo recurrente	1,7	2,1	0,5	1,9	5,6	1,5	2,3	2,8%	6,5%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	593,5%	23,9%	-78,0%	298,6%	199,9%	-74,1%	55,6%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	5,0%	5,6%	1,1%	4,4%	14,3%	3,5%	5,2%		
- CAPEX	(1,1)	(1,1)	(1,3)	(2,5)	(1,7)	(0,6)	(0,7)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,3)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
- Impuestos	(0,1)	(0,2)	(0,3)	(0,3)	(0,1)	(0,4)	(0,5)		
= Free Cash Flow recurrente	0,2	0,6	(1,2)	(1,0)	3,7	0,3	1,0	-92,7%	43,5%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	119,4%	212,3%	-294,5%	15,2%	451,2%	-91,5%	220,9%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	0,6%	1,7%	n.a.	n.a.	9,3%	0,7%	2,3%		
- Gastos de reestructuración y otros	0,1	-	-	(0,1)	(0,5)	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(1,7)	-	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	(1,4)	0,6	(1,2)	(1,1)	3,2	0,3	1,0	6,6%	42,1%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	-19,6%	145,1%	-294,5%	7,1%	377,0%	-90,2%	220,9%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	1,3%	3,9%	n.a.	n.a.	22,8%	1,9%	6,2%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	n.a.	3,9%	n.a.	n.a.	19,7%	1,9%	6,2%		
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	(1,0)	0,2	0,6	(1,2)	(1,0)	3,7	0,3		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	0,0	0,2	0,2	0,1	(0,2)	0,1	0,2		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	0,5	0,2	0,2	(0,2)	0,6	0,1	0,3		
= Variación EBITDA recurrente	0,5	0,4	0,3	(0,1)	0,5	0,2	0,4		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	(0,2)	0,0	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	1,0	0,0	(2,0)	1,7	3,3	(4,4)	0,4		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	1,5	0,4	(1,7)	1,4	3,8	(4,2)	0,8		
+/- Variación del CAPEX	(0,3)	0,0	(0,2)	(1,3)	0,8	1,1	(0,0)		
+/- Variación del resultado financiero neto	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0		
+/- Variación de impuestos	(0,1)	(0,1)	(0,1)	0,0	0,1	(0,3)	(0,1)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	1,2	0,4	(1,9)	0,2	4,7	(3,4)	0,7		
Free Cash Flow Recurrente	0,2	0,6	(1,2)	(1,0)	3,7	0,3	1,0		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
EBIT	1,1	1,3	1,7	1,2	1,0	1,9	2,4	3,9%	24,7%
<i>* Tasa fiscal teórica</i>	14,4%	21,7%	19,0%	23,8%	15,5%	23,8%	23,8%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,2)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,2)	(0,5)	(0,6)		
EBITDA recurrente	1,8	2,2	2,6	2,5	3,0	3,2	3,6	10,9%	13,4%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
+/- Var. Capital circulante	(0,1)	(0,1)	(2,1)	(0,4)	2,9	(1,5)	(1,2)		
= Cash Flow operativo recurrente	1,7	2,1	0,5	1,9	5,6	1,5	2,3	2,8%	6,5%
- CAPEX	(1,1)	(1,1)	(1,3)	(2,5)	(1,7)	(0,6)	(0,7)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,2)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,2)	(0,5)	(0,6)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	0,5	0,8	(1,1)	(0,9)	3,8	0,4	1,1	-57,4%	46,5%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	190,3%	63,5%	-238,1%	15,9%	510,3%	-90,1%	180,5%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	1,4%	2,1%	n.a.	n.a.	9,6%	0,9%	2,4%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(1,7)	-	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	(1,2)	0,8	(1,1)	(0,9)	3,8	0,4	1,1	8,7%	46,5%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	-125,0%	165,6%	-238,1%	15,9%	510,3%	-90,1%	180,5%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	1,6%	2,7%	n.a.	n.a.	12,8%	1,3%	3,6%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	n.a.	2,7%	n.a.	n.a.	12,8%	1,3%	3,6%		

Nota 1: Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 0,3Mn mayor por la aplicación de NIIF 16.

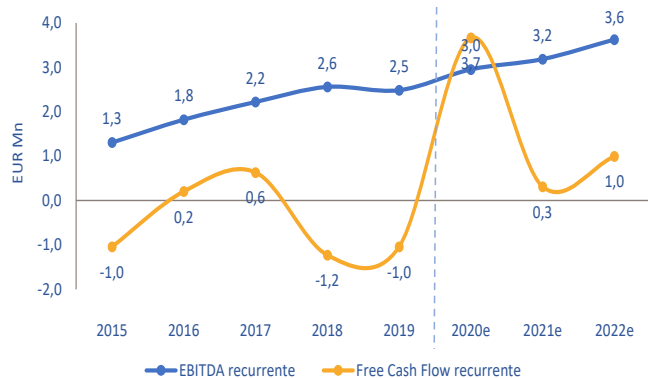
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2015 - 2019)



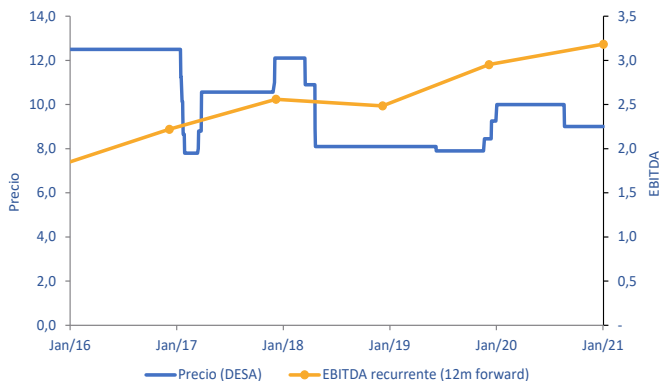
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2019 - 2022e)



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	16,1	
+ Minoritarios	-	Rdos. 9m 2020
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,7	Rdos. 9m 2020
+ Deuda financiera neta	12,9	Rdos. 9m 2020
- Inmovilizado financiero	0,1	Rdos. 9m 2020
+/- Otros		Rdos. 9m 2020
Enterprise Value (EV)	29,7	

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
Total Ingresos	10,9	23,7	36,9	31,9	31,9	32,2	34,1	34,6	38,1	41,1	42,5	39,6	41,4	43,6	14,6%	0,9%
Cto. Total ingresos	-24,3%	117,3%	55,4%	-13,4%	-0,1%	1,1%	5,7%	1,7%	9,9%	7,8%	3,5%	-6,9%	4,6%	5,4%		
EBITDA	(0,0)	(0,7)	1,7	(0,2)	0,4	1,2	1,2	1,9	2,2	2,6	2,4	2,5	3,2	3,6	57,2%	15,0%
Cto. EBITDA	-101,4%	n.a.	331,8%	-113,1%	295,2%	177,4%	-1,8%	62,4%	15,7%	15,3%	-6,8%	2,8%	29,8%	13,8%		
EBITDA/Ingresos	n.a.	n.a.	4,6%	n.a.	1,4%	3,7%	3,5%	5,5%	5,8%	6,2%	5,6%	6,2%	7,7%	8,3%		
Beneficio neto	(0,7)	0,4	0,0	(1,0)	(0,6)	(1,7)	(0,1)	0,6	0,8	1,2	0,8	0,7	1,4	1,7	12,0%	29,1%
Cto. Beneficio neto	-205,7%	157,2%	-91,8%	n.a.	41,4%	-193,4%	92,1%	590,0%	28,8%	46,8%	-33,8%	-9,6%	93,1%	23,2%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	1,1	1,5	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8		
BPA (EUR)	-0,67	0,29	0,02	-0,55	-0,32	-0,94	-0,07	0,36	0,47	0,69	0,46	0,41	0,79	0,98	10,4%	29,0%
Cto. BPA	n.a.	n.a.	-93,3%	n.a.	41,4%	n.a.	92,1%	n.a.	29,1%	46,9%	-33,8%	-9,8%	93,1%	23,2%		
BPA ord. (EUR)	-0,34	0,18	0,04	-0,47	-0,23	-0,08	0,00	0,32	0,47	0,69	0,50	0,65	0,79	0,98	13,2%	25,2%
Cto. BPA ord.	-93,1%	n.a.	-75,8%	n.a.	51,9%	66,3%	n.a.	n.a.	47,7%	46,9%	-27,7%	30,0%	22,5%	23,2%		
CAPEX	(0,4)	(0,3)	(0,7)	(0,1)	(0,4)	(0,5)	(0,8)	(1,1)	(1,1)	(1,3)	(2,5)	(1,7)	(0,6)	(0,7)		
CAPEX/Vtas %	3,4%	1,3%	2,0%	0,4%	1,2%	1,6%	2,3%	3,1%	2,8%	3,0%	5,9%	4,3%	1,5%	1,5%		
Free Cash Flow	1,4	0,8	(0,7)	2,9	0,6	(0,0)	(1,2)	(1,4)	0,6	(1,2)	(1,1)	3,2	0,3	1,0	-	42,1%
DN/EBITDA (x) (2)	n.a.	n.a.	7,6x	n.a.	24,9x	9,1x	10,1x	6,9x	5,7x	5,2x	6,5x	5,1x	3,8x	2,9x	10,9%	
PER (x)	n.a.	43,0x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	33,3x	17,3x	12,3x	19,8x	21,9x	11,4x	9,2x		
EV/Vtas (x)	1,66x	1,49x	0,98x	1,08x	1,06x	1,05x	1,03x	1,04x	0,91x	0,69x	0,74x	0,75x	0,72x	0,68x		
EV/EBITDA (x) (2)	n.a.	n.a.	21,4x	n.a.	n.a.	28,1x	29,6x	18,8x	15,7x	11,1x	13,1x	12,1x	9,3x	8,2x		
Comport. Absoluto	n.a.	22,5%	2,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-3,2%	-33,1%	4,3%	6,5%				
Comport. Relativo vs Ibex 35	n.a.	48,4%	17,4%	4,9%	-17,6%	-3,5%	7,7%	2,1%	-9,9%	-21,3%	-6,7%	26,0%				

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 Refinitiv.

Nota 2: Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 0,3Mn 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

		Actores con amplia gama de productos						Actores especializados en alta tecnología						DESA		
		NORMA GROUP SE	RAWLPLUG SA	GRANGES AB	MOMENTUM GROUP AB	TRIFAST PLC	BERGMAN & BEVING ST	Average	GEORG FISCHER AG	BOSSARD HOLDING AG	BUFAB AB	SFS GROUP AG	BARNES GROUP INC	Average	DESA.MC	
Datos Mercado	Ticker (Reuters)	NOEJ.DE	RWLP.WA	GRANG.ST	MMGRB.ST	TRFT.L	BERGB.ST		FIN.S	BOS.S	BUFAB.ST	SFSNCHF.xbc	B			
	País	Germany	Poland	Sweden	Sweden	U.K.	Sweden		Switzerland	Switzerland	Sweden	Switzerland	U.S.A.		Spain	
	Market cap	1.305,1	71,0	1.050,6	710,3	219,0	264,6		4.206,0	1.257,5	719,1	3.936,9	2.009,6		16,1	
Información financiera básica	Enterprise value (EV)	1.661,3	141,5	1.286,5	969,9	252,4	362,8		4.614,2	1.434,8	886,6	3.953,5	2.538,3		29,7	
	Total Ingresos	950,0	170,7	1.085,3	894,4	193,8	408,7		2.895,0	750,4	466,6	1.543,8	923,5		39,6	
	Cto.Total Ingresos	-13,6%	-4,6%	-8,4%	47,4%	-14,4%	1,8%		1,4%	-16,3%	-7,8%	8,5%	-6,8%	-25,0%	-9,5%	-6,9%
	2y TACC (2020e - 2022e)	3,5%	5,2%	26,2%	n.a.	8,4%	n.a.		10,8%	9,1%	7,5%	5,6%	5,9%	6,8%	7,0%	5,0%
	EBITDA	n.a.	24,2	116,6	107,9	17,8	41,2		246,8	95,0	60,7	268,6	184,1		2,5	
	Cto. EBITDA	n.a.	26,6%	-11,2%	92,4%	-16,1%	16,5%		21,6%	-18,8%	-10,0%	2,3%	-12,9%	-33,5%	-14,6%	2,8%
	2y TACC (2020e - 2022e)	n.a.	-0,9%	29,5%	n.a.	15,3%	n.a.		14,6%	30,8%	12,0%	8,2%	10,3%	12,9%	14,8%	21,6%
	EBITDA/Ingresos	n.a.	14,2%	10,7%	12,1%	9,2%	10,1%		11,2%	8,5%	12,7%	13,0%	17,4%	19,9%	14,3%	6,2%
	EBIT	n.a.	16,5	66,2	51,9	14,0	23,8		125,0	76,9	43,1	177,4	118,0		1,0	
	Cto. EBIT	n.a.	39,0%	-22,6%	73,3%	4,8%	24,2%		23,7%	-28,4%	-13,6%	18,5%	-19,2%	-39,6%	-16,5%	-16,9%
	2y TACC (2020e - 2022e)	n.a.	-2,7%	40,7%	n.a.	21,2%	n.a.		19,7%	53,3%	13,1%	12,0%	14,2%	15,3%	21,6%	52,7%
	EBIT/Ingresos	n.a.	9,7%	6,1%	5,8%	7,2%	5,8%		6,9%	4,3%	10,2%	9,2%	11,5%	12,8%	9,6%	2,6%
	Beneficio Neto	n.a.	9,9	41,4	38,0	9,7	15,9		86,9	57,7	28,4	139,7	64,8		0,7	
	Cto. Beneficio Neto	n.a.	22,8%	-30,2%	77,0%	n.a.	38,8%		27,1%	-45,6%	-18,3%	13,4%	-27,2%	-50,4%	-25,6%	-9,6%
	2y TACC (2020e - 2022e)	n.a.	-6,9%	50,8%	n.a.	24,1%	n.a.		22,7%	59,5%	13,0%	13,5%	14,7%	26,4%	25,4%	54,2%
CAPEX/Ventas	n.a.	4,3%	7,2%	n.a.	1,7%	n.a.		4,4%	4,9%	4,5%	1,4%	6,7%	3,7%	4,2%	-4,3%	
Free Cash Flow	n.a.	17,9	(42,1)	n.a.	13,2	n.a.		204,4	45,3	n.a.	114,1	143,0		3,2		
Deuda financiera Neta	n.a.	55,9	311,4	244,1	(7,9)	165,0		225,1	144,6	171,4	(86,4)	487,4		12,4		
DN/EBITDA (x)	n.a.	2,3	2,7	2,3	(0,4)	4,0		2,2	0,9	1,5	2,8	(0,3)	2,6	1,5	4,2	
Pay-out	n.a.	0,0%	33,3%	25,3%	27,7%	45,9%		26,5%	33,4%	45,8%	29,3%	39,7%	43,9%	38,4%	0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	22,3	n.a.	22,6	15,9	21,9	14,6		19,5	48,5	24,7	24,7	28,1	29,9	31,2	21,9
	P/BV (x)	2,2	n.a.	1,5	2,3	n.a.	1,6		1,9	3,3	4,6	3,5	3,2	1,9	3,3	1,2
	EV/Ingresos (x)	1,7	0,8	1,2	1,1	1,3	0,9		1,2	1,6	1,9	1,9	2,6	2,7	2,1	0,7
	EV/EBITDA (x)	n.a.	5,8	11,0	9,0	14,2	8,8		9,8	18,7	15,1	14,6	14,7	13,8	15,4	10,0
	EV/EBIT (x)	n.a.	8,6	19,4	18,7	18,0	15,2		16,0	36,9	18,7	20,6	22,3	21,5	24,0	29,2
	ROE	n.a.	10,1	8,0	n.a.	5,9	n.a.		8,0	6,6	19,8	15,1	12,3	6,4	12,0	5,7
	FCF Yield (%)	n.a.	25,2	n.a.	n.a.	6,0	n.a.		15,6	4,9	3,6	n.a.	2,9	7,1	4,6	22,8
	DPA	n.a.	0,00	0,16	0,35	0,02	0,27		0,16	7,09	2,88	0,22	1,48	0,56	2,45	0,00
	Dvd Yield	n.a.	0,0%	1,6%	2,4%	0,0%	2,7%		1,4%	0,7%	1,5%	1,2%	1,4%	1,4%	1,2%	0,0%

Nota 1: Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Refinitiv). 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 ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	3,8	0,4	1,1	28,5			
Market Cap	16,1	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	12,9	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 9m 2020)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	1,6%	Coste de la deuda neta			1,3%	1,8%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	1,3%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			1,1%	1,5%	
Risk free rate (rf)	0,1%	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)	1,1	B (Refinitiv y Lighthouse)			1,0	1,2	
Coste del Equity	10,0%	Ke = Rf + (R * B)			8,6%	11,5%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	55,5%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	44,5%	D			=	=	
WACC	6,1%	WACC = Kd * D + Ke * E			5,2%	7,0%	
G "Razonable"	2,0%				2,0%	1,5%	

(1) El valor perpetuo refleja el VAN del FCF a partir del último año estimado con el WACC y G del escenario base.

Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker Reuters	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
RAWLPLUG SA	RWLP.WA	71,0	n.a.	n.a.	5,8	-0,9%	0,8	5,2%	14,2%	25,2%	-29,0%
NORMA GROUP SE	NOEJ.DE	1.305,1	22,3	n.a.	n.a.	n.a.	1,7	3,5%	n.a.	n.a.	n.a.
GRANGES AB	GRANG.ST	1.050,6	22,6	42,9%	11,0	29,5%	1,2	26,2%	10,7%	n.a.	91,4%
MOMENTUM GROUP AB	MMGRb.ST	710,3	15,9	n.a.	9,0	n.a.	1,1	n.a.	12,1%	n.a.	n.a.
CHRISTIAN BERNER TECH TRADE AB	CBTtb.ST	47,6	18,7	21,4%	9,7	10,3%	0,9	5,5%	8,9%	n.a.	n.a.
TRIFAST PLC	TRFT.L	219,0	21,9	21,7%	14,2	15,3%	1,3	8,4%	9,2%	6,0%	-9,3%
ILLINOIS TOOL WORKS INC	ITW	51.064,6	30,6	14,9%	21,0	12,0%	5,4	7,8%	26,0%	3,7%	5,5%
Actores con amplia gama de productos			22,0	25,2%	11,8	13,2%	1,8	9,4%	13,5%	11,7%	14,7%
BARNES GROUP INC	B	2.009,6	29,9	22,2%	13,8	12,9%	2,7	6,8%	19,9%	7,1%	-9,8%
BUFAB AB	BUFAB.ST	719,1	24,7	13,6%	14,6	8,2%	1,9	5,6%	13,0%	n.a.	n.a.
SFS GROUP AG	SFSNCHF.xbo	3.936,9	28,1	14,7%	14,7	10,3%	2,6	5,9%	17,4%	2,9%	17,3%
GEORG FISCHER AG	FIN.S	4.206,0	48,5	61,7%	18,7	30,8%	1,6	9,1%	8,5%	4,9%	2,7%
BERGMAN & BEVING AB	BERGb.ST	264,6	14,6	n.a.	8,8	n.a.	0,9	n.a.	10,1%	n.a.	n.a.
BOSSARD HOLDING AG	BOS.S	1.257,5	24,7	12,7%	15,1	12,0%	1,9	7,5%	12,7%	3,6%	9,4%
Actores especializados en alta tecnología			28,4	25,0%	14,3	14,8%	1,9	7,0%	13,6%	4,6%	4,9%
DESA	DESA.MC	16,1	21,9	54,2%	10,0	21,6%	0,7	5,0%	6,2%	22,8%	-43,9%

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	8,5%	3,5	8,4x
Central	7,7%	3,2	9,3x
Min	6,9%	2,9	10,4x

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	1,3%	1,5%		1,7%	Max	Central
3,5	0,7	0,6	0,6	Max	4,5%	4,0%	3,5%
3,2	0,4	0,3	0,2	Central	2,4%	1,9%	1,4%
2,9	0,1	(0,0)	(0,1)	Min	0,4%	n.a.	n.a.

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 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 IFAF Servicios de Análisis S.L.U. El Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) y/o su filial IFAF 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. IFAF Servicios de Análisis tiene como objetivo la publicación de (al menos) un informe o nota trimestral de actualización de la compañía analizada.

Estados Unidos. IFAF 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 notas e informes

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
28-Ene-2021	n.a.	9,00	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones	Ana Isabel González García, CIA
30-Oct-2020	n.a.	9,00	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2020	Ana Isabel González García, CIA
29-Sep-2020	n.a.	9,00	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2020	Ana Isabel González García, CIA
02-Jul-2020	n.a.	10,00	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones	Ana Isabel González García, CIA
02-Mar-2020	n.a.	10,00	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2019	Ana Isabel González García, CIA
23-Dic-2019	n.a.	8,45	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	Ana Isabel González García, CIA

