

RENTA VARIABLE - ESPAÑA

Sector: Industrial - Máquina Herramienta

Fecha del informe: 17 ene 2019

Hora distribución: 16:10

Inicio de Cobertura

Precio de Cierre: EUR 3.59 (16 ene 2019)

Nicolas Correa (NEA) es un grupo industrial español (Burgos), dedicado al diseño y fabricación de máquina-herramienta de arranque, y especializado en fresadoras para la industria de mecánica general (sectores aeronáutico, autos, etc). Actualmente las ventas en España suponen el 10% del total (2018e). En el 90% de exportaciones destacan Europa (40%) y China (24%).

David López Sánchez – +34 91 590 42 26
david.lopez@lighthouse-ief.com

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	44.2	50.4
EV (Mn EUR y USD)	52.7	60.0
Número de Acciones (Mn)	12.3	
-12m (Máx/Med/Mín EUR)	4.37 / 3.71 / 3.00	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0.1	
Rotación ⁽¹⁾	79.9	
Thomson Reuters / Bloomberg	NEA.MC / NEA SM	

Estructura Accionarial (%)

Familia Nicolás-Correa	31.6
Desmasa	3.3
Consejo (Excl. Nicolás-Correa)	1.6
Free Float	63.5

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2017	2018e	2019e	2020e
Total Ingresos	59.2	65.4	68.0	69.4
EBITDA Rec.	6.4	7.0	7.1	7.1
% Var.	15.8	9.5	1.4	-0.5
% EBITDA Rec./Ing.	10.9	10.8	10.5	10.2
% Var EBITDA sector ⁽²⁾	13.0	6.4	11.2	8.5
Beneficio neto	2.2	4.7	4.7	4.8
BPA (EUR)	0.18	0.38	0.39	0.39
% Var.	-45.6	n.a.	0.6	0.9
BPA Ord (EUR)	0.36	0.36	0.39	0.39
% Var.	59.6	0.3	6.0	0.9
Free Cash Flow ⁽³⁾	5.8	1.8	3.6	4.1
Pay-out (%)	0.0	40.0	45.0	50.0
DPA (EUR)	0.00	0.15	0.17	0.19
Deuda financiera neta	8.1	4.4	-2.4	-5.4
DN / EBITDA Rec.(x)	1.3	0.6	-0.3	-0.8
ROE (%)	5.8	11.3	10.4	9.9
ROCE (%)	6.1	10.1	10.8	10.7

Ratios y Múltiplos (x)

PER	19.8	9.4	9.3	9.2
PER Ordinario	9.9	9.9	9.3	9.2
P/BV	1.1	1.0	0.9	0.9
Dividend Yield (%)	0.0	4.3	4.8	5.4
EV/Ventas	0.89	0.81	0.77	0.76
EV/EBITDA Rec.	8.2	7.5	7.4	7.4
FCF Rec. Yield (%) ⁽³⁾	13.2	4.0	8.2	9.4

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

- (1) Volumen total intermediado en el valor (Mn EUR) -12m vs Mkt Cap. Representa el % de la capitalización que ha sido negociado -12m.
 (2) EBITDA (consenso) para el sector de referencia del valor (Thomson Reuters Europe Industrial Machinery and Equipment).
 (3) Calculado sobre FCF recurrente. Ver anexo 2.
 (4) vs Thomson Reuters Europe Industrial Machinery and Equipment.

Con los “deberes” hechos

UNA REESTRUCTURACIÓN PLENA Y FINALIZADA: Tras la grave crisis vivida por NEA en el período 2009-2012, la cía acometió un duro proceso de ajuste y contención de gastos que culminó en 2017 con el cierre de la planta de Itziar (Guipúzcoa, España). Resaltamos tres factores, fruto de la reestructuración, que facilitarán que NEA siga siendo rentable incluso en un entorno cíclico desfavorable: (i) la reducción y flexibilización de la plantilla, (ii) el foco en clientes más rentables, y (iii) una estructura de capital saneada y desapalancada.

LA DESACELERACIÓN ES INEVITABLE. El PIB se ralentiza (ya) en todos los mercados. Con especial claridad en aquellos a los que NEA es más sensible (Europa y China: 75% de su facturación). Tras el salto en ventas de 2018e (+10,4%) esperamos un “frenazo” en 2019 (+4,0%) y 2020 (+2,0%). 2019 se beneficia de la inercia de una cartera de pedidos en máximos a día de hoy (cerca a 0,8 s/Vtas).

RESILIENCIA EN MÁRGENES: Resultado de la reestructuración y reducción de tamaño (activos, plantilla). Pese a la desaceleración esperamos que el margen EBITDA/Ventas se sitúe por encima del 10% (2019-2020). Lo que supondría volver al nivel de márgenes del sector La vuelta del CAPEX a niveles del 2% s/Vtas (2019e) permite consolidar un FCF recurrente de c. EUR 4,0 Mn en la fase media del ciclo.

EN POSICIÓN DE CAJA NETA: Bajo apalancamiento financiero desde la finalización de la reestructuración (DN/EBITDA 2018e, 0,6x). Lo que abre la opción de i) crecimiento no orgánico (aprovechando la caída del ciclo); y ii) vuelta al pago de dividendos. NEA volvería a disponer de Caja Neta en 2019e. Aun asumiendo un Pay Out (estimado) del 40% en 2018e.

FCF YIELD, 10%: El sostenimiento del FCF (2019 y 2020) en niveles de EUR 4,0 Mn tiene un efecto inmediato en las expectativas de FCF yield, que alcanza el 9,4% sobre resultados 2020 (vs 7,3% del sector). Aun en escenarios (no esperados hoy) de fuertes caídas de ingresos en 2019 (-10%) estimamos FCF positivo.

Comportamiento relativo -5y (base 100)



Comportamiento en bolsa (%)

	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	8.1	9.8	0.3	10.5	175.1	152.8
vs Ibex 35	7.8	11.8	18.4	5.8	163.7	196.6
vs Ibex Small Cap Index	4.9	12.4	8.5	4.1	77.7	108.2
vs Eurostoxx 50	8.7	16.2	18.0	7.7	163.9	158.8
vs Índice del sector ⁽⁴⁾	2.0	17.4	27.8	3.6	108.3	119.9

Otra vez rentable (¿para siempre...?)

NEA ha consumado su reestructuración y vuelta a la rentabilidad. Es por tanto una gran historia de éxito. Los números explican con sencillez lo ocurrido. Y plantean a su vez dos preguntas esenciales. ¿Qué esperamos de NEA en 2019-2020? ¿Cómo se comportaría la compañía en un contexto cíclico aún más adverso que el esperado?

A) 2013 – 2018: Reestructuración y consolidación

Ingresos y EBITDA, +3,2% y +39,0% (TACC 2013 – 2018e) con un incremento del margen EBITDA de +8,3p.p.

2008 marca el pico del ciclo previo. NEA alcanza EUR 116Mn de facturación, obtiene un margen del 5,5% y “hunde” el FCF hasta los EUR -6,5Mn. Todo ello consecuencia de una estrategia dirigida exclusivamente a la ganancia de tamaño.

El primer año de la “crisis del crédito” (2009) la compañía reduce su facturación a la mitad (!), pierde en EBITDA (EUR -2,5Mn) y lleva el FCF al mínimo nivel de la serie histórica (EUR -8,5Mn). El período 2009-2013 refleja la interacción de dos factores: el ciclo (en contra) y la rentabilidad operativa negativa (consecuencia del modelo de negocio escogido).

Estructura financiera sólida: Reducción de la DN de un 80% entre 2013-2018e

La consecuencia es un crecimiento exponencial de la deuda. El año 2013 marca el punto de inflexión: DN de EUR 20,7 Mn con EBITDA de EUR 1,4 Mn. En ese momento se inicia un proceso de reestructuración que ocupa el período 2013-2018 y que pivota sobre 3 pilares:

1. **Despreocupación por crecer en ingresos:** TACC Ventas (2013-2018e): +3,2%: El foco pasa a estar en la rentabilidad del cliente.
2. **Racionalización de estructura:** desinversión en la planta de Itziar (vendida por EUR 5,0Mn en diciembre de 2018), reducción de plantilla (23,6% entre 2013 y 2017)
3. **Foco en el margen:** que salta del 2,4% (2013) al 10,8% (2018e).

La reestructuración ha implicado reducir estructura para devolver el **margen al nivel del sector**

Desde 2013 el ciclo juega a favor. Y los objetivos de rentabilidad y reducción de deuda se alcanzan plenamente en 2018e. En este nuevo punto de partida (2019) NEA no tiene un problema de deuda (DN/EBITDA 0,6x) y ha consolidado un potencial de generar EUR 4-5Mn de FCF Rec. en el punto medio del ciclo.

B) 2019 – 2020: Mejor preparada para la previsible desaceleración

Ingresos y EBITDA, +3,0% y +0,5% (TACC 2018e – 2020e) con una reducción del margen EBITDA de -0,5p.p.

El escenario central es de desaceleración en todos los mercados. En el caso de NEA, afectada tanto en Europa (60% s/Vtas en 2018e) como en Emergentes (China, 24% s/Vtas). En ese contexto, esperamos que la cía se desacelere con fuerza en 2019 (Cto. Vtas, +4,0% vs +10,4% en 2018). Y aún más en 2020 (+2,0%). La exposición al mercado español es menor (10% s/Vtas) y no supone ninguna ventaja. Pero sí la fortaleza de la cartera de pedidos actual (c. EUR 50Mn en 3T18; duplicando la de 2017). Lo que debiera permitir crecer por encima PIB en 2019. Y en 2020, limitarse a repetir la inflación.

Lo interesante son los resultados a esperar tras la reestructuración, y pese a que el ciclo juegue en contra. Nuestra opinión para los años 2019 y 2020 se sintetiza en tres puntos:

1. **EBITDA/Vtas > 10%**
2. **FCF recurrente, EUR 4,0 Mn**
3. **Posición de Caja Neta**

Lo que hoy se refleja en un FCF yield del 8,2% (2019) y 9,4% (2020). Y ello pese a que la reestructuración ya ha tenido reflejo en la cotización (+150%, -5y).

La vuelta a posiciones de Caja Neta abre la opción estratégica de aprovechar la caída del ciclo para crecer no orgánicamente, así como la posibilidad de volver al pago de dividendo. Lo que explicita que la estructura (financiera, operativa) con que se afronta la desaceleración es óptima.

C) 2019 – 2020: ¿Qué pasaría si...?

Resiliencia: solo estimamos FCF<0 en caídas de ingresos superiores al 10%

La idea básica es la de una compañía con cierta resiliencia. Pero no la de una compañía acíclica. Ni la de un ciclo favorable. La ciclicidad del sector “máquina-herramienta” es inherente. Y el ciclo, salvo sorpresa, se desacelerará. La última pregunta a contestar es lo esperable en un contexto aun peor.

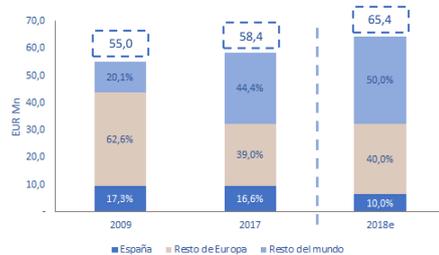
En el caso de una caída de ingresos del 5% en 2019, estimamos márgenes del 8%. Y FCF por encima de los EUR 2,0Mn. Que implica un FCF yield del 5%. Quizá este sea el aspecto de más interés a la hora de valorar el resultado de todo el esfuerzo por reestructurar la compañía. Y su impacto en la cotización.

Una caída de ingresos del 10% dejaría el FCF en EUR 1,0Mn. Afianzando el argumento de que el riesgo cíclico se ha reducido sustancialmente en NEA gracias a su reestructuración. Pero, obviamente, no ha desaparecido...

Descripción del negocio

Una “historia de recuperación”

Gráfico 1. Evolución del mix de ingresos

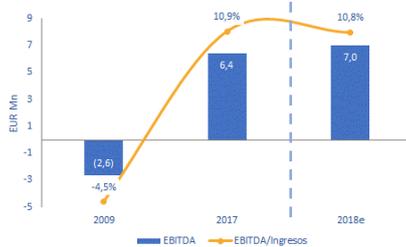


Nicolas Correa (NEA) es un pequeño grupo industrial español (Market cap < EUR 45Mn) dedicado al diseño y fabricación de máquina herramienta para el sector industrial en general, con especialidad en fresadoras y centros de mecanizado. Nicolas Correa mantiene una posición de liderazgo en soluciones de fresado en Europa.

Operador global con importante exposición a emergentes

Los productos fabricados por NEA se destinan principalmente a la industria de mecánica general (con alta dependencia de las industrias aeroespacial y de automoción). En la actualidad, cerca del 90% de los ingresos corresponden a exportaciones, siendo Europa y China sus principales mercados (60,0% y 24,0% s/ingresos respectivamente en 2018e).

Gráfico 2. Evolución del EBITDA Rec. y margen



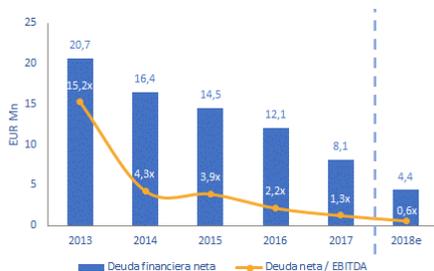
Actualmente, NEA sigue apostando por mejorar su posición en China (principal mercado de máquina-herramienta) e India (3,7% s/ingresos 2017), así como incrementar significativamente su cuota en Alemania (12,0% s/ingresos 2017). En los próximos ejercicios esperamos que las exportaciones mantengan un peso estable del 90% s/Ingresos.

Hasta el ejercicio 2017 el Grupo desarrollaba su actividad a través de dos plantas de producción, localizadas en Burgos e Itziar (Guipúzcoa, España), tomando la decisión de cerrar ésta última durante el primer trimestre de 2017.

Finalización del proceso de ajuste

Tras un período de fuerte crecimiento que finalizó en el ejercicio 2008, alcanzando un volumen de ingresos de EUR 116,0Mn y un EBITDA de EUR 6,4Mn (Ingresos +16% TACC entre 2002-2008), NEA sufrió un brusco cambio de ciclo en 2009, con una reducción significativa de ingresos (> 50%) y un EBITDA negativo de EUR -2,6Mn.

Gráfico 3. Evolución de la DN/EBITDA Rec.



Durante el período 2013 – 2017 NEA concentra sus esfuerzos en (i) mantener unas políticas de contención de gastos enfocadas a incrementar la rentabilidad y en (ii) disminuir su deuda. Así, el Grupo industrial que encontramos a cierre de 2017 es sustancialmente distinto del que dejó el brusco cambio de ciclo producido por la crisis económica de 2009:

- EBITDA positivo de EUR 6,4Mn en 2017** vs EBITDA negativo de EUR -2,6Mn en 2009 con una cifra de ingresos similar.
- Estructura productiva simplificada:** En 2017 NEA cierra la planta de Itziar (cerca de 50 empleados), concentrando su actividad en Burgos, con el objetivo de incrementar la eficiencia del negocio a través del aprovechamiento de economías de escala. A pesar del cierre de la planta de Itziar, durante 2017 el Grupo ha generado unos ingresos totales de EUR 59,2Mn (EUR 60,5Mn en 2016). En diciembre de 2018 se produce la venta del terreno e instalaciones donde se encontraba localizada la planta por EUR 5,0Mn (valor neto contable de EUR 4,7Mn).
- Deuda neta reducida vs elevado apalancamiento:** La generación de caja de los últimos cinco años han permitido que se produzca una reducción significativa de la deuda neta (reducción de EUR 17,3Mn entre el período 2013-2018e), pudiendo alcanzar niveles de caja neta a partir del ejercicio 2019e.
- Cartera de pedidos elevada:** EUR 46,7Mn al cierre del 3T de 2018 (EUR 26,4Mn durante el mismo período del ejercicio anterior, aumento del 77%) lo que permite seguir cierto optimismo en cuanto al volumen de ingresos para el ejercicio 2019e.

Gráfico 4. Evolución de la cartera de pedidos



Gráfico 5. Evolución del precio de la acción

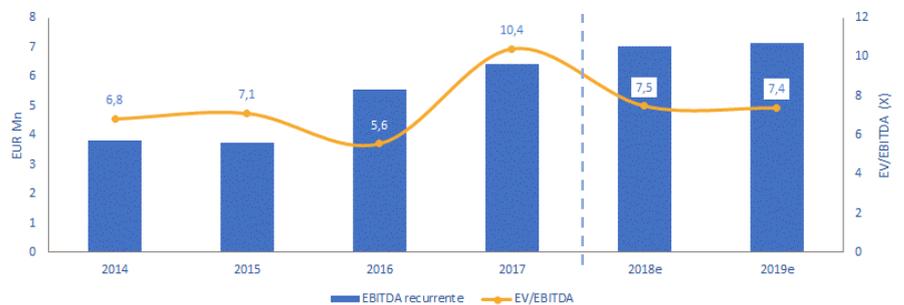


Reestructuración “ya cotizada” (al menos en parte)

El cambio de perfil de la Compañía tras la reestructuración llevada a cabo durante los últimos años (enfoque hacia clientes más rentables, contención de gastos y concentración de la actividad), junto con la recuperación del ciclo de máquina-herramienta, se ha visto reflejado, “al menos en parte”, en el precio de la acción: durante el período 2013-2018 la acción se ha revalorizado un +150%, acompañando la mejora en EBITDA (alcanzando los EUR 7,0 Mn 2018e vs EUR 1,4Mn 2013) y la reducción de deuda del 80%.

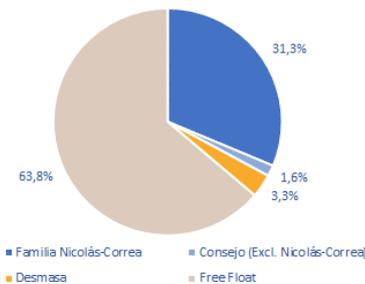
El proceso de racionalización del negocio comienza en 2013 y puede considerarse concluido en 2018. La acción cotiza esa recuperación, al menos parcialmente, en 2016-2017. Cuando el EBITDA se consolida por encima de los 5 Mn EUR y la deuda deja de ser un problema. Los múltiplos están hoy al nivel de 2014-2015. El EV/EBITDA, un 15% por debajo del sector Máquina-Herramienta cotizado en Europa.

Gráfico 6. Evolución del EBITDA Rec. y del EV/EBITDA⁽¹⁾



(1): Calculado sobre el EBITDA Total (y no sobre el recurrente).

Gráfico 7. Composición del accionariado

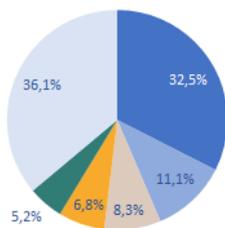


Base estable de accionistas a largo plazo

La familia fundadora Nicolás-Correa posee al menos un 32% del capital, con tres puestos (de siete) en el consejo y mantiene la dirección de la compañía. Con aparente vocación de permanencia, lo que asegura una plena alineación de intereses con los minoritarios.

El ciclo visto desde el “núcleo” del sector industrial: la “máquina-herramienta”

Gráfico 8. Distribución de los principales consumidores de máquina-herramienta



■ China ■ USA ■ Alemania ■ Japón ■ Italia ■ Otros

Nota: Excluyendo recambios y accesorios

Fuente: VDW (German Machine Tool Builders' Association)

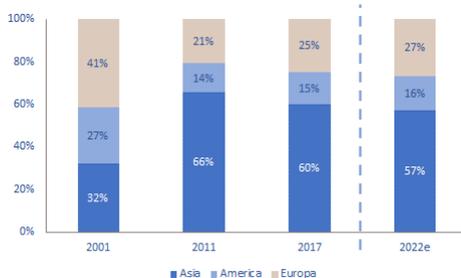
NEA diseña y fabrica fresadoras industriales (máquina-herramienta) destinadas principalmente a realizar trabajos mecanizados por arranque en la industria de mecánica general. La automatización de procesos, la fabricación aditiva (impresión 3D) y el aumento de vehículos eléctricos (con un menor componente de piezas mecanizadas) son las principales tendencias que están modificando las dimensiones de la industria de la máquina-herramienta.

Máquina-herramienta: Inevitablemente cíclica

Auge y recesión. La industria de máquina-herramienta se encuentra en el “núcleo” de la producción industrial, lo que necesariamente la caracteriza por un elevado componente cíclico; siendo las decisiones de inversión en maquinaria industrial unas de las primeras en posponerse durante una recesión.

Encontramos un período de boom entre los años 2003 y 2008 (11,3% TACC) para después corregir más de un 30% durante la crisis iniciada en 2009 (año en el que los ingresos de NEA se vieron reducidos cerca de un 50%). Después de un segundo boom entre 2010 y 2012 el consumo de máquina-herramienta mundial parece crecer de forma moderada hasta 2017 (crecimiento del 4,1% TACC entre 2013-2017).

Gráfico 9. Evolución de la distribución global del consumo de máquina-herramienta



Fuente: 2001 y 2011 CECIMO. 2017 y 2022 Oxford Economics

Gráfico 10. Evolución de la producción mundial de máquina-herramienta

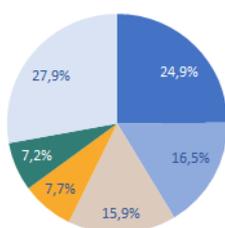


Nota: Excluyendo recambios y accesorios; 2017 corresponde a datos preliminares.

Fuente: VDW (German Machine Tool Builders' Association)

Según Gardner Research, aunque durante el boom del período 2003-2008, tanto Asia como Europa contribuyeron de forma significativa al incremento del consumo mundial de máquina-herramienta, el crecimiento del consumo del período 2010-2012 se explica principalmente por el incremento de la demanda de Asia (siendo China el principal “motor” del crecimiento mundial). Durante 2017 China se mantiene como principal consumidor y productor de la industria de máquina-herramienta con un 32,5% y 24,9% respectivamente (23,7% del volumen de ingresos de NEA en 2017).

Gráfico 11. Distribución global de la producción de máquina-herramienta



■ China ■ Alemania ■ Japón ■ Italia ■ USA ■ Otros

Nota: Excluyendo recambios y accesorios

Fuente: VDW

2019e: El crecimiento industrial se “enfria” en medio de las tensiones comerciales

Durante 2017 la producción de máquina-herramienta mundial se vio impulsada un 7,0% (9,0% en USD), alcanzando un volumen de EUR 71,7Bn (VDW, German Machine Tool Builders' Association).

Concretamente, la producción de máquina-herramienta fabricada en Europa se incrementó un 8,0% en 2017, liderada principalmente por el consumo de China. Además, aunque China incrementó su capacidad de producción, también incrementó sus importaciones (principalmente de maquinaria fabricada en Europa, de mayor valor añadido y calidad) de forma significativa (+14% en 2017).

Para 2018e, Oxford Economics espera un incremento del consumo de máquina-herramienta del 8,5%, desacelerándose en 2019e (+3,6%), debido principalmente a (i) las tensiones comerciales, (ii) una ligera “frenada” en el crecimiento de la industria China (PIB 2019e +6,3% vs +6,6% 2018e y en riesgo de revisión a la baja), y (iii) la propia desaceleración cíclica global (PIB global 2018e 3,7%: 0,2p.p. inferior que el proyectado en abril, con riesgo de más revisiones a la baja en 2019).

Gráfico 12. Evolución de ventas NEA vs subsector de “fresadoras”

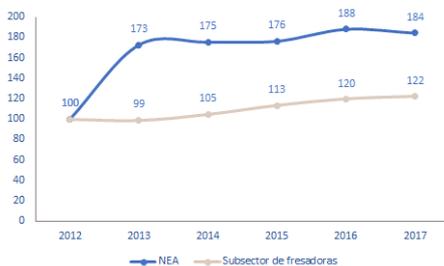


Gráfico 13. Evolución del margen EBITDA NEA vs subsector de “fresadoras”

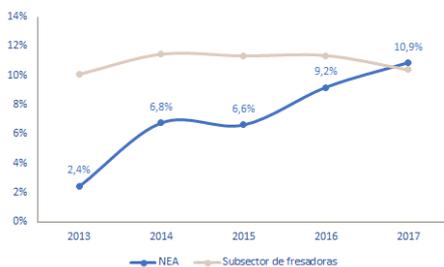
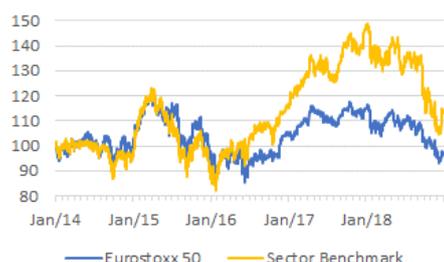


Gráfico 15. Sector Benchmark⁽¹⁾ vs Eurostoxx 50 (5y)



(1) vs Thomson Reuters Europe Industrial Machinery and Equipment.

Por regiones, Oxford Economics espera que Europa crezca a un mayor ritmo en 2019e (crecimiento del 4,7%), seguida de América y en último lugar Asia.

Europa: Industria de máquina-herramienta caracterizada por empresas familiares

Los fabricantes europeos de Máquina-Herramienta mantienen una posición de c.46% del mercado, siendo la principal región exportadora de este tipo de maquinaria (CECIMO: Asociación Europea de Máquina-Herramienta). Dentro de Europa destaca la posición de Alemania e Italia (16,5% y 7,7% de la producción total). España se mantiene dentro del top10 de productores mundiales (cerca de 1,5% de la producción mundial).

Según CECIMO, cerca del 80% de los fabricantes de máquina-herramienta en Europa son pequeñas y medianas empresas (<100 empleados), en su mayoría de carácter familiar.

Además, a diferencia de los fabricantes asiáticos (enfocados a una producción de mayor volumen), los fabricantes europeos están orientados hacia una producción de mayor valor añadido (maquinaria menos estandarizada: adaptada a las necesidades de cada cliente).

Gráfico 14. NEA vs principales competidores cotizados en Europa (subsector de fresadoras)

Compañía	Mkt. Cap	EV	Country	Ingresos. 12-17 TACC	EBITDA/Vtas 2017	DN/EBITDA 2017 (x)	PER (x)
DMG Mori AG	3.456,0	3.243,0	Germany	2,9%	10,6%	(1,6)	29,8
Georg Fischer AG	3.051,0	3.523,0	Switzerland	2,9%	11,8%	0,5	13,9
Maschinenfabrik Berthold Hermle	316,0	177,0	Germany	5,8%	25,4%	(1,3)	4,5
Diskus Werke AG	160,0	255,0	Germany	8,3%	10,6%	2,2	22,1
Starrag Group Holding AG	134,0	159,0	Switzerland	1,8%	6,4%	0,8	13,0
Datron AG	48,0	41,0	Germany	8,8%	11,0%	(0,9)	13,3
Fidia SpA	20,0	40,0	Italy	-0,4%	-3,1%	n.a.	n.a.
Fabryka Obrabiarek Rafamet SA	10,0	19,0	Poland	0,3%	10,5%	2,3	61,6
Subsector de fresadoras				3,8%	10,4%	0,3	16,1
Nicolas Correa SA	44,2	52,7	Spain	12,5%	10,9%	1,3	9,7
Máquina-herramienta				1,6%	13,2%	0,5	16,7

*El ratio P/E medio para el subsegmento de fresadoras excluye a Fabryka Obrablarek Rafamet por no ser representativa.

** El ratio P/E de Nicolás Correa hace referencia al ratio P/E ordinario, excluyendo los gastos extraordinarios de EUR 2,1Mn durante 2017.

De las Compañías que fabrican fresadoras en Europa, los comparables más estrictos serían Maschinenfabrik Berthold Hermle, Starrag Group y Fidia. Dentro de España, los principales competidores de NEA son compañías familiares de capital privado (como Fagor Arrasate, Soraluze, Zayer o MTE, entre otros) con un margen s/EBITDA medio cercano al 10,0% durante 2017 (vs margen EBITDA de 10,9% de NEA).

Pese a todo, la “salud” de la demanda global (aún) es buena

La industria de máquina-herramienta se encuentra en el “nucleo” de la producción industrial, donde el momentum no es bueno por tres razones: 1) exposición a China en un contexto de evidente desaceleración cíclica y riesgo de cambio de políticas arancelarias que afectaran al subsector de máquina-herramienta (fresadoras); 2) incertidumbre en la industria de automoción por cambios regulatorios; 3) tensiones comerciales entre USA y China. Todo ello ha resultado en una corrección general del mercado (el índice Thomson Reuters Industrial Machinery & Equipment retrocede un 17,7% durante 2018 frente a una corrección del 12,2% del índice Eurostoxx 50). NEA ha corregido cerca de un 18% desde sus máximos alcanzados en junio de 2018.

No obstante, el tipo de producto fabricado por NEA (fresadoras de arranque) es de alto valor añadido (maquinaria adaptada a las necesidades de cada sector y cliente), por lo que puede resultar menos expuesto a subidas arancelarias en China (dado que no tienen productos

sustitutivos para cubrir su elevada demanda ni capacidad tecnológica para promover su reemplazo).

Además, dado que las fresadoras de arranque tienen una menor exposición al sector automoción (donde predomina la máquina-herramienta de tipo deformación) consideramos que el riesgo de pérdida de clientes en el contexto actual es bajo.

En conclusión: a pesar de las incertidumbres que actúan con efecto multiplicador sobre las compañías cíclicas (como NEA), la “salud” de la demanda global aún es buena. Y las condiciones micro-sectoriales de NEA (fresadoras de arranque) implican una cierta protección dentro del mundo de la “máquina-herramienta”.

Aunque a un menor ritmo, las compañías industriales siguen aumentando su capacidad, por lo que en el medio plazo (2019-2020) esperamos que la demanda de máquina-herramienta continúe en una senda de crecimiento moderado.

¿Mantener la rentabilidad en un contexto de desaceleración?

Gráfico 16. Evolución de ingresos (2013 – 2020e)



Gráfico 17. Plan de negocio de la matriz

EUR Mn	2017e	2018e	2019e
Ventas	43,8	48,3	52,7
EBITDA	1,3	4,2	5,4
Beneficio antes de impuestos	0,2	4,0	5,1
Empleados	188	195	197
Cto. Total ingresos	0,0%	10,4%	9,0%
EBITDA rec. / Ingresos	3,0%	8,8%	10,3%

Nota: El plan de negocio publicado por NEA se restringe únicamente a su Sociedad matriz, Nicolás Correa S.A, que en 2017 representó un 74,3% de los ingresos y un 38,2% del EBITDA del Grupo.
En 2017, la Sociedad matriz superó las expectativas marcadas por el plan de negocio en términos de EBITDA y BAI (+26,4 y +140,3%, respectivamente), con una cifra de ingresos similar a la estimada (EUR 43,4Mn).

Gráfico 18. Evolución del EBITDA Rec. y del Margen EBITDA Rec. (2013 – 2020e)

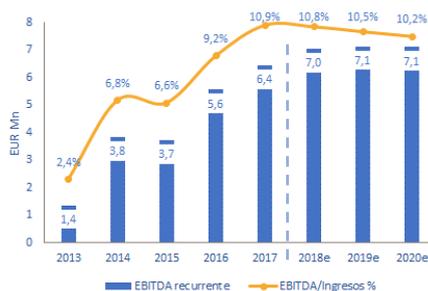
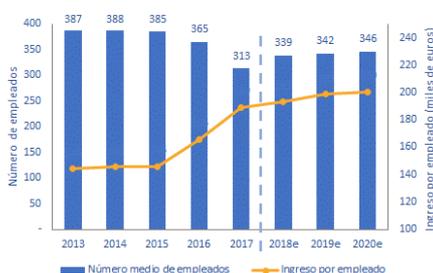


Gráfico 19. Evolución del número de empleados (2013-2020e)



Tras el período de crisis atravesado por NEA (que deja valiosas lecciones para el futuro) y el duro proceso de reestructuración que damos por finalizado con el cierre de la planta de Itziar en 2017 (reducción de un 14% de la plantilla), consideramos que NEA ha alcanzado el nivel de rentabilidad operativa deseado, convirtiéndose en (i) una compañía rentable (margen EBITDA c.10%), con (ii) un nivel de apalancamiento reducido (DN/EBITDA 0,6x en 2018e).

Ahora la pregunta es solo una: En un contexto de evidente desaceleración cíclica ¿lo visto hasta ahora es sostenible? ¿los niveles actuales de rentabilidad podrían mantenerse en un escenario de caída de ingresos? Contestar a esa pregunta exige un análisis sistemático de la cuenta de resultados.

Durante los primeros 9 meses de 2018 se observa una continuidad en el crecimiento iniciado años atrás: (i) incremento de ingresos del 18,5% respecto al mismo período del ejercicio anterior, con (ii) un margen sobre EBITDA del 10,3% (vs 4,8% durante 3T 2017), lo que confirma que las decisiones tomadas durante 2016 y 2017 han sido estratégicamente acertadas (mejora del margen EBITDA de 1,6p.p. entre 2016 y 2018e).

Además, el dato de cartera en máximos de los últimos 5 años (EUR 46,7Mn a 3T18) es una razón fundamental para justificar la capacidad de la compañía de cumplir el plan de negocio presentado para su matriz (2018), aunque en el caso de 2019 los crecimientos inicialmente previstos no parezcan alcanzables (en nuestro caso prevemos ventas creciendo por debajo del 5%, aunque a nivel consolidado, vs el 9% del Plan; Gráfico 17).

Desaceleración en el crecimiento de ingresos (+3,0% TACC 2018-2020e) ...

El crecimiento de ingresos visto durante 2018e gracias a la inercia del ciclo (+10,4%), se normaliza a partir de 2019e (+4,0%) y 2020e (+2,0%), ajustando su comportamiento al crecimiento esperado por la industria de máquina-herramienta (+3,6% en 2019e según Oxford Economics).

Además, a pesar del cierre de la planta de Itziar en 2017, consideramos que NEA aun dispone de capacidad suficiente en la planta de Burgos para continuar incrementando su actividad, sin necesidad de incrementar inversión para asumir el crecimiento.

... con unos márgenes razonables (entre el 10% y 11% s/EBITDA)

Valoramos muy positivamente el “enfoque” hacia la rentabilidad de la compañía (incremento del margen bruto de 6,6 p.p entre 2013 y 2017) frente al crecimiento por volumen de períodos anteriores.

Consideramos que la compañía ha alcanzado una rentabilidad operativa optima (con un margen bruto del 55%). Para 2019e, el contexto macro marcado por (i) una evidente desaceleración cíclica global y (ii) exposición al mercado chino (23,7% s/ingresos), presionará ligeramente sobre los márgenes a la baja: estimamos una reducción del margen bruto de 0,5p.p, manteniéndose estable en 2020e (54,5% s/ingresos).

Por debajo de la línea de margen bruto, no estimamos economías de escala significativas. Hemos estimado que (i) la partida de gastos operativos crecerá en línea con las ventas de la compañía (+3,0% TACC entre 2018e y 2020e), mientras que para los (ii) gastos de personal esperamos que durante los próximos ejercicios el coste por empleado se incremente un 2% anual, asumiendo una plantilla relativamente estable (la reestructuración ya ha sido “completada” y los aumentos de productividad ya fueron reflejados en 2017: reducción de un 11,3% de los gastos de personal). En este contexto, el margen sobre EBITDA se mantiene relativamente estable durante el período 2018e-2020e: 10,8% en 2018e, desacelerándose ligeramente hasta un 10,2% en 2020e (vs 10,1% del subsector de fresadoras en Europa).

Consideramos que para los ejercicios 2018e, 2019e y 2020e NEA generará un EBITDA cercano a los EUR 7,0Mn (superando los EUR 6,4Mn de EBITDA generados en 2008 y obtenidos con una facturación muy superior a la actual: EUR 116Mn; “casi el doble”).

Gráfico 20. Evolución del Beneficio Ord. neto



Beneficio Neto Ordinario (+3,4% TACC 2018-2020e)

Sin impacto significativo por costes financieros (EUR 0,2Mn en 2018e), las principales partidas que encontramos en P/L por debajo de la línea de EBIT corresponden a resultados por puesta en equivalencia e impuestos:

- 1. Tipo impositivo:** Hemos estimado un tipo impositivo del 20% para el período 2018e-2020e, considerando la activación de EUR 0,3Mn/año (de un total aprox. de EUR 14,0Mn de BINS (Bases Imponibles Negativas) generadas en ejercicios anteriores y no activadas. Estimamos que la carga fiscal podría reducirse hasta EUR 1,2Mn/año adicionales en función del mayor o menor uso de dichas BINS.
- 2. Resultados por puesta en equivalencia:** provienen principalmente de la participación en la Sociedad China GNC Kunming (valor neto contable de EUR 2,2Mn, control del 45%). En 2017 los resultados por puesta en equivalencia tuvieron un impacto negativo de EUR 0,3Mn. Trabajamos con la hipótesis de que GNC Kunming alcance su break-even en 2018e.

Como vemos, el “equity story” pivota casi exclusivamente en la capacidad de la compañía de mantener su posición competitiva gracias a la flexibilidad (y experiencia) adquirida tras el período de crisis atravesado durante el último cambio de ciclo. Es decir: de generar beneficios incluso en un contexto de desaceleración del ciclo. Prevemos un crecimiento del 6% en BN Ordinario 2019.

Capital circulante

Durante el período 2013-2017 la compañía ha conseguido reducir 4,0p.p la ratio Working Capital/Ingresos (19,6% en 2017 vs 23,6% durante 2013). A largo plazo trabajamos con la hipótesis de un impacto prácticamente nulo del circulante en términos de FCF.

Gráfico 21. Evolución del CAPEX/Ingresos y DN/EBITDA Rec. (2013-2018e)

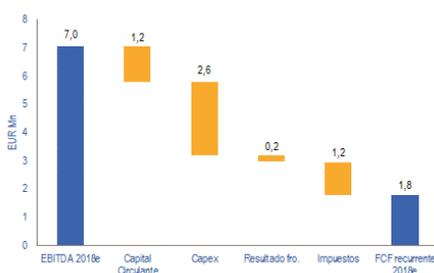


Los niveles de CAPEX continúan siendo inferiores a sus comparables

NEA ha mantenido unos niveles reducidos de CAPEX durante los últimos años (media del 2,0% durante los últimos 5 años vs 4,0% de la industria). Como consecuencia de ello, junto con la concentración de la actividad en una sola planta, estimamos un incremento del CAPEX dirigido principalmente a la renovación de la planta de Burgos hasta los EUR 2,5Mn en 2018e (4% s/ingresos).

Para el período 2019e y 2020e, consideramos que no serán necesarias mayores inversiones en CAPEX, por lo que estimamos un CAPEX de mantenimiento de 1,5Mn (2,1% s/ingresos), manteniendo un nivel de inversiones cercano al visto en 2017.

Gráfico 22. FCF (recurrente) 2018e



¿Cuánto Free Cash Flow genera NEA?

Durante el período 2013-2017 se produce una mejora del FCF recurrente generado por NEA de EUR 6,1Mn (pasando de uno negativo de EUR -0,3Mn a EUR 5,8Mn en 2017), siendo la mejora de rentabilidad de la compañía el principal driver de generación de caja, pasando de un margen bruto del 48,5% en 2013 al 55,1% en 2017 (con un impacto positivo en el FCF de EUR 4,9Mn).

Para 2018e estimamos un FCF recurrente de EUR 1,8Mn vs EUR 5,8Mn en 2017. La reducción de EUR 4,1Mn en el FCF recurrente 2018e se explica principalmente por (i) un impacto negativo del capital circulante de EUR 2,0Mn (debido al crecimiento de ingresos de 2018e vs 2017), (ii) un incremento del CAPEX de EUR 1,6Mn y (iii) un incremento del gasto por impuesto de EUR 1,2Mn. Por debajo de la línea del FCF recurrente hemos considerado la compensación de impuestos diferidos por importe de EUR 1,0Mn/año (compensación máxima anual; de un total de EUR 9,6Mn a cierre de 2017), lo que le otorga una condición tributaria muy favorable. Como consecuencia de ello, el impacto neto en el free cash flow del gasto por impuesto seguirá siendo reducido (en torno a los 0,2Mn al año).

Además, durante 2018e se produce una entrada de caja extraordinaria de EUR 1,0Mn (EUR 4,0Mn en 2019), por la venta de las instalaciones que mantenía la Compañía en Itziar y que han sido vendidas en diciembre de 2018 por EUR 5,0Mn (generando unos ingresos extraordinarios de EUR 0,3Mn).

En un contexto como el actual, en el que la Compañía ha alcanzado una estructura operativa rentable, consideramos que NEA generará un Free Cash Flow recurrente de entre 3,6Mn en 2019e hasta EUR 4,1Mn en 2020e (FCF Rec. yield del 8,2% y 9,4%, respectivamente vs una media del 7,3% del sector de máquina-herramienta).

Gráfico 23. Remuneración al accionista

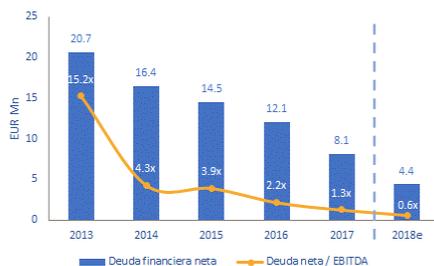


2018e: Posibilidad de vuelta al dividendo

En 2008 (previo al cambio de ciclo de 2009) NEA repartió un dividendo de EUR 0,05/acción con cargo a los resultados del ejercicio 2007 (Payout 14,6%, yield 1,5%).

Dada la generación de caja esperada para los ejercicios 2018e y posteriores (con posibilidad de cerrar 2019e con caja neta), consideramos posible que NEA vuelva a repartir un dividendo de EUR 0,15/acción durante 2018e (payout 40%, ligeramente por encima de la industria 35,0%; yield 4,3%, alcanzando un yield de 5,4% en 2020e). Nuestro modelo asume un pay-out moderadamente creciente en los próximos 3 años, hasta alcanzar un 50% en 2020e. Y compatible con una estructura de capital hipersaneada. Lo que concede cierta capacidad de crecimiento (no orgánico) en el medio y largo plazo.

Gráfico 24. Evolución de la DN/EBITDA Rec.



Reducción de deuda y solidez financiera

Desde que la deuda neta del Grupo alcanzara su máximo en 2012 (EUR 21,3Mn con EBITDA negativo de EUR - 3,8Mn), NEA ha estado utilizando la caja generada para disminuir su apalancamiento, con una reducción de la posición de deuda neta del 80,0% entre 2013 y 2018e (DN/EBITDA Rec. de 0,6x en 2018e, en línea con la industria de máquina-herramienta: 0,5x), pudiendo alcanzar una posición de caja neta de EUR 2,4Mn en 2019e: tras repartir un potencial dividendo (no confirmado; estimado por Lighthouse) con cargo al ejercicio 2018e de EUR 1,9Mn.

En conclusión: la reestructuración, ya finalizada, da a NEA más capacidad de atravesar la fase “mala” del ciclo sin “sufrir”

Barajamos como hipótesis central una desaceleración importante en 2019e y 2020e. Y estimamos que en ese contexto la compañía será capaz de mantener márgenes (EBITDA/Vtas) por encima del 10% y generar un FCF (recurrente) próximo a los EUR 4,0 Mn. Todo ello es el resultado de la reestructuración llevada a cabo los últimos 5 años. ¿Qué ocurriría en un contexto cíclico más negativo (aunque no dramático)? Un escenario que llevara a una caída de ingresos del -5%. En ese caso los niveles de FCF seguirían mostrando “resistencia”. Y el FCF se mantendría por encima de los EUR 2,0 Mn. Y nulo endeudamiento. Lo que no comprometería nuestra hipótesis de reparto de dividendo en 2019e con cargo a los resultados de 2018e.

Gráfico 25. Sensibilidad del EBITDA y FCF recurrente a un contexto cíclico negativo

EUR Mn	Caso Base 2019e	Escenario pesimista 2019e	Esc. Más pesimista 2019e	Pesimista vs Base	Más pesimista vs Base
Cto. Ingresos	4,0%	0,0%	-5,0%		
Ingresos totales	68,0	65,4	62,1	-3,8%	-8,7%
EBITDA	7,1	6,2	5,1	-12,9%	-29,0%
EBITDA rec./Ingresos	10,5%	9,5%	8,1%		
Cto. EBITDA vs 2018e	1,4%	-11,7%	-28,0%		
+/- Var. Capital Circulante	(0,7)	(0,6)	(0,7)		
+/- Capex	(1,5)	(1,5)	(1,5)		
+/- Rdo. Financiero	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
+/- Impuestos	(1,2)	(1,0)	(0,7)		
FCF recurrente	3,6	3,0	2,1	-16,5%	-42,0%
DN / EBITDA	-0,3x	-0,3x	-0,2x		
FCF Rec. Yield %	8,2%	6,9%	4,8%		

Inputs de valoración

Inputs de valoración - Descuento de flujos de caja

Inputs de valoración	2018e	2019e	2020e	Perpetuo			
Free Cash Flow "To the Firm"	4.0	8.8	5.2	75			
Market Cap	44.2	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	8.1	Deuda bancaria neta de Caja (último año cerrado)					
Coste de la deuda	2.4%	Coste de la deuda neta			Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Tasa fiscal efectiva (T) ⁽¹⁾	20.0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la Deuda Neta	1.9%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			1.6%	2.2%	
Risk free rate (rf)	1.4%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	6.0%	R (estimación propia)			5.5%	6.5%	
Beta (B)	1.3	B (Thomson Reuters)			1.2	1.4	
Coste del Equity	9.2%	Ke = Rf + (R * B)			8.0%	10.5%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	84.4%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	15.6%	D			=	=	
WACC	8.0%	WACC = Kd * D + Ke * E			7.0%	9.2%	
G "Razonable"	1.0%				1.5%	0.5%	

Nota 1: En 2020e estamos unos activos por impuesto diferido de EUR 6,6Mn (que podrán utilizarse para reducir el impacto del impuesto en cash flow)

Inputs de valoración - múltiplos

Compañía	Mkt. Cap	PER 2018e	Cto BPA 18 - 20	EV/EBITDA 18	Cto EBITDA 18 - 20	EV/Ventas 18	Cto Ventas 18 - 20	Margen EBITDA 18	FCF yield (%) 18	Cto FCF 18 - 20
Atlas Copco AB	26.291,0	18,0	3,3%	11,2	1,5%	2,9	2,6%	26,2%	5,3	7,7%
Georg Fischer	3.171,1	12,5	2,5%	7,5	1,2%	0,9	-2,3%	11,8%	5,3	23,5%
Danieli	1.204,0	20,3	33,2%	1,4	5,4%	0,1	4,6%	8,6%	(3,3)	n.a.
KlingelInberg	315,0	15,0	15,2%	9,3	14,8%	1,2	8,0%	12,4%	2,7	48,1%
Máquina-herramienta	16,5	13,6%	7,3	5,7%	1,3	3,2%	14,8%	2,5	26,4%	
Fidia	25,6	n.a.	n.a.	26,0	79,0%	0,7	6,3%	2,8%	(2,0)	n.a.
Starrag	140,0	18,8	33,5%	8,6	20,7%	0,5	4,7%	5,7%	3,8	31,6%
Datron AG	50,1	14,2	17,3%	7,2	15,5%	0,8	9,5%	10,9%	3,5	127,3%
Fabricantes de fresadoras	16,5	25,4%	13,9	38,4%	0,7	6,8%	6,5%	1,8	79,5%	
Nicolás Correa	44,3	9,4	3,5%	7,5	0,5%	0,8	3,0%	10,8%	4,0	16,7%

Inputs de valoración - Análisis de sensibilidades (2019e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 19e	EBITDA 19e	EV/EBITDA 19e
Max	11.5%	7.8	6.7x
Central	10.5%	7.1	7.4x
Min	9.5%	6.5	8.2x

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

Free Cash Flow Rec.	Capex/Ventas 19e				Escenario			FCF/Yield 19e		
EBITDA 19e	1.1%	2.1%	3.1%		Max	Central	Min	11.3%	9.8%	8.2%
7.8	5.0	4.3	3.6	➔	8.2%	6.7%	5.2%			
7.1	4.3	3.6	3.0							
6.5	3.6	3.0	2.3							

¿Qué puede salir mal?

Consideramos riesgos aquellos que puedan tener un impacto significativo negativo en nuestras proyecciones, principalmente en el resultado operativo y en el free cash flow:

- 1. Industria cíclica y posible contracción de márgenes.** A pesar de que durante los últimos años NEA ha mantenido el foco en sus clientes más rentables (con un margen bruto cercano al 55% durante los últimos tres años), distinguimos una serie de factores que podrían impactar negativamente en la rentabilidad de la Compañía: (i) ciclicidad de la industria y elevada competencia y (ii) políticas comerciales proteccionistas (Guerra comercial USA-China).

Cualquier contracción que afecte a los principales sectores de destino de la máquina-herramienta (principalmente aeroespacial y automoción) impactará negativamente en la rentabilidad de la Compañía. Una disminución del margen bruto de 5 p.p de NEA, implicaría volver a los niveles vistos al inicio de la última crisis (2011: 50,3%), y reduciría el EBITDA recurrente 2019e c.50% (vs estimación actual), llevando el FCF recurrente a nivel de break-even.

- 2. Exposición al mercado asiático.** NEA mantiene una exposición elevada al mercado chino (23,7% s/ventas 2017; en el subsector de fresado español mantiene una cuota por encima del 85%), donde el crecimiento del PIB se modera y marca el menor crecimiento interanual desde 2009 (PIB 2019e +6,3% vs +6,6% 2018e y en riesgo de revisión a la baja). Cualquier contracción que afecte al mercado chino (desaceleración de la economía, y, muy especialmente, endurecimiento de aranceles al sector máquina-herramienta) impactaría negativamente tanto en el volumen de ingresos como en los márgenes de NEA.
- 3. Incremento de las necesidades de CAPEX.** Dada la situación de crisis vivida por la Compañía durante los últimos años, NEA ha realizado unas inversiones en CAPEX reducidas (2,1% s/ventas de media durante el período 2013-2017 vs 4,0% de la industria). Estimamos un incremento en CAPEX para 2018e (CAPEX s/ventas 2018e del 4,0% vs 1,7% en 2017) con el objetivo de reformar y acondicionar la planta de burgos (EUR 2,6Mn).

Para 2019 y 2020 estimamos un CAPEX s/ventas del 2,1% (+30% vs amortización, pero aun inferior a la media de la industria). Un incremento de 2 p.p de las necesidades de CAPEX estimadas para 2019e produciría un impacto sobre el FCF recurrente de EUR 1,4Mn (impacto del -34,0%).

- 4. Mantenimiento de la cartera de pedidos:** En la fase actual del ciclo en la que se encuentra NEA, consideramos que un riesgo será el de mantener una cartera de pedidos como la actual (EUR 46,7Mn en 3T 2018 vs EUR 26,4Mn durante el mismo período del ejercicio anterior: +76,9%). Consideramos que el nivel actual es elevado (se encuentra en máximos de los últimos cinco años) y que podría reducirse en los próximos meses, más (o más rápidamente) de lo esperado.
- 5. La gestión del capital circulante.** NEA fabrica bajo pedido, con una duración media de fabricación de cada fresadora de unos 6-7 meses, lo que implica que el capital circulante fluctuará en función de la cartera de pedidos y de la capacidad de producción del Grupo, con un gap de EUR 2,1Mn entre el máximo alcanzado en 2013 y el mínimo de 2015 (EUR 13,1Mn y EUR 11,1Mn).
- 6. Vuelta al dividendo.** Dada la generación de caja, así como la solidez financiera de NEA, consideramos posible que la Compañía vuelva a repartir dividendo en 019e (EUR 0,2/acción) con cargo a los resultados de 2018e (payout 40%, yield 4,3%; alcanzando un yield de 5,4% en 2020e). Sin embargo, una reducción del EBITDA recurrente 2019e del 50% implicaría una generación de caja negativa, y eliminaría toda posibilidad de vuelta al pago de dividendos.
- 7. Tecnología.** Un riesgo de más largo plazo derivado de la exposición de la industria a sectores en plena "disrupción" como son autos y aeroespacial, y que, por tanto, podrían afectar a la demanda a corto y medio plazo. Sin embargo, NEA fabrica maquinaria (fresadoras) del tipo "arranque" cuyo destino es el sector de mecánica general (con una menor exposición al sector autos que las fresadoras de "deformación"). En todo caso, el riesgo por cambio tecnológico también afecta a NEA.

Un equipo gestor “atado” al precio de la acción

Gráfico 26. Consejo de administración

Nombre	Categoría	Cargo	% Capital
Nicolás-Correa, Jose Ignacio ¹	Ejecutivo	Presidente	0.00%
Nicolás-Correa, Ana Maria	Otro Externo	Secr. del Consejo	2.45%
Sancor (Nicolás-Correa, Bibiana)	Dominical	Consejero	29.13%
Pinto, Carmen	Ejecutivo	CEO	0.76%
Oriol, Felipe	Otro Externo	Consejero	0.81%
Sáenz, Alfredo	Independiente	Consejero	0.00%
Miranda, Rafael	Independiente	Consejero	0.00%
Total			33.2%

Nota¹: Jose Ignacio Nicolás-Correa mantiene una posición de forma indirecta del 29,13% del capital a través de la Sociedad Sancor Capital S.L.

Fuente: CNMV

Tras la salida de Alantra en octubre de 2013 (participación del 12,8%), el accionariado de control se ha mantenido estable durante los últimos 5 años (con excepción de la salida del accionista Doosan: 10% del capital en 2017, recomprado por la familia Nicolás-Correa).

- La familia fundadora (Nicolas-Correa) se mantiene como accionista de referencia** con una participación directa e indirecta de al menos el 32% del capital y tres puestos (de siete) en el consejo de administración (uno de ellos ejecutivo).
- Carmen Pinto, nueva CEO.** Nombrada en noviembre de 2017 con el objetivo de liderar el nuevo plan de negocio del Grupo. Carmen Pinto mantiene una posición en NEA de 93.606 acciones (0,76% del capital).
- Plena alineación del consejo de administración con los intereses de los minoritarios.** Compuesto de siete miembros, dos de ellos ejecutivos, dos independientes, dos externos y uno dominical (Sancor Capital S.L., representado por Bibiana Nicolás-Correa). En su conjunto, el consejo de administración controla de forma directa un 33,2% del capital.
- Equipo directivo con una elevada experiencia en la industria.** Y larga antigüedad en la Compañía (más de 40 años en el caso del presidente y más de 15 años en el caso de la CEO). Pleno foco en el crecimiento orgánico: durante los últimos 3 años (DN/EBITDA < 2,5x) no se han realizado operaciones corporativas.
- Equipo directivo con intereses alineados con los minoritarios** a través de (i) una elevada exposición del comité de dirección al precio de la acción (controlan, directa o indirectamente, c.30% del capital) y (ii) incentivos al cumplimiento de objetivos vía bonus:
 - Resultado neto < EUR 1,5Mn: No se devengará retribución variable.
 - Resultado neto entre EUR 1,5Mn y EUR 2,5Mn: Retribución variable desde un 10% de la retribución fija bruta para un resultado de EUR 1,5Mn hasta un 24% para un resultado de EUR 2,5Mn y superior.
 - Si el resultado neto resulta superior al 120% del establecido en el plan de negocio, la retribución variable podrá alcanzar el 120% de la retribución fija bruta.
 - Además, la Consejera Delegada tiene asignada la entrega de 22.066 acciones (0,2% del capital) de la autocartera que mantiene NEA (77.198 acciones adquiridas durante los años 2011 y 2012) según el grado de cumplimiento del Business plan de los ejercicios 2017, 2018 y 2019.
- Los consejeros no ejecutivos no tienen ninguna otra remuneración que el abono de una dieta** para retribuir su asistencia sin comprometer su independencia. La retribución máxima a percibir por los miembros del consejo de administración se encuentra fijada desde 2016 en EUR 0,4Mn (el importe total de la retribución al consejo durante 2017 ha sido de EUR 0,3Mn).
- No hay compromiso explícito de la Compañía con el pago de dividendos** o con un determinado nivel de Pay Out. En 2008 aparece el último pago de dividendo de EUR 0,05/acción con cargo a los resultados de 2007 (Pay Out 14,6%). Durante el período 2013-2018e, la generación de caja de NEA se ha destinado principalmente al pago de deuda (deuda neta: EUR 4,4Mn en 2018e vs EUR 20,7Mn en 2013; reducción cercana al 80%).

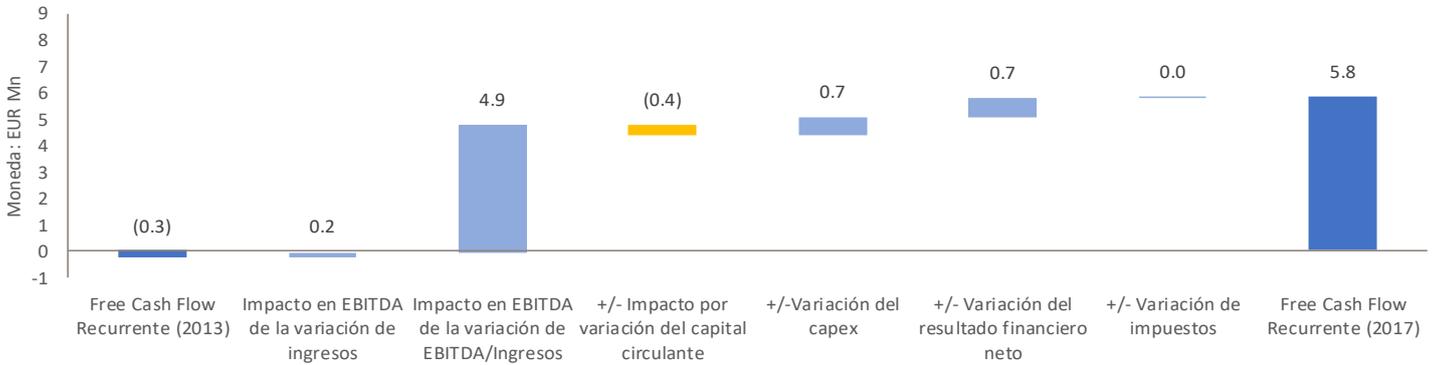
Apéndice 1. Estados financieros

Balance (EUR Mn)	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e		
Inmovilizado inmaterial	0.2	0.2	0.7	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4		
Inmovilizado material	22.9	22.8	22.4	17.0	16.7	13.4	13.8	14.1		
Otros activos no corrientes	10.8	10.4	10.4	9.8	9.6	8.6	7.6	6.6		
Inmovilizado financiero	1.5	1.0	0.9	2.9	2.5	6.5	2.5	2.5		
Fondo de comercio y otros intangibles	9.5	9.5	9.5	9.5	9.5	9.5	9.5	9.5		
Activo circulante	26.3	32.5	28.8	28.2	30.6	32.6	34.0	34.7		
Total activo	71.2	76.4	72.6	67.8	69.4	71.1	67.9	67.9		
Patrimonio neto	30.9	32.7	34.3	37.2	39.4	44.1	47.0	49.6		
Minoritarios	3.1	3.4	3.4	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7		
Provisiones y otros pasivos a LP	3.3	2.7	2.7	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1		
Deuda financiera neta	20.7	16.4	14.5	12.1	8.1	4.4	(2.4)	(5.4)		
Pasivo circulante	13.1	21.2	17.7	15.8	19.0	19.7	20.5	20.9		
Total pasivo	71.2	76.4	72.6	67.8	69.4	71.1	67.9	67.9		
										TACC
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	13-17	17-20e
Total Ingresos	55.7	56.5	56.2	60.5	59.2	65.4	68.0	69.4	1.5%	5.4%
<i>Cto.Total Ingresos</i>	<i>69.3%</i>	<i>1.4%</i>	<i>-0.5%</i>	<i>7.7%</i>	<i>-2.1%</i>	<i>10.4%</i>	<i>4.0%</i>	<i>2.0%</i>		
Coste de ventas	(28.7)	(26.6)	(25.8)	(27.2)	(26.6)	(29.4)	(30.9)	(31.6)		
Margen Bruto	27.0	29.9	30.4	33.3	32.6	36.0	37.1	37.8	4.8%	5.0%
<i>Margen Bruto(s / Ingresos)</i>	<i>48.5%</i>	<i>53.0%</i>	<i>54.1%</i>	<i>55.0%</i>	<i>55.1%</i>	<i>55.0%</i>	<i>54.5%</i>	<i>54.5%</i>		
Gastos de personal	(15.0)	(15.3)	(16.4)	(16.6)	(14.8)	(16.3)	(16.8)	(17.3)		
Otros costes de explotación	(10.6)	(10.8)	(10.3)	(11.1)	(11.4)	(12.6)	(13.1)	(13.4)		
EBITDA recurrente	1.4	3.8	3.7	5.6	6.4	7.0	7.1	7.1	47.5%	3.4%
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>	<i>n.a.</i>	<i>181.4%</i>	<i>-2.6%</i>	<i>49.3%</i>	<i>15.8%</i>	<i>9.5%</i>	<i>1.4%</i>	<i>-0.5%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>2.4%</i>	<i>6.8%</i>	<i>6.6%</i>	<i>9.2%</i>	<i>10.9%</i>	<i>10.8%</i>	<i>10.5%</i>	<i>10.2%</i>		
Gastos de reestructuración	-	-	-	-	(2.1)	-	-	-		
Otros gastos no recurrentes	-	-	-	-	-	-	-	-		
EBITDA	1.4	3.8	3.7	5.6	4.3	7.0	7.1	7.1	33.6%	17.9%
<i>Cto.EBITDA</i>	<i>n.a.</i>	<i>181.4%</i>	<i>-2.6%</i>	<i>49.3%</i>	<i>-22.1%</i>	<i>62.6%</i>	<i>1.4%</i>	<i>-0.5%</i>		
<i>EBITDA/Ingresos</i>	<i>2.4%</i>	<i>6.8%</i>	<i>6.6%</i>	<i>9.2%</i>	<i>7.3%</i>	<i>10.8%</i>	<i>10.5%</i>	<i>10.2%</i>		
Depreciación y provisiones	(1.5)	(1.6)	(1.7)	(2.2)	(1.4)	(1.2)	(1.1)	(1.1)		
Gastos capitalizados	1.0	0.1	0.3	0.0	-	-	-	-		
EBIT	0.9	2.4	2.3	3.4	3.0	5.8	6.0	6.0	34.5%	26.2%
<i>Cto.EBIT</i>	<i>n.a.</i>	<i>162.2%</i>	<i>-4.6%</i>	<i>48.4%</i>	<i>-11.9%</i>	<i>95.9%</i>	<i>3.6%</i>	<i>-1.0%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>	<i>1.6%</i>	<i>4.2%</i>	<i>4.1%</i>	<i>5.6%</i>	<i>5.0%</i>	<i>8.9%</i>	<i>8.9%</i>	<i>8.6%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(1.1)	(1.1)	(0.9)	(0.6)	(0.3)	(0.2)	(0.1)	0.0		
Resultados por puesta en equivalencia	(0.1)	0.0	(0.1)	0.0	(0.3)	-	-	-		
Beneficio ordinario	(0.3)	1.3	1.3	2.7	2.4	5.6	5.9	6.0	n.a.	36.1%
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>	<i>-96.1%</i>	<i>n.a.</i>	<i>1.6%</i>	<i>103.9%</i>	<i>-13.6%</i>	<i>135.6%</i>	<i>6.0%</i>	<i>0.9%</i>		
Extraordinarios	-	-	-	1.9	-	0.3	-	-		
Beneficio antes de impuestos	(0.3)	1.3	1.3	4.7	2.4	5.9	5.9	6.0	n.a.	36.1%
Impuestos	(0.0)	0.0	(0.2)	0.1	(0.0)	(1.2)	(1.2)	(1.2)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>-13.0%</i>	<i>-0.5%</i>	<i>12.3%</i>	<i>-1.8%</i>	<i>0.2%</i>	<i>19.9%</i>	<i>19.9%</i>	<i>20.0%</i>		
Minoritarios	0.2	0.0	0.2	(0.6)	(0.1)	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	(0.1)	1.4	1.4	4.1	2.2	4.7	4.7	4.8	n.a.	28.9%
<i>Cto.Beneficio neto</i>	<i>-98.8%</i>	<i>n.a.</i>	<i>0.2%</i>	<i>203.0%</i>	<i>-45.6%</i>	<i>111.0%</i>	<i>0.6%</i>	<i>0.9%</i>		
Beneficio ordinario neto	(0.3)	1.3	1.2	2.8	4.5	4.5	4.7	4.8	n.a.	2.4%
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>-95.7%</i>	<i>n.a.</i>	<i>-11.3%</i>	<i>136.7%</i>	<i>59.6%</i>	<i>0.3%</i>	<i>6.0%</i>	<i>0.9%</i>		
										TACC
Cash Flow (EUR Mn)	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	13-17	17-20e
EBITDA recurrente						7.0	7.1	7.1	47.5%	3.4%
Var.capital circulante						(1.2)	(0.7)	(0.3)		
Cash Flow operativo recurrente						5.8	6.4	6.8	29.5%	-1.8%
Capex						(2.6)	(1.5)	(1.5)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0.2)	(0.1)	0.0		
Impuestos						(1.2)	(1.2)	(1.2)		
Free Cash Flow Recurrente						1.8	3.6	4.1	n.a.	-10.8%
Gastos de reestructuración y otros						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						1.0	1.0	1.0		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						1.0	4.0	-		
Free Cash Flow						3.8	8.6	5.1	n.a.	0.8%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	(1.9)	(2.1)		
Variación de Deuda financiera neta						(3.8)	(6.8)	(3.0)		

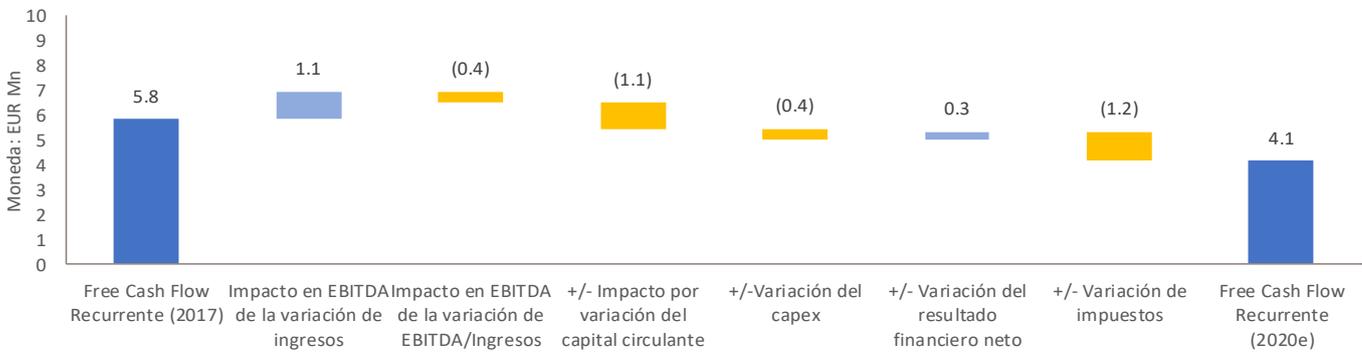
Apéndice 2. Analítica del Free Cash Flow

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	TACC	
								14-17	17-20e
EBITDA recurrente	3.8	3.7	5.6	6.4	7.0	7.1	7.1	19.0%	3.4%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	181.4%	-2.6%	49.3%	15.8%	9.5%	1.4%	-0.5%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	6.8%	6.6%	9.2%	10.9%	10.8%	10.5%	10.2%		
+/- Var. Capital circulante	1.8	0.2	(1.3)	0.8	(1.2)	(0.7)	(0.3)		
= Cash Flow operativo recurrente	5.7	3.9	4.3	7.2	5.8	6.4	6.8	8.3%	-1.8%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	121.5%	-30.6%	9.0%	67.8%	-19.4%	10.2%	6.6%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	10.0%	7.0%	7.1%	12.1%	8.9%	9.4%	9.8%		
- Capex	(0.9)	(1.5)	(0.9)	(1.0)	(2.6)	(1.5)	(1.5)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(1.1)	(0.9)	(0.6)	(0.3)	(0.2)	(0.1)	0.0		
- Impuestos	0.0	(0.2)	0.1	(0.0)	(1.2)	(1.2)	(1.2)		
= Free Cash Flow recurrente	3.7	1.4	2.8	5.8	1.8	3.6	4.1	16.5%	-10.8%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	n.a.	-61.6%	97.3%	108.4%	-69.6%	105.6%	13.6%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	6.5%	2.5%	4.6%	7.1%	2.7%	5.4%	6.0%		
- Gastos de reestructuración y otros	0.5	0.1	(0.1)	0.0	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0.7	0.9	0.2	1.2	1.0	1.0	1.0		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	(2.1)	1.0	4.0	-		
= Free Cash Flow	4.9	2.4	2.9	5.0	3.8	8.6	5.1	0.8%	0.8%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	n.a.	-51.7%	23.8%	71.4%	-24.8%	129.2%	-40.5%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	8.3%	3.2%	6.3%	13.2%	4.0%	8.2%	9.4%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	11.1%	5.3%	6.6%	11.3%	8.5%	19.5%	11.6%		
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	(0.3)	3.7	1.4	2.8	5.8	1.8	3.6		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	0.0	0.0	0.3	-0.1	0.7	0.3	0.1		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	2.4	(0.1)	1.5	1.0	(0.1)	(0.2)	(0.2)		
= Variación EBITDA recurrente	2.5	-0.1	1.8	0.9	0.6	0.1	0.0		
+/- Impacto por variación del capital circulante	0.6	(1.6)	(1.5)	2.0	(2.0)	0.5	0.5		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	3.1	(1.7)	0.4	2.9	(1.4)	0.6	0.4		
+/- Variación del capex	0.8	(0.6)	0.6	(0.1)	(1.6)	1.2	(0.0)		
+/- Variación del resultado financiero neto	(0.0)	0.2	0.2	0.3	0.1	0.1	0.1		
+/- Variación de impuestos	0.0	(0.2)	0.3	(0.1)	(1.2)	(0.0)	(0.0)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	4.0	(2.3)	1.4	3.0	(4.1)	1.9	0.5		
Free Cash Flow recurrente	3.7	1.4	2.8	5.8	1.8	3.6	4.1		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
EBIT	2.4	2.3	3.4	3.0	5.8	6.0	6.0	7.6%	26.2%
* Tasa fiscal efectiva	-0.5%	12.3%	-1.8%	0.2%	19.9%	19.9%	20.0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	0.0	(0.3)	0.1	(0.0)	(1.2)	(1.2)	(1.2)		
EBITDA Recurrente	3.8	3.7	5.6	6.4	7.0	7.1	7.1	19.0%	3.4%
+/- Var. Capital circulante	1.8	0.2	(1.3)	0.8	(1.2)	(0.7)	(0.3)		
= Cash Flow operativo recurrente	5.7	3.9	4.3	7.2	5.8	6.4	6.8	8.3%	-1.8%
- Capex	(0.9)	(1.5)	(0.9)	(1.0)	(2.6)	(1.5)	(1.5)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	0.0	(0.3)	0.1	(0.0)	(1.2)	(1.2)	(1.2)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	4.8	2.2	3.4	6.1	2.0	3.7	4.1	8.9%	-12.4%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	409.1%	-54.5%	57.8%	80.2%	-67.2%	84.7%	10.8%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0.7	0.9	0.2	1.2	1.0	1.0	1.0		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	(2.1)	1.0	4.0	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	5.5	3.1	3.7	5.4	4.0	8.8	5.2	-0.8%	-1.2%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	n.a.	-44.1%	19.8%	45.5%	-24.9%	116.9%	-40.9%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	9.0%	4.1%	6.5%	11.7%	3.8%	7.1%	7.8%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	10.5%	5.9%	7.0%	10.2%	7.7%	16.7%	9.9%		

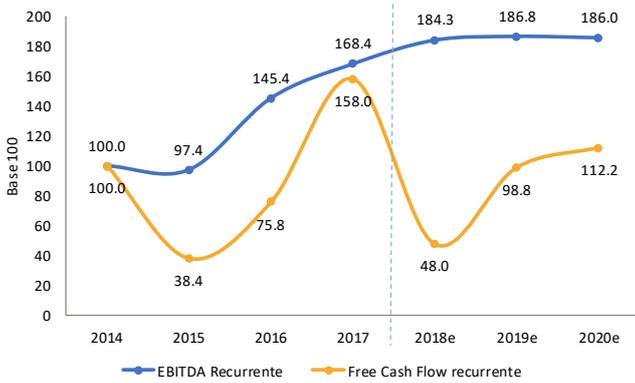
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2013 - 2017)



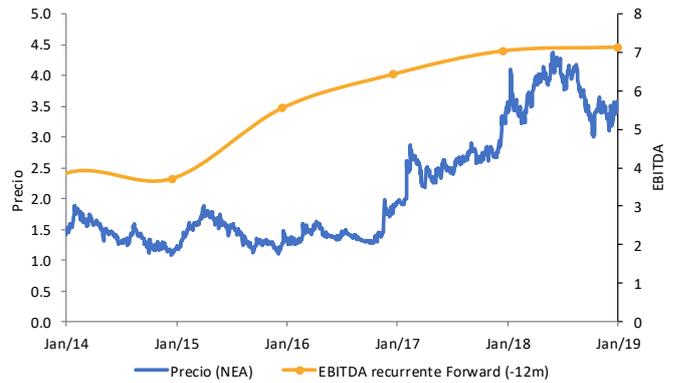
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2017 - 2020e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



Apéndice 3. Comportamiento histórico ¹

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	TACC 07 - 17
Total ingresos	91.4	116.0	58.0	34.0	63.9	31.7	55.7	56.5	56.2	60.5	59.2	65.4	-4.2%
Cto. Total ingresos	37.5%	26.9%	-50.0%	-41.3%	87.9%	-50.4%	75.8%	1.4%	-0.5%	7.7%	-2.1%	10.4%	
EBITDA	5.0	6.4	(2.6)	(5.4)	4.1	(3.8)	1.4	3.8	3.7	5.6	4.3	7.0	-1.4%
Cto. EBITDA	846.7%	26.9%	n.a.	106.0%	n.a.	n.a.	n.a.	181.4%	-2.6%	49.3%	-22.1%	62.6%	
EBITDA/Ingresos	5.5%	5.5%	n.a.	n.a.	6.4%	n.a.	2.4%	6.8%	6.6%	9.2%	7.3%	10.8%	
Beneficios netos	4.3	4.4	(5.1)	(8.6)	0.7	(7.1)	(0.1)	1.4	1.4	4.1	2.2	4.7	-6.3%
Cto. Beneficios netos	n.a.	1.2%	n.a.	68.1%	n.a.	n.a.	-98.8%	n.a.	0.2%	203.0%	-45.6%	111.0%	
CAPEX/Vtas %	1.9%	4.1%	4.6%	1.9%	3.0%	1.2%	3.1%	1.6%	2.6%	1.5%	1.7%	4.0%	
CAPEX	(1.8)	(4.8)	(2.7)	(0.7)	(1.9)	(0.4)	(1.7)	(0.9)	(1.5)	(0.9)	(1.0)	(2.6)	
Free Cash Flow	7.9	(6.5)	(8.5)	(0.3)	(4.5)	(1.6)	(0.8)	4.9	2.4	2.9	5.0	3.8	-4.4%
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾	-0.4x	0.7x	n.a.	n.a.	3.6x	n.a.	15.2x	4.3x	3.9x	2.2x	1.9x	0.6x	
PER (x)	14.8x	8.8x	n.a.	n.a.	28.1x	n.a.	n.a.	9.9x	11.5x	5.2x	17.5x	9.4x	
EV/Vtas (x)	0.7x	0.4x	0.7x	0.9x	0.5x	0.9x	0.6x	0.5x	0.5x	0.5x	0.8x	0.8x	
EV/EBITDA (x) ⁽³⁾	12.6x	6.8x	n.a.	n.a.	7.6x	n.a.	23.5x	6.8x	7.1x	5.6x	10.4x	7.5x	
Comport. Absoluto	-41.6%	-22.0%	-35.7%	-30.1%	-32.4%	85.0%	-15.8%	17.0%	36.9%	83.1%	1.7%	10.5%	
Comport. Relativo vs Ibx 35	-3.6%	-40.0%	-22.1%	-19.5%	-29.1%	52.4%	-18.8%	26.0%	39.7%	70.5%	19.6%	5.8%	

Nota 1: Los múltiplos son históricos (calculados en base al Market Cap y EV de final de cada ejercicio) salvo en 2018e en que se toman datos de mercado a fecha de este informe. La fuente de múltiplos históricos es Thomson Reuters. El comportamiento absoluto y relativo corresponde a cada ejercicio (1/1 a 31/12).

Nota 2: DN/EBITDA calculado sobre EBITDA total. En el año 2017, el múltiplo sobre EBITDA Recurrente es de 1,3x.

Nota 3: Calculado sobre el EBITDA Total (y no sobre el recurrente).

Apéndice 4. Principales competidores (2018e)

EUR Mn	Atlas Copco	Georg Fischer	Danieli	Klingenberg	Media	Fidia	Starrag	Datron AG	NEA.MC
Información de mercado									
Ticker (Reuters)	ATCOa.ST	FIN.S	DANI.MI	KLIN.S		FDA.MI	STGN.S	DARG.DE	NEA.MC
Country	Suecia	Suiza	Italia	Suiza		Italia	Suiza	Alemania	España
Market cap	26.291,0	3.171,1	1.204,0	315,0	7.745,3	25,6	140,0	50,1	44,3
Enterprise value (EV)	27.013,4	3.641,8	322,4	321,8	7.824,8	39,8	163,9	42,9	52,7
Información financiera básica									
Total ingresos	9.196,6	4.124,9	2.667,8	279,2	4.067,1	53,8	334,3	55,0	65,4
Cto. Total ingresos	-22,3%	16,2%	5,7%	8,6%	2,0%	16,8%	-3,6%	9,6%	10,4%
2y CAGR (2018e - 2020e)	2,6%	-2,3%	4,6%	8,0%	3,2%	6,3%	4,7%	9,5%	3,0%
EBITDA	2.413,6	485,4	229,4	34,6	790,8	1,5	19,2	6,0	7,0
Cto. EBITDA	-23,2%	16,0%	2,5%	22,3%	4,4%	-208,4%	-14,1%	8,8%	9,5%
2y CAGR (2018e - 2020e)	1,5%	1,2%	5,4%	14,8%	5,7%	79,0%	20,7%	15,5%	0,5%
EBITDA/Ingresos	26,2%	11,8%	8,6%	12,4%	14,8%	2,8%	5,7%	10,9%	10,8%
Beneficio neto	1.485,5	255,3	61,0	18,9	455,2	(0,2)	7,4	3,5	4,7
Cto. Beneficio neto	-12,8%	15,6%	5,2%	33,1%	10,3%	-94,8%	-28,3%	-11,3%	111,0%
2y CAGR (2018e - 2020e)	3,3%	2,5%	33,2%	15,2%	13,6%	n.a.	33,5%	17,3%	3,5%
CAPEX/Vtas %	3,2%	4,6%	3,2%	1,9%	3,2%	2,8%	2,6%	n.a.	4,0%
Free Cash Flow	1.390,0	169,0	(39,3)	8,6	382,1	(0,5)	5,4	1,8	3,8
Deuda financiera neta	554,9	181,2	(851,3)	(11,1)	(31,6)	9,2	19,8	(8,1)	4,4
DN/EBITDA (x)	0,2	0,4	(3,7)	(0,3)	(0,9)	6,0	1,0	(1,4)	0,6
Pay-out	36,4%	36,5%	9,3%	49,6%	33,0%	0,0%	59,4%	22,6%	40,0%
Múltiplos y Ratios									
PER (x)	18,0	12,5	20,3	15,0	16,5	n.a.	18,8	14,2	9,4
P/BV (x)	5,9	2,4	0,7	1,9	2,7	1,9	0,9	1,7	1,0
EV/Vtas (x)	2,9	0,9	0,1	1,2	1,3	0,7	0,5	0,8	0,8
EV/EBITDA (x)	11,2	7,5	1,4	9,3	7,3	26,0	8,6	7,2	7,5
ROE	29,5	20,5	3,3	14,2	16,9	1,4	3,7	12,0	11,3
FCF Yield (%)	5,3	5,3	(3,3)	2,7	2,5	(2,0)	3,8	3,5	4,0
Dvd Yield	3,0%	2,9%	0,9%	3,0%	2,5%	0,0%	3,2%	1,6%	4,3%

Nota 1: Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado 2018e (Thomson Reuters). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias 2018e (Lighthouse)

Nota 2: No se incluyen datos para DMG Mori AG (GILG.DE), Hermle MBHG_p.F) y Diskus Werke (DISG.DE), al no existir consenso de mercado para 2018e y siguientes.

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 su departamento 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 IEAF Servicios de Análisis S.L.U. El Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) y/o su filial IEAF Servicios de Análisis S.L.U., sus empleados y directivos, pueden tener una posición (larga o corta) en una inversión sabiendo que ese emisor será objeto de análisis y que ese análisis se distribuirá a inversores institucionales. Cualquier información adicional sobre el contenido de este informe se remitirá previa solicitud. IEAF Servicios de Análisis tiene como objetivo la publicación de (al menos) un informe o nota trimestral de actualización de la compañía analizada.

Estados Unidos. IEAF Servicios de Análisis S.L.U. no está inscrito en Estados Unidos y, por lo tanto, no está sujeto a la normativa de dicho país sobre la elaboración de análisis y la independencia de los analistas. Este informe se distribuirá únicamente a los principales inversores institucionales de EE.UU., con arreglo a la exención de inscripción estipulada por la Normativa 15a-6 de la Ley del Mercados de Valores de Estados Unidos de 1934, en su versión emendada (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
17-ene-19	n.a.	3,59	n.a.	n.a	Inicio Cobertura	David López Sánchez