

RENTA VARIABLE - ESPAÑA

Sector: Industrial - Maquinaria y Equipamiento

Fecha del informe: 23 dic 2019

Hora distribución:

Inicio de cobertura

Precio de Cierre: EUR 8,45 (20 dic 2019)

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. 33% s/Ingresos). Controlada por sus accionistas de referencia (c.75% del capital).

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

+34 915 904 226

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	15,1	16,7
EV (Mn EUR y USD) ⁽¹⁾	30,1	33,4
Número de Acciones (Mn)	1,8	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	8,45 / 8,14 / 7,90	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación ⁽²⁾	n.s.	
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)	2018	2019e	2020e	2021e
Nº Acc. ajustado (Mn)	1,8	1,8	1,8	1,8
Total Ingresos	41,1	42,7	44,8	47,1
EBITDA Rec. ⁽³⁾	2,6	2,7	3,0	3,5
% Var.	15,3	6,9	11,1	14,1
% EBITDA Rec./Ing.	6,2	6,4	6,8	7,4
% Var EBITDA sector ⁽⁴⁾	9,5	3,6	9,1	8,0
Beneficio neto	1,2	1,2	1,3	1,6
BPA (EUR)	0,69	0,65	0,75	0,92
% Var.	46,9	-5,0	14,3	23,9
BPA ord. (EUR)	0,69	0,65	0,75	0,92
% Var.	46,9	-5,0	14,3	23,9
Free Cash Flow Rec. ⁽⁵⁾	-1,2	-1,5	1,0	1,2
Pay-out (%)	0,0	50,0	50,0	50,0
DPA (EUR)	0,00	0,33	0,37	0,46
Deuda financiera neta	13,4	15,9	15,6	15,2
DN / EBITDA Rec.(x)	5,2	5,8	5,1	4,4
ROE (%)	10,1	9,1	10,1	11,8
ROCE (%) ⁽⁶⁾	5,3	4,7	5,0	6,0

Ratios y Múltiplos (x)⁽⁷⁾

PER	12,3	12,9	11,3	9,1
PER Ordinario	12,3	12,9	11,3	9,1
P/BV	1,2	1,2	1,1	1,1
Dividend Yield (%)	0,0	3,9	4,4	5,5
EV/Ventas	0,73	0,71	0,67	0,64
EV/EBITDA Rec.	11,8	11,0	9,9	8,7
EV/EBIT	18,0	18,5	16,4	13,4
FCF Yield (%) ⁽⁵⁾	n.a.	n.a.	6,3	7,7

(1) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

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

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

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

(5) Calculado sobre FCF recurrente. Ver Anexo 2.

(6) Calculado con Tasa fiscal teórica. Ver Anexo 2.

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

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

Chi va piano, va lontano

TRAS DÉBUTAR EN BOLSA (2007), EL ESTALLIDO DE LA BURBUJA INMOBILIARIA HUNDE EL P/L DE LA COMPAÑÍA ABOCÁNDOLA AL M&A, al estar entonces plenamente expuesta al sector constructor (c. -40% en ingresos y c.-75% en EBITDA 2009 vs 2007). La compra de Simes (junio 2010), supuso un salto de escala cuantitativo (ingresos 2011 > 3,5x vs. -2y) y cualitativo (reposicionamiento en la cadena de valor, como fabricante). Decisivo a l/p.

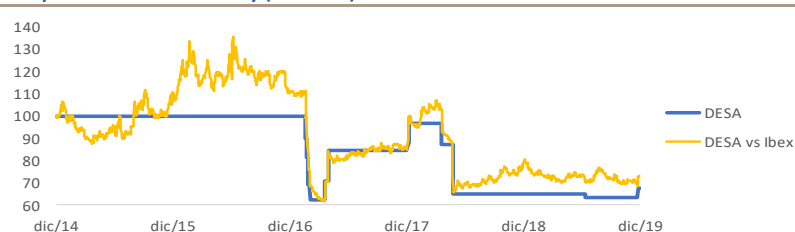
LA OPERACIÓN SIMES CRISTALIZA EN 2019... 10 años después los efectos son evidentes. Diversificación sectorial vía internacionalización (c.35% ingresos). Y reducción de "construcción" (que pierde 10 p.p. en el mix de ventas, alcanzando el 20,7% de peso), por "agrícola" (que "los gana"; duplicando su contribución en 2016).

...Y SE HACE VISIBLE EN LOS MÁRGENES. Los números -3y son "elocuentes". TACC de c.7% en ingresos y c.14% en margen (2x de apalancamiento operativo), con mejora de 1,5pp en margen. Consolidando el 6% alcanzado en 2018. Muy lejos de los máximos pre-crisis (>12%) pero un nivel sobre el que se pueden alcanzar niveles de FCF recurrentemente superiores a EUR 1,0 Mn.

UNA APUESTA AGRÍCOLA "ACÍCLICA", COMO GRAN DRIVER DE CRECIMIENTO... en el medio y largo plazo. Esperamos un crecimiento de c. +60% en los ingresos de la división +2y, resultando en una TACC +5,1% en los ingresos consolidados +2y (vs. c. 4% de la industria). Y ello "pese" al inevitable lastre que las divisiones de construcción e industrial pueden suponer si la macro se desacelera.

...Y CONTINUIDAD EN LA MEJORA DE MÁRGENES, 7,4% EBITDA Rec./Ingresos 2021e (+1p.p. +2y), resultando en 4,4x DN/EBITDA +2y. El reto sigue siendo reducir el diferencial de margen vs la industria (-50% "todavía").

PURA LÓGICA. La estrategia seguida "post crisis" es "cristalina". Crecimiento vía M&A, reducción de riesgo (bajando el peso del mercado doméstico y el sector construcción) y entrada en un sector nuevo (y acíclico; el agrícola) en el que el valor añadido es creíble. Nuestro escenario central es de continuidad en la mejora de márgenes, con crecimiento de ingresos (+5% TACC 2021-2019) por encima del sector. Y cancha para seguir mejorando (en márgenes). FCF yield 2021, c.8%. Todo lógico.

Comportamiento relativo -5y (base 100)**Comportamiento en bolsa (%)**

	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	7,0	7,0	4,3	4,3	-32,4	-32,4
vs Ibex 35	2,0	1,5	-7,3	-7,9	-34,3	-27,6
vs Ibex Small Cap Index	5,7	5,7	-4,6	-4,1	-48,9	-56,1
vs Eurostoxx 50	4,3	1,2	-17,1	-17,1	-41,3	-43,8
vs Índice del sector ⁽⁴⁾	-1,1	-9,2	-26,6	-25,1	-49,2	-56,9

Conclusiones

Reducción del riesgo del modelo de negocio con mejora de márgenes

Las proyecciones Incluyen los ajustes por aplicación de IFRS 16 desde enero 2019. En 2019 el EBITDA es c. EUR 0,2Mn mayor por la aplicación de IFRS 16.

DESA es una historia de consolidación y reestructuración, plasmada en una progresiva recuperación de la rentabilidad (con vuelta a los niveles previos a la crisis). Ahora hay que preguntarse qué se puede esperar de la compañía a medio y largo plazo. Y cómo se comportará en el actual contexto de desaceleración económica, o en un escenario más adverso que el previsto.

A) 2013 -2018: Reestructuración y diversificación, recuperando los márgenes pre-crisis

Tras debutar en bolsa (2007), DESA se vio inmersa en las turbulencias provocadas por la Gran Recesión..., y, en particular, por el estallido de la “burbuja” inmobiliaria en España (agosto). Ese mismo año, la compañía alcanzó máximos de facturación (EUR 18.0Mn), en lo que sería la antesala a la inflexión en su P/L. La contracción de la inversión en construcción (su principal mercado entonces) durante la crisis económica hizo mella en la compañía, cuya facturación se redujo c. 40% dos años después del inicio de su cotización.

...empujándola a apostar por el M&A a fin de paliar los efectos del deterioro económico. Conocedora de su mercado (>60 años de historia), en el que entonces operaba como distribuidor de sistemas de fijaciones y anclajes para la construcción (2001-2010), adquirió (junio 2010) a su rival navarro, Grupo Simes, mediante una ampliación de capital con aportación no dineraria (y que diluyó un 38% a sus accionistas de referencia).

El cambio de perímetro ha permitido diversificar su mix de ingresos y recuperar los márgenes previos a la crisis, reforzando su posicionamiento internacional, dando un salto de escala en la industria tanto a nivel cuantitativo (superando el umbral de los EUR 35Mn de facturación en 2011, > 3,5x vs. -2y), como cualitativo. La adquisición de Simes ha reposicionado a DESA en la cadena de valor industrial (como fabricante de sistemas de fijación), diversificando su cartera de productos (mediante la incorporación al perímetro de filiales especializadas en la fabricación de grapas) y sus mercados, tanto geográfica (c. 20% de sus ingresos 2018 se generaron fuera de España) como sectorialmente (ampliándolo al sector industrial y retail).

El Grupo habría registrado caídas en ingresos en términos proforma durante los primeros años tras la fusión (TACC proforma 2010-2013: -5,3%) y niveles mínimos en margen EBITDA (<2% EBITDA recurrente/ingresos 2012-2103).

Recuperando la capacidad de crecer orgánicamente desde 2014: La estrategia implementada ha consolidado a DESA como productor/distribuidor de fijaciones, grapas y herramientas, materializándose en una TACC del 6,2% en ingresos consolidados en el periodo 2014-2018.

La recuperación económica, y, en particular, la recuperación de la inversión doméstica en construcción (sustentando el crecimiento de los ingresos de su división de construcción, TACC +6,2% 2014-2018) y el robusto comportamiento de su división agraria (TACC 26,0%) han respaldado dicho crecimiento. La recuperación del negocio se ha traducido en una TACC del 20,8% en el EBITDA recurrente en el mismo periodo, devolviendo el margen y el resultado de 2018 a los niveles pre-crisis (6,2% EBITDA recurrente/Ingresos, vs. 6% -10y, con un BN de EUR 1,2Mn).

Este proceso ha permitido reducir de forma considerable la aún elevada ratio de endeudamiento del Grupo (5,2x DN/EBITDA 2018, c.-50% vs. 2015).

B) 2019-2021e: La industria agraria “acíclica” se consolida como piedra angular del crecimiento del Grupo (m/p), mejorando su posicionamiento ante el cambio de ciclo.

DESA se encuentra hoy mejor posicionada para enfrentarse al actual contexto de deterioro económico que en la anterior crisis. El Grupo ha aprovechado la recuperación económica para reducir la ciclicidad de su negocio principal (construcción e industria), apostando por una línea de negocio dirigida al sector agrícola (16% de los ingresos 2018). Esta línea ha registrado crecimientos de doble dígito (TACC 26,7% -3y), que esperamos se mantengan en el medio plazo (TACC +27,4% en el periodo 2019-2021e).

Crecimiento inorgánico para paliar las secuelas de la “burbuja inmobiliaria”

TACC -4y: +6,2% en ingresos y recuperación del margen pre-crisis (6,2% EBITDA/Ingresos 2018)

Todavía con un elevado endeudamiento (> 2x DN/EBITDA vs. industria)

Desaceleración del crecimiento
(TACC +2y: +5,1%
en ingresos, vs. +7,8% -3y),

El posicionamiento en este mercado es clave, apalancándose en él el crecimiento del Grupo para compensar el deterioro esperado para las divisiones más cíclicas (TACCs +2y -2,5% y -2,7% respectivamente en construcción e industria, por la caída de la inversión en la construcción en el mercado doméstico y la intensificación de la competencia), restando a la vez ciclicidad al negocio consolidado.

Como resultado, esperamos que DESA consiga batir al sector industrial en el m/p (TACC +5,1% +2y en ingresos, vs. c.4% de sus competidores y c.3% de la industria).

Con aceleración en la
recuperación de márgenes
(7,4% EBITDA/Ingresos 2021e)

Aunque es previsible que recupere capacidad de acelerar el crecimiento (m/p) ... Estimamos 6,4% EBITDA/Ingresos 2019e. Adicionalmente, la aceleración de la inversión prevista en 2019 (c. 2,5x a/a) resultará en un mayor endeudamiento del Grupo (DN/EBITDA 5,8x DN/EBITDA 2019e, >2x vs. la industria).

Más allá de 2019, el favorable mix de ingresos (creciente contribución del segmento agrario, c. 2x en su contribución a los ingresos consolidados +2y), permitirá acelerar la mejora del margen (7,4% EBITDA/Ingresos 2021e, +1,0p.p. +2y, vs. un promedio de c. +2p.p. en sus comparables), resultando en un progresivo desapalancamiento (DN/EBITDA 4,4x +2y) que se situará la DN por debajo de niveles pre-crisis.

Que resultará en un
progresivo desapalancamiento

...los estrechos márgenes con los que opera (vs. la industria) y su aún elevado endeudamiento, limitarán su capacidad de maniobra en caso de mayor deterioro económico que el anticipado. Una contracción adicional del 5% en sus principales mercados, acompañado de un deterioro en los periodos de cobro (-10%), podría disparar el endeudamiento del Grupo (>7x DN/EBITDA).

Aunque es previsible
un incremento del CAPEX
en el más largo plazo

El principal reto de DESA: escapar de la comoditización (y mantener la mejora de márgenes: +1p.p. +2y). Lo que demandará más CAPEX. Aunque DESA ha invertido en el desarrollo de nuevos productos, las bajas barreras de entrada de los mercados en los que opera facilitan la entrada de competidores, “comoditizando” con cierta rapidez productos relativamente novedosos (limitando su rentabilidad). La potencial aprobación de medidas antidumping en Europa (no considerada en nuestro escenario central) permitiría acelerar la mejora de márgenes.

En paralelo el modelo de negocio (mejora de mix y margen) difícilmente podrá tener continuidad a l/p con bajos niveles de CAPEX: aceptables en los próximos 2 años (tras el gran esfuerzo de 2019), pero que deberán repuntar más allá de 2021: los niveles previstos (1,5% CAPEX/Ventas, 2020-2021) están muy por debajo de la media pre-2019 (c.3%) y comparables directos (c.5%).

C) Conclusión: crecimientos de un dígito medio (superior a la industria) y recuperación de márgenes (m/p), vía mejora del mix de ingresos.

La estrategia de diversificación del negocio y del riesgo (vía apuesta por el mercado agrario), mejora la capacidad de recuperación de márgenes del Grupo, estrechando el diferencial existente vs. la industria.

DESA está bien posicionada para: 1) acelerar el crecimiento de su segmento agrario (c. 30% de los ingresos consolidados 2021e, c. 2x +3y), vía mayor penetración de sus productos más novedosos; 2) acelerar la mejora de márgenes (vía mix de ingresos); y 3) Seguir reduciendo deuda (DN/EBITDA 4,4x 2021e), que otorgará flexibilidad al Grupo para acelerar su crecimiento (orgánico/inorgánico). Nuestro escenario central contempla un incremento de ingresos de c. 60% de la línea de negocio agraria +2y (2x su contribución a los ingresos consolidados 2021e) y del 10% en los ingresos consolidados, resultando en un FCF de EUR 1,2Mn 2021e, con un FCF yield del 7,7% (vs c. 7% de comparables directos y en línea con el c. 8% ofrecido por la industria).

Con potencial de
mejora en márgenes
vs. la industria
(c. 2x EBITDA/Ingresos)

¿Cuál sería el “best case” para DESA? Un escenario más positivo, en el que el Grupo consiguiese incrementar un 30% los ingresos proyectados en nuestro escenario central para su división agraria, elevaría c.10% los ingresos consolidados, reduciendo la inversión a niveles similares a los mantenidos a principios de la anterior crisis económica (CAPEX/Ingresos 1,0%) elevaría el FCF del Grupo a EUR 1,9Mn (FCF yield c. 12,5%) y, por lo tanto, su potencial.

No obstante, a nivel estratégico, un robusto crecimiento orgánico (batiendo a la industria de forma sostenida) permitiría, entre otras posibilidades, realizar las inversiones necesarias para dar un salto de escala adicional y/o conseguir la “diferenciación” necesaria que le permita estrechar aún más el diferencial de márgenes vs. la industria (actualmente c.-50% en EBITDA/Ingresos), reduciendo el FCF yield al ofrecido por sus competidores.

Por el contrario, en un escenario más negativo, que contemple un crecimiento un 30% inferior al esperado para su división agrícola (resultando en -10% en los ingresos consolidados estimados), acompañado de niveles

de inversión del 3,0% (en línea con la industria), prolongaría el consumo de caja del Grupo, elevando su endeudamiento c. 45% (>6x).

Tabla 1. FCF recurrente 2021e ante variaciones de la ratio CAPEX/Ventas y de los ingresos

					FCF yield Rec. 2021e					
					CAPEX/Ventas					
					1,0% 1,6% 3,0%					
Ingresos		FCF Rec. 2021e			Rentabilidad	Ingresos		FCF Rec. 2021e		
		CAPEX/Ventas						CAPEX/Ventas		
		1,0%	1,6%	3,0%				1,0%	1,6%	3,0%
	51,8	1,9	1,6	0,8		51,8	12,5%	10,3%	5,4%	
	47,1	1,5	1,2	0,5		47,1	9,7%	7,7%	3,3%	
	42,8	0,8	0,5	(0,1)		42,8	5,0%	3,2%	n.a.	
					Deuda Neta/EBITDA 2021e					
					CAPEX/Ventas					
					1,0% 1,6% 3,0%					
Ingresos		FCF Rec. 2021e			Riesgo Financiero	Ingresos		FCF Rec. 2021e		
		CAPEX/Ventas						CAPEX/Ventas		
		1,0%	1,6%	3,0%				1,0%	1,6%	3,0%
	51,8	3,5	3,6	3,8		51,8	3,5	3,6	3,8	
	47,1	4,3	4,4	4,6		47,1	4,3	4,4	4,6	
	42,8	6,0	6,1	6,3		42,8	6,0	6,1	6,3	

En definitiva: ¿qué se puede esperar de DESA?

La compañía ha experimentado un cambio radical en los últimos 10 años, vía estrategia de crecimiento inorgánico, que ha supuesto multiplicar su facturación por >4x y diversificar sus mercados (a nivel industrial y geográfico). DESA ha logrado reducir el riesgo de su modelo de negocio (vía menor exposición al sector construcción, tras ampliar su cartera de clientes industriales y retail), manteniendo una importante apuesta por el crecimiento del negocio agrario (c. +2x en el volumen de ingresos -5y), como mecanismo para diferenciar y restar ciclicidad a la compañía (tras el impacto de la anterior crisis sobre el sector construcción).

Su línea de negocio agraria es el principal motor de crecimiento orgánico y de la recuperación de márgenes. Para DESA los principales drivers de crecimiento se resumen en:

- 1) El mayor potencial de penetración inherente a sus productos más novedosos en el segmento agrario (menos cíclicos), que podrá apalancarse en una cartera de clientes más diversificada (mix de canales).
- 2) La consolidación de un "suelo" (m/p) en márgenes del 6% (EBITDA/Ingresos), con una mejora de la rentabilidad en el m/p, que se beneficiará de una cartera de productos de mayor valor añadido. Tras el reposicionamiento del Grupo (productos, mercados y márgenes), sería lógico esperar un progresivo estrechamiento del diferencial de márgenes vs. la industria (c. +1,5x EBITDA/Ingresos).

Quizá el mejor modo de resumir lo que es DESA hoy sea la expectativa (nuestro escenario central) de alcanzar un FCF yield de c.8% en 2021. Consecuencia directa de las decisiones estratégicas de los últimos 10 años: compra de Simes, entrada en el negocio agrario y reducción de exposición a construcción, y mejora de rentabilidad vía inversión.

Una apuesta "verde" que restará ciclicidad al negocio mejorando su rentabilidad...

...estrechando el diferencial vs. la industria

Descripción del negocio

Una estrategia lógica de crecimiento inorgánico, diversificación de negocio e internacionalización

Gráfico 1. Mix de ingresos

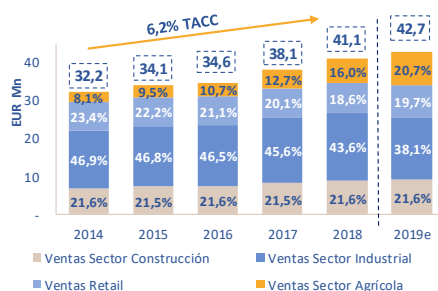


Gráfico 2. Mix geográfico de ingresos (2018)

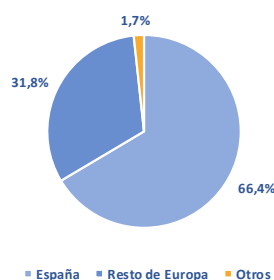
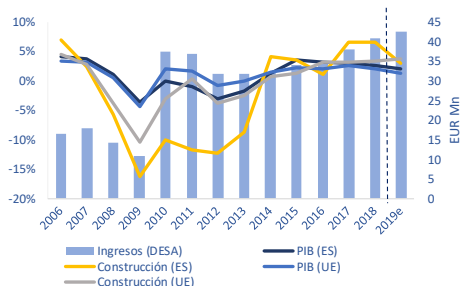


Gráfico 3. Tasas de crecimiento (EU y España) del PIB vs. inversión en construcción



Fuentes: CE DG de Asuntos Económicos y Financieros, compañía y LH. Datos DESA 2010 proforma.

Las proyecciones Incluyen los ajustes por aplicación de IFRS 16 desde enero 2019. En 2019 el EBITDA es c. EUR 0,2Mn mayor por la aplicación de IFRS 16.

Desarrollos Especiales de Sistemas de Anclajes S.A. (DESA) es un grupo industrial internacional de pequeño tamaño (EUR 15,1 Market Cap), con sede en Barcelona (España), especializado en la producción y comercialización de fijaciones, grapas y herramientas empleadas en los sectores de la construcción, la industria y la agricultura. DESA cuenta con más de 60 años de experiencia en la industria, siendo un referente en el segmento de fijaciones y anclajes (con una cuota de mercado de c. 15% en la Península Ibérica en sus marcas principales).

El mercado de anclajes y fijaciones se caracteriza por su elevada atomización y la presencia de numerosos operadores privados como, entre otros, la española Index Fixing Systems y las compañías alemanas Würth y Lederer, que compiten con multitud de operadores de menor tamaño. También participan compañías cotizadas, que, a su vez, se podrían clasificar como: 1) actores con amplia gama de productos, como el conglomerado industrial International Tool Works (EE.UU.), Norma Group (Alemania), Rawlplug (Polonia), Granges y Momentum (Suecia) 2) actores especializados en alta tecnología, como Barnes Group (EE.UU.), Bufab (Suecia), SFS Group (Suiza), y 3) otros actores especializados en la industria automovilística (muy residual en el caso de DESA) como Bulten (Suecia) o Feintool International (Suiza).

La fuerte crisis del sector construcción es el principal impulso para el cambio...

Hasta 2010, DESA se dedicaba, a la importación (principalmente desde Asia¹) y comercialización de productos y materiales de fijación estando entonces, principalmente expuesta al sector de la construcción (vivienda) nacional. Alcanzó máximos de facturación en 2007 (EUR 18,0Mn), un año marcado por el estallido de la “burbuja” inmobiliaria en España (agosto), y antesala a un año de inflexión. El deterioro experimentado por la construcción durante la crisis económica hizo mella en la compañía, cuya facturación se redujo c. 40% dos años después de su debut en bolsa (2007), a la vez que DESA iniciase la reestructuración de sus negocios. A modo indicativo, la inversión en construcción en España experimentó una contracción del 49.6%² en el periodo 2007-2013 (-55,3% en vivienda), c. 2,4x vs. la caída experimentada en la UE.

Adicionalmente, la introducción de medidas provisionales *anti-dumping* en Europa (2007) para determinadas fijaciones de hierro y acero procedentes de China (tornillería), y la posterior entrada en vigor de varios reglamentos comunitarios en la misma línea también dejó (aunque de forma más residual) secuelas en el P/L de DESA. De hecho, la compañía vio caer su margen EBITDA c. 60% en un año (hasta 6% EBITDA recurrente/ingresos 2008, -9,7p.p. y/y) por la combinación de ambos factores.

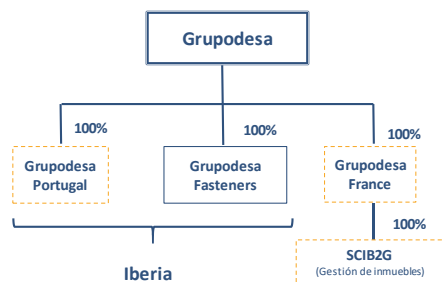
...y explica su estrategia de crecimiento inorgánico y diversificación...

A fin de paliar ambos efectos (crisis doméstica y proteccionismo), la compañía se ha mostrado activa a nivel corporativo. En junio 2010, tras 5 años de negociaciones, adquirió a su competidor navarro Grupo Simes (con > 60 años de actividad en la industria), mediante una ampliación de capital con aportación no dineraria de EUR 8,5Mn (con el 96% en concepto de prima de emisión), implementando (2012-2015) varias reestructuraciones societarias que han reducido su estructura corporativa a 3 filiales controladas directamente (vs. 5 en 2010). Su filial española, Grupodesa Fasteners, agrupa todo el negocio nacional, adicionalmente el Grupo cuenta con dos filiales extranjeras: una en Portugal (Moita, donde mantiene una oficina) y otra en Francia (La Buisse, Lyon, donde cuenta con una infraestructura completa).

¹ DESA mantuvo una oficina técnica Shanghai (hasta 2015) para la selección inicial y control de proveedores.

² CE DG de Asuntos Económicos y Financieros.

Gráfico 4. Estructura corporativa



DESA cuenta actualmente en España con plataformas operativas en Cataluña y Navarra (45.000 m2 de instalaciones): una planta manufacturera en Elcano (Navarra) donde fabrica sistemas de grapado, anillado y encolado, y dos plataformas logísticas, una en Valls (Tarragona) con una capacidad actual para 4.000 pallets (que tiene previsto duplicar en 2020), y un segundo almacén en Orkoien (Navarra). La ampliación de Valls (a la que el Grupo destinará EUR 2,5Mn en Capex 2019e), tiene como objetivo la centralización logística del Grupo en la Península Ibérica (2020e) y el cierre de la planta de Orkoien (quedando esta última disponible para su arrendamiento a terceros o venta).

Mientras que la planta manufacturera mantiene un exceso de capacidad de c. 20%, la plataforma logística se encuentra actualmente saturada (DESA comercializa c. 10.000 referencias), por lo que la extensión de Valls permitirá reducir costes, e incorporar otros ingresos (en caso del alquiler de la planta de Orkoien). Desde 2010 la matriz agrupa los inmuebles del Grupo, que arrienda actualmente a sus filiales.

...que ha sido implementada con éxito: permitiendo diversificar el mix de ingresos y recuperar los márgenes previos a la crisis.

El cambio de perímetro³ ha permitido a DESA:

- 1) Dar un salto de escala a nivel industrial, superando el umbral de los EUR 35Mn de facturación en 2011 (vs. EUR 10,9Mn 2009, > 3,5x vs. -2y).
- 2) Repositionarse en la cadena de valor, mediante la incorporación al perímetro de consolidación de las sociedades Simes-Senco, S.A. y Comersim, SL (especializadas en la fabricación y comercialización de sistemas de fijación (tornillería, fijaciones de grapas, clavos, remaches de aluminio y acero)⁴. La integración de ambas filiales, además de reforzar la actividad comercializadora de DESA, ha supuesto dar un salto cualitativo al negocio, al ampliar la actividad a la fabricación (grapas).
- 3) Diversificar su negocio, reduciendo la exposición al sector de la construcción (al que dirige actualmente c. 22% de las ventas), ampliando su mercado al sector industrial (c. 43%), al segmento *retail* (c. 19%) y al mercado agrario (c.16%), mediante la diversificación de la cartera de productos y de los canales de distribución. El grupo adquirido está especializado en la fabricación y comercialización de productos de fijación, empleados tanto en la construcción, como en la industria (entre otras la de automoción) y en el bricolaje.
- 4) Reforzar su internacionalización vía integración de las filiales internacionales de SIMES: posicionándose directamente en el mercado portugués (las sociedades FISIM e IRIS⁵, especializadas en la comercialización de sistemas de anclaje y ferretería) y en Francia (SDR Fixations, especializada en la comercialización de productos de ferretería). Desde que se iniciase la crisis económica, el Grupo ha apostado por el negocio internacional, que contribuyó al 33,4% de los ingresos en 2018, vs. < 5% pre- 2009.
- 5) Recuperar los márgenes EBITDA/Ingresos pre-crisis: 6,2% 2018 en términos recurrentes (vs. 6% en 2008-2009), gracias a la diversificación de la cartera de productos comercializados (creciente contribución de productos de mayor valor añadido) y a las sinergias proporcionadas por la reestructuración societaria. Aun así, los primeros años de consolidación han sido complejos, debido, en parte, a la necesaria reestructuración de los negocios. La caída de ingresos (TACC 2010-2013: -5,3% en términos proforma) por el deterioro económico, junto a un impacto negativo residual de la regulación *anti-dumping*, llevó el margen EBITDA recurrente/Ingresos del Grupo a mínimos (< 3% 2012-2013).
- 6) Reducir paulatinamente su endeudamiento: la exposición del Grupo al sector de la construcción (con largos periodos de cobro), que compensa con una activa política de descuento de efectos comerciales, explica el elevado apalancamiento del Grupo: 5,2x DN/EBITDA 2018. De hecho, la financiación del circulante mediante descuento de efectos contribuyó al 51% de la deuda consolidada 2018 (en línea con el promedio -5y). No obstante, la buena evolución del negocio desde 2013 ha permitido reducir progresivamente su exposición bancaria a pesar del aumento de la inversión (DN/EBITDA

Gráfico 5. EBITDA recurrente vs. EBITDA Rec./Ingresos

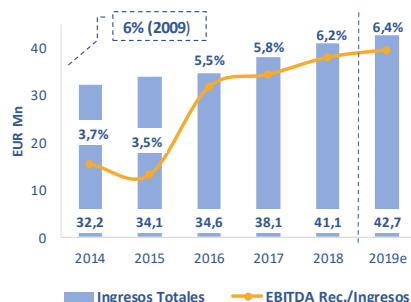
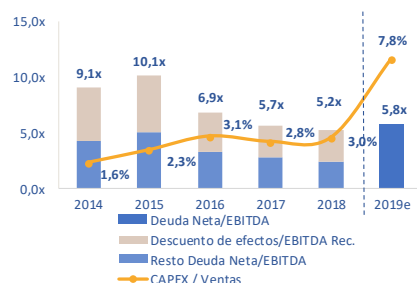


Gráfico 6. DN/EBITDA vs. CAPEX/Ventas



³ Grupo Simes se consolidó en el P/L desde junio 2010.

⁴ Ambas sociedades se integraron en Grupodesa Fasteners en 2015.

⁵ Denominación previa a la reestructuración societaria.

Rec. 2018 5,2x, c. -50% vs. los niveles registrados con anterioridad a su fusión con Simes), situándose la ratio DN/Equity en el 105%, un nivel similar a la del 2013.

Posicionándose en el mercado agrario, su principal motor de crecimiento (m/p)

La apuesta del Grupo por esta división ha sido clara (concentrando gran parte de su I+D+i en los últimos años), habiéndose materializado en la duplicación de su tamaño en los últimos 5 años, representando el 16,0% de los ingresos consolidados en 2018. La contribución en ventas de sus desarrollos más novedosos, permitirá mantener crecimientos de doble dígito en los ingresos de la división, impulsando el crecimiento consolidado.

Gráfico 7. Evolución geográfica de los ingresos

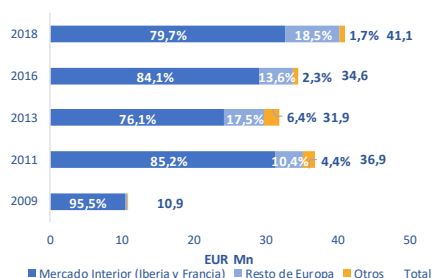
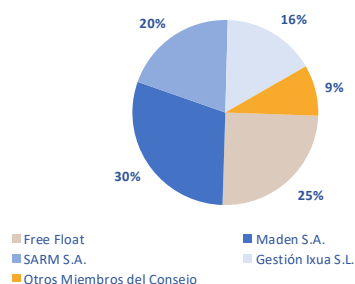


Gráfico 8. Estructura accionarial



Clara vocación internacional, que se refuerza con Simes

DESA ha apostado, desde que se iniciase la crisis económica en 2008, por la diversificación geográfica de los ingresos. El negocio exterior reportado por la compañía (que excluye España, Francia y Portugal, en los que DESA cuenta con estructura corporativa), ha contribuido al 20,3% de los ingresos 2018 (del que c. 92% se genera en el resto de Europa). El negocio del resto de Europa (mercado exterior) ha mostrado más dinamismo, con una TAMI del +8,3% y del +27,3% respectivamente -5y y -2y (vs. +6,2% y +6,1% en el mercado interior). De hecho, el crecimiento de los ingresos en el resto de países europeos se ha acelerado en 2018, +32% a/a (impulsado por la expansión en mercados de la zona no euro), compensando la desaceleración del negocio interior (+3,5% a/a en 2018).

Y estabilidad accionarial

Desde su debut en bolsa DESA ha estado siempre controlado por sus fundadores (esencialmente Maden SA y Sarm SA) y el Consejo (>90% 2009). Adicionalmente, el Grupo cuenta con otros socios estables (Laimpa SL y Neil SL). Tras la adquisición del Grupo Simes (2010) los accionistas de control tuvieron que diluirse para dar entrada en el núcleo duro a Gestión Ixua S.L y el resto del accionariado de Grupo Simes., que recibieron el 38% del capital (el 19% para Gestión Ixua). Pero el control siguió en manos del núcleo duro histórico de DESA, que mantiene un c.50% del capital. De hecho, la disminución de la participación de Gestión Ixua en 2018 (-2,7p.p.) fue íntegramente absorbida por Maden. Los accionistas de referencia y el consejo controlan actualmente el 58,8% del capital, situándose el free-float en c. 25%.

En definitiva: ¿qué es DESA hoy?

En los últimos 10 años la compañía ha cambiado radicalmente: 1) Compra de Grupo Simes (2010) con un importante “salto” de escala y diversificación; y 2) Impacto de la crisis sobre el sector construcción y giro en la estrategia de la propia compañía.

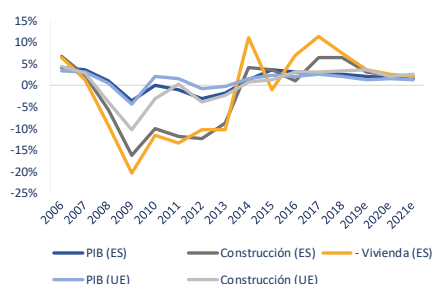
DESA es hoy un “animal” distinto al de 2008. No solo es mayor (multiplicando su facturación por >4x), sino que ha apostado por tres nuevos drivers de crecimiento:

- 1) Consolidación de un “suelo” en márgenes cercanos al 6% (EBITDA/Vtas.), beneficiándose de un portafolio de productos más rentable.
- 2) Ampliación de mercados, eliminando el “techo” que supone el mercado doméstico por la vía de la internacionalización (las ventas fuera de sus mercados de referencia -España, Francia y Portugal – ya representan el 20%).
- 3) Reducción del riesgo del modelo de negocio vía menor exposición al sector construcción (c.22% ingresos 2018), apostando por el sector agrario (siendo proactiva en I+D+i para diversificar su cartera de productos) y por el canal *retail* (c.16% y 22% de los ingresos 2018 respectivamente) como alternativas con las que restar ciclicidad a la compañía. El sector agrícola ha multiplicado por 2x su peso en el mix de ventas en el último quinquenio (c.8% 2014).

Tras este proceso de transformación, la compañía sigue vendiendo el mismo producto, habiendo ampliado su cartera de clientes. Puede decirse que DESA se ha consolidado/afianzado como productor/distribuidor de fijaciones, grapas y herramientas. Pero su reposicionamiento en la última década (productos, mercados y, en consecuencia, márgenes) ha cambiado la compañía. Que queda a la espera de que dichos cambios sigan impulsando su crecimiento orgánico, revirtiendo en una progresiva mejora de la rentabilidad.

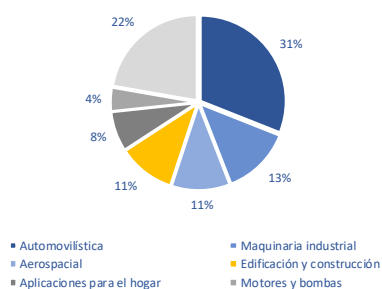
Diversificación de mercados en respuesta a la desaceleración en construcción e industria

Gráfico 9. Comportamiento (U.E. vs España): PIB vs. inversión en construcción y vivienda



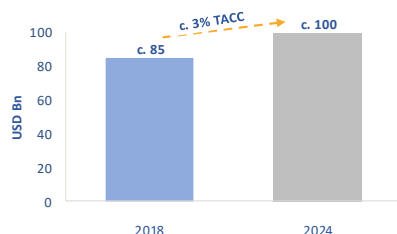
Fuentes: CE DG de Asuntos Económicos y Financieros, Banco de España y SEOPAN elaborado LH

Gráfico 10. Segmentación de la industria global de fijaciones



Fuentes: Grandviewresearch, elaborado LH

Gráfico 11. Evolución esperada de la Industria global de fijaciones



Fuentes: Grandviewresearch, elaborado LH

DESA dirige el grueso de sus productos a los sectores de la construcción (principalmente a la edificación) y la industria (c. 65% de los ingresos consolidados 2018). La dinámica de la demanda en ambos mercados es clave, incidiendo directamente en la evolución del mercado de las fijaciones industriales. A fin de paliar la ciclicidad de su negocio principal, el Grupo ha diversificado su mercado (c. 18% de los ingresos se generan en el canal retail), incorporando a su cartera productos de mayor valor añadido, destinados al sector agrícola “acíclico” (el restante 16% de sus ingresos 2018). La compañía hace especial gala de su liderazgo (Península Ibérica) en el negocio del grapado y anillado (de producción propia) empleados tanto en la industria (paletería, tapicería, automoción, muebles,...), como en la construcción y en la agricultura.

Previsible desaceleración del crecimiento de la industria de fijaciones y anclajes...

El mercado ha experimentado un importante crecimiento en el pasado, apoyado en el aumento de la inversión en construcción y el aumento de la demanda de las industrias automovilística y manufacturera (electrónica, textil, mobiliario, equipos médicos...). Fuentes de la industria cifran el mercado global en c. USD 85Bn en 2018⁶ (con c. 40% en Europa), tras haber registrado un crecimiento de un dígito medio (TACC histórica del 5%-6%). Las mismas fuentes apuntan a una desaceleración del crecimiento de c. -2p.p. para los próximos años (TACC 3%-4% hasta 2025) hasta superar el umbral de USD 100Bn al final del periodo, impulsado principalmente por el crecimiento de la demanda en países asiáticos (TACC c. 6%).

A su vez, la industria se caracteriza por su elevada fragmentación y por la intensificación de la competencia (especialmente en segmentos como el aeroespacial). En el mercado participan operadores globales (como Grupo Fischer, SFS Group o Precision Castparts Corp, esta última adquirida por Berkshire Hathaway en 2015) junto a numerosos actores de menor tamaño (en su mayoría privados).

...que aun conserva “drivers” para el crecimiento, que acentuarán su dicotomía

La diversidad de productos comercializados por la industria (tornillos, tuercas, pernos,...) suponen un coste mínimo en relación con el producto final, representando estos productos *commodity* (producción a gran volumen y bajo coste comercializados por distribuidores locales) la mayor parte del mercado. No obstante, en los últimos años se constata la emergencia de un segmento creciente de fabricantes especializados en productos de alta tecnología y rendimiento (menores volúmenes y mayor margen) dirigidos a la industria, en el que prima la calidad de las fijaciones.

El mercado se seguirá beneficiando de la innovación (formas/funciones) en estos productos, centrándose la investigación en la materia prima, con el objetivo de mejorar su durabilidad, dureza, conductividad, resistencia (temperatura/presión) y eficiencia. El acero sigue reinando en la producción de fijaciones debido a su resistencia y propiedades mecánicas, siendo la fluctuación de su precio relevante para la industria. Por el contrario, la continua aparición de métodos alternativos (agarraderas, adhesivos, cintas, soldaduras,...) actúan como freno a su uso.

La tendencia en la industria hacia estándares de calidad cada vez más exigentes para estos productos (aumento de retiradas de productos en la industria de automoción por fallos en las fijaciones,...), junto a su creciente uso (en equipos eléctricos, electrónicos, aeroespaciales, maquinaria...) y a la innovación industrial, respaldarán el crecimiento del mercado.

⁶ Global Industrial Fastener Market 2014-2018, Technavio Insights referido en “Analysis of challenges in global Industrial Fastener Markets” (MIRD- Industry Focus).

Adicionalmente, el mayor énfasis en la industria por la disponibilidad de entrega casi “inmediata”, hacen que la eficiencia en la logística (Industria 4.0) sea uno de los principales asuntos a tratar en las agendas de los principales proveedores.

Ante un complejo contexto nacional e internacional, que pone freno a sus dos mercados clave (construcción e industria)...

El deterioro económico derivado de la incertidumbre política y económica a nivel global incide especialmente en el sector de la construcción. La inversión estimada para la UE en construcción alcanzará máximos de crecimiento en 2019 (+3,8% a/a, +0,4p.p. a/a). El impacto del Brexit y de la prolongación de los conflictos arancelarios resultarán en una desaceleración del sector, para el que se espera un crecimiento de la inversión del 2,1% en 2020 (-1,7p.p. a/a).

A nivel doméstico, la fortaleza de la inversión en vivienda residencial (TAMI +9,6% -2y) habría respaldado el crecimiento de la inversión total en construcción, que alcanzó máximos en 2018 (+6,6% a/a), con una TAMI del 6,3% -2y (+2,9p.p. vs. la UE). No obstante, las previsiones para el país apuntan a un crecimiento del 3,1% en 2019 (-3,5p.p. a/a) inferior a la proyectada para la UE (+3,8 a/a). De hecho, los datos publicados a 9m reflejan una contracción de la contratación total del 3,2% desde principios de año (-4,3% a/a en septiembre), con un crecimiento en edificación del 1,1% (-7,8p.p. a/a). Adicionalmente, el ICC⁷ de noviembre (-12,3 puntos, -8,9 puntos m/m) descarta la recuperación en el corto plazo.

...motivando el “giro” estratégico hacia la industria agraria, con la que restar “ciclicidad” al negocio

Tras la pasada crisis económica, DESA se gira (2013) hacia el mercado agrario, como alternativa con la que compensar el deterioro de su negocio principal. El Grupo se posiciona actualmente como referente en los sistemas de fijación para plantas de invernadero, habiendo lanzado de forma más reciente un novedoso producto desarrollado *in-house*.

España es el segundo país a nivel mundial (después de China) en superficie agrícola dedicada a la producción hortofrutícola en invernadero permanente (con 74.100 Has. y c. 82.000 Has. respectivamente en 2018). El cultivo en invernaderos representa c. del 20% de las hectáreas cultivadas en España, destinándose c. 26% al cultivo de tomates. La mejora en productividad y eficiencia son claves en la industria agraria.

Según la compañía, su novedoso sistema de fijación (empleado principalmente en cultivos de invernadero), permite reducir el tiempo de atado (c. -40%, reduciendo., por ende, el coste de la mano de obra), previniendo daños en la planta (y en la productividad), a la vez que reduce el coste de reciclado (vs. otros sistemas plásticos).

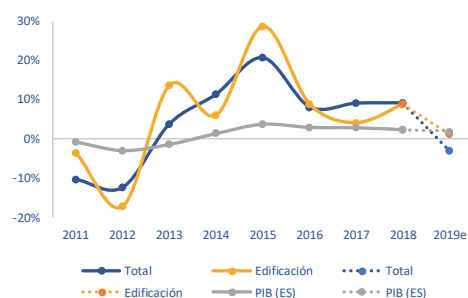
En una industria en la que el M&A y las alianzas estratégicas recuperarán impulso

La industria no es inmune a los conflictos comerciales, siendo la desaceleración económica la tónica a nivel global: nueva revisión a la baja del crecimiento del PIB 2019e de la UE hasta el 1,4% (vs. 1,5% de su estimación anterior, que ya se había revisado -0,4p.p. a la baja).

En ella compiten actores integrados (como Bulten, Fischer Group o SFS Group) con proveedores de productos intermedios (Bossard, Trifast, Bufab), con un margen EBITDA/Ingresos promedio de > 12%.

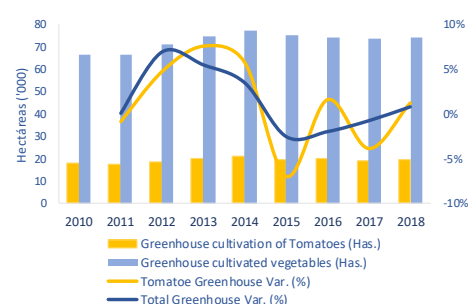
La intensificación de la competencia en este entorno volverá a favorecer la concentración y las alianzas estratégicas⁸ en una industria que batalla por ampliar la cartera de productos y su alcance geográfico, para reforzar su posicionamiento y sus márgenes. De hecho, 2017 fue especialmente intenso en M&A: entre otros ST Fastening Systems (adquirido por Hillman Group), MW Industries (American Securities), Cooper & Turner (Watermill Group), Space-Lok (Novaria Group), Macon (Bolts & Nuts).

Gráfico 12. PIB vs. Contratación en construcción (total y edificación) en España



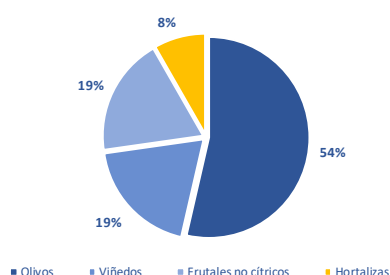
Fuentes: INE y Ministerio de Fomento

Gráfico 13. Hectáreas cultivadas en invernaderos (tomate vs. total hortalizas) en España



Fuente: Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación

Gráfico 14. Distribución de las hectáreas cultivadas en España



Fuente: Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación

⁷ Indicador del clima de la construcción

⁸ Bulten anunció en 2018 la creación de una *Joint-Venture* con Ramco Specialties.

Tabla 2. Principales competidores - Margen EBITDA/Ventas

Compañía	País	2014	2015	2016	2017	2018
RAWLPLUG SA	Poland	8,3%	9,9%	11,8%	11,4%	11,6%
NORMA GROUP SE	Germany	20,2%	19,9%	17,5%	20,8%	16,1%
JOH FRIEDRICH BEHRENS AG	Germany	6,8%	7,6%	8,7%	6,0%	5,2%
GRANGES AB	Sweden	12,9%	13,6%	13,2%	11,4%	10,5%
MOMENTUM GROUP AB	Sweden	n.a.	n.a.	1,6%	4,9%	5,8%
CHRISTIAN BERNER TECH TRADE AB	Sweden	4,0%	6,4%	6,5%	5,5%	9,0%
TRIFAST PLC	United Kingd	9,9%	10,2%	11,1%	11,0%	9,9%
ILLINOIS TOOL WORKS INC	United State:	23,5%	25,0%	25,9%	26,9%	27,4%
Actores con amplia gama de productos		12,2%	13,2%	12,1%	12,2%	11,9%
BARNES GROUP INC	United State:	20,7%	20,7%	22,3%	20,6%	22,2%
BUFAB AB	Sweden	10,1%	9,4%	11,0%	10,8%	10,8%
SFS GROUP AG	Switzerland	19,6%	19,5%	20,9%	19,8%	19,2%
GEORG FISCHER AG	Switzerland	10,4%	11,2%	11,9%	11,8%	11,7%
BERGMAN & BEVING AB	Sweden	4,9%	5,9%	6,3%	7,2%	6,3%
BOSSARD HOLDING AG	Switzerland	13,8%	12,5%	13,1%	13,7%	13,8%
Actores especializados en alta tecnología		13,3%	13,2%	14,2%	14,0%	14,0%
DESA	España	3,7%	3,8%	5,3%	5,8%	6,2%
TR. Industrial Machinery & Equipment(1)		13,5%	13,4%	13,4%	13,3%	14,9%

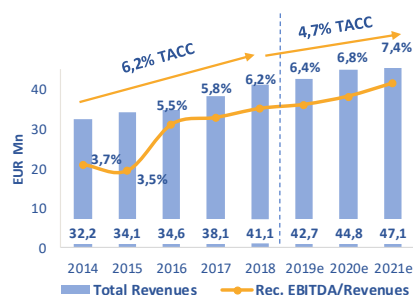
(1) Categoría sectorial de Thomson Reuters (datos en base a agregados)

Cambio de mix para “escapar” de la comoditización de la industria (y mejorar márgenes)

Las proyecciones Incluyen los ajustes por aplicación de IFRS 16 desde enero 2019. En 2019 el EBITDA es c. EUR 0,2Mn mayor por la aplicación de IFRS 16.

DESA ha hecho gala de un sólido crecimiento en ingresos durante los últimos años (TACC -3y: +6,4%), sustentado, principalmente, por el buen momento que atravesaba la inversión nacional en construcción (TAMI -3y: +4,5%). El crecimiento de los ingresos del Grupo alcanzó máximos en 2017 (+9,9% a/a), apoyado: 1) en la inercia del crecimiento en la contratación de nueva edificación en el mercado local (TAMI +6,5% -2y) impulsando el crecimiento de las ventas de su división de construcción (+9,2% a/a), 2) la expansión de la cartera de clientes industriales (+7,8% en dicho segmento) y 3) el buen comportamiento de su división agraria (+30,3%).

Gráfico 15. EBITDA/Ingresos vs. Ingresos



El Grupo volvió a crecer a un dígito alto en ingresos en 2018 (+7,8% a/a), impulsado por principalmente por sus divisiones de construcción (+8,4% a/a) y agrícola (+35,4%).

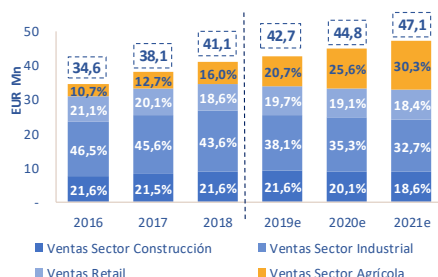
No obstante, los resultados del 9M19 han puesto de manifiesto los efectos de la desaceleración económica global, poniendo freno al crecimiento (+3,3% a/a vs. -5,5p.p. vs. el 1T19), con un crecimiento implícito de los ingresos del 6,1% a/a en el 3T19, que ha permitido compensar el peor comportamiento del 2T (-4,4% a/a, afectado por la caída de las exportaciones derivado del complejo contexto económico). Su división agraria (clave en su estrategia de diversificación), volvió a registrar crecimientos de doble dígito.

2019-2021: La división agrícola impulsará el crecimiento de los ingresos consolidados, compensando la desaceleración de sus divisiones más cíclicas

El retraso en las decisiones de inversión provocado por la parálisis política a nivel nacional y la desaceleración económica, seguirá afectando la cuenta de resultados del Grupo en el corto/medio plazo. Estimamos un crecimiento del 3,9% en los ingresos 2019 (-3,9p.p. a/a) y una TACC del +5,1% para el periodo 2019-2021e (vs. +3,9% de sus comparables cotizadas y superior al c. +3% esperado para la industria).

La división agrícola será el principal motor del crecimiento, por la creciente penetración de su sistema de fijación de uso agrícola (de mayor valor añadido): esperamos duplique las ventas al final del periodo estimado, con crecimientos de doble dígito (TACC +27,4% +2y, contribuyendo a c. 30% de los ingresos consolidados 2021e).

Gráfico 16. Mix de ingresos



Por el contrario, la menor inversión en construcción y la intensificación de la competencia en un contexto de desaceleración económica, junto a un potencial escenario de precios a la baja justificaría nuestra postura más conservadora para los segmentos de construcción e industria (TACCs +2y: -2,5% y -2,7% respectivamente), mientras proyectamos una TACC para el canal retail del 1,6% en el mismo periodo (en línea con el escenario macro).

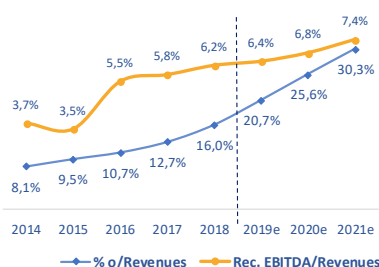
Por otro lado, considerando el elevado componente *commodity* de la industria, no es descartable que el menor coste de su principal materia prima se traslade en buena parte al cliente final (el precio del acero acumula una corrección de c. -14,5% desde principios de año). Proyectamos un deterioro del margen bruto de 0,2p.p. en 2020e (en línea con la industria).

El Grupo persigue (m/p) incorporar a su cartera de productos nuevas propuestas de mayor valor añadido que permitan acelerar el crecimiento del negocio. Por otro lado, la potencial introducción en Europa de medidas *anti-dumping* en grapas (un proceso promovido por la industria), podría acelerar el crecimiento de ventas de estos productos, contribuyendo a mejorar los márgenes. Ninguno de estos factores ha sido incorporado a nuestros números.

Recuperación de márgenes, hiperdependiente del mix de ingresos

El estallido de la burbuja inmobiliaria en España (2007) llevo a DESA a registrar EBITDA negativos (proforma) en tres ocasiones en el periodo 2009-2012, habiendo sido necesarias

Gráfico 17. Contribución a ingresos del segmento agrario (%) vs. EBITDA/Ingresos



varias reestructuraciones societarias para superar el *break even* (EUR 0,4Mn EBITDA 2013). Desde entonces, el Grupo ha registrado mejoras en el margen EBITDA/Ingresos durante cinco ejercicios consecutivos (+4,9p.p. en el periodo 2014-2018), alcanzando el 6,2% al final del periodo.

Las constantes mejoras en eficiencia (desde 2013 DESA habría invertido c. EUR 1,5Mn en mejoras operativas) han contribuido a la recuperación del margen, a pesar del aumento de la plantilla (+13,5% en el mismo periodo).

En 2019, el impacto de la NIIF 16 (reducción del gasto operativo en EUR 0,2Mn) resultará en una mejora de 0,3 p.p en el margen del Grupo (EBITDA recurrente/Ingresos 6,4% 2019e, c. -50% vs. la industria; ex NIIF el margen habría sido del 5,9%).

Adicionalmente, el favorable mix de ingresos se plasmará en una progresiva mejora del margen EBITDA/Ingresos en el medio plazo (7,4% 2021e, +1p.p. +2y) inferior al esperado para la industria (c.+1,5p.p. en el mismo periodo).

La creciente contribución a ingresos de su división agrícola (c. 30% s/ingresos 2021e, c. 2x vs. 2018) vinculada a la comercialización de productos de mayor margen, permitirá compensar el peor comportamiento esperado para las restantes divisiones. Del mismo modo, el ahorro de costes y las eficiencias operativas derivadas de la concentración logística en Valls (2020e) contribuirán a reducir la ratio de gastos operativos/ingresos en el medio plazo (c.32,5% de los ingresos +2y, c. -1,5p.p. vs. 2018), respaldando la recuperación esperada en el margen.

Beneficio Neto Ordinario: un crecimiento orgánico de doble dígito, que resulta atractivo en la industria

El estrecho margen con el que opera el Grupo (que caracteriza a los segmentos industriales más *comoditizados*) amplifica el efecto “lastre” de los gastos financieros en su resultado. De hecho, desde que se iniciase la recuperación del negocio (2013), los gastos financieros habrían consumido c. 20% del EBITDA generado (en un contexto de tipos de interés a la baja).

No obstante, el continuo desapalancamiento financiero producido por un contexto económico favorable, ha reducido el impacto financiero neto (c. -65% en el periodo 2015-2018), representando el coste financiero el 6,5% del EBITDA 2018 (vs. 32,2% en 2015). La financiación del CAPEX junto al impacto (residual) de la NIIF-16 elevarán puntualmente el gasto financiero (6,8% del EBITDA 2019e), reduciéndose progresivamente (<6% al final del periodo proyectado).

Por otro lado, la activación de bases imponibles negativas (la compañía contaba con EUR 9,3Mn fuera de balance a cierre del 2018) permitirá mantener tasas fiscales inferiores al tipo fiscal corporativo. Esperamos una tasa fiscal promedio del 19% (en línea con 2018).

En este escenario, el EBIT 2019e se situaría en EUR 1,6Mn (-2,8% a/a), empatando el BN respecto al ejercicio anterior (EUR 1,2Mn, -5,0%), con un ROE del 9,1% (vs. c. 13% de sus comparables). Esperamos un crecimiento orgánico del beneficio operativo de doble dígito (TACC 2019-2021e: +17,3%), que se trasladaría en mayor medida al BN (+19,0% en el mismo periodo), por los menores gastos financieros (vs. c.+10% para sus comparables), permitiendo mejorar el ROE en el m/p (11,8% 2021e).

Gráfico 18. BN vs. ROE

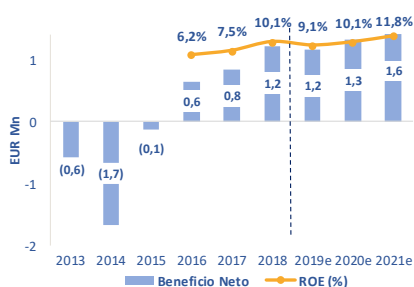
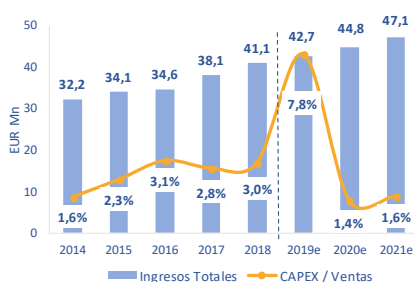


Gráfico 19. CAPEX/Ventas vs Ventas



CAPEX: intensificación de la inversión en logística (factor clave en la industria)

DESA habría destinado EUR 5Mn aprox. en 5 años a mejoras en eficiencias operativas y a mantenimiento, situándose la ratio CAPEX/Ingresos c. del 3% en los últimos años. No obstante, la compañía tiene previsto aumentar la inversión en 2019 (EUR 3,3Mn), destinando c. EUR 2,5Mn al final del 2S a mejoras en su centro logístico de Valls (+2x en capacidad 2020), lo que elevará la ratio al 7,8% en el año (vs. c. 5% de sus comparables más directas). Tras la inversión de 2019 es previsible una reducción durante los dos ejercicios siguientes (CAPEX/Ventas estimado de c. 1,5% y muy por debajo de la tendencia de la industria)

Dada la intensificación de la competencia, la tendencia en la industria de fijaciones es a más inversión en mejoras operativas (CAPEX/Ingresos promedio de la industria: c. 9% -2y).

Gráfico 20. FCF recurrente vs Circulante/Ventas

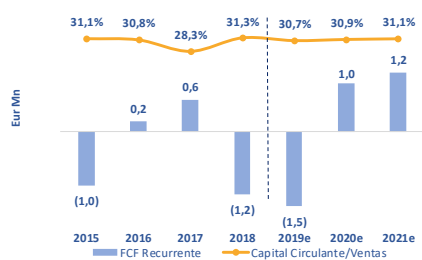


Gráfico 21. Impactos en el Free Cash Flow 2018

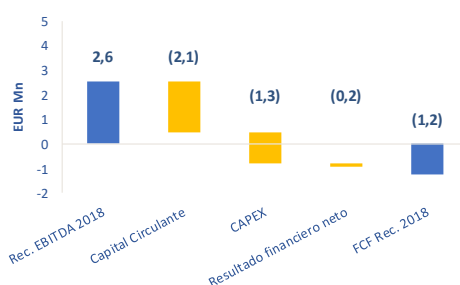


Gráfico 22. Impactos en el Free Cash Flow 2019e

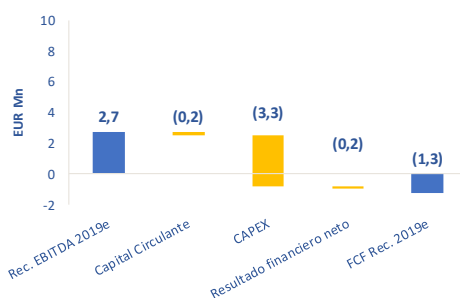
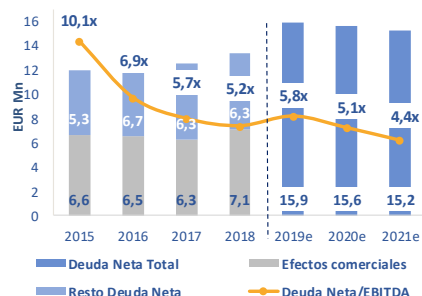


Gráfico 23. DN/EBITDA vs Deuda Neta



Circulante: la gestión de cobros de sus divisiones más cíclicas en el punto de mira

La elevada exposición del Grupo al sector construcción y la presencia de sus productos en grandes GSBs⁹ explica la elevada inversión en circulante del Grupo (un promedio de c. 30% de los ingresos en los últimos años). Los datos publicados a 9M19 constatan un deterioro de la ratio (-0,7p.p. a/a), debido al aumento de los inventarios.

Esperamos una mejora en la ratio de 0,6p.p. en 2019 (30,7% circulante/ingresos), ligeramente inferior al registrado a septiembre, respaldado por el favorable mix de ingresos. No obstante, mantenemos un escenario neutro para el medio plazo, en el que esperamos que el efecto positivo derivado del mix de ingresos, permita prácticamente compensar potenciales deterioros en los segmentos más cíclicos (construcción e industria), estabilizando dicha ratio en el medio plazo (c. 31% de los ingresos). En el actual contexto de desaceleración económica, las mejoras en la política de gestión de cobros seguirán siendo clave.

FCF 2021e: "yield" de c. 8%

Mientras que la generación del flujo de caja se vio principalmente afectada por el aumento de la inversión en circulante en 2018, 2019 estará marcado por el aumento del CAPEX (EUR 3,3Mn, 1,4x el EBITDA generado en el año). Adicionalmente, tras 8 años sin repartir dividendos, DESA tiene previsto distribuir un total de EUR 1Mn en 2019 en dividendos a cargo del ejercicio 2018. Es previsible la continuidad de la política de remuneración al accionista (incorporamos un Pay-Out del 50% en 2019, estable en el m/p.

Estimamos un consumo de caja de EUR -1,3Mn en 2019e (por CAPEX). Pero un FCF de EUR 1,0 Mn en 2020e con FCF Yield del 6,3% (vs. c. 7% de sus comparables) y que alcanzará máximos en 2021 (7,7%, por encima de comparables directos y en línea con la industria), dependiente del éxito comercial de su división agraria y de la eficacia en la gestión del circulante.

Progresivo desapalancamiento financiero (m/p), elevando la capacidad de crecimiento orgánico

El apalancamiento alcanzó máximos en 2015 (10,1x DN/EBITDA, 54% de la deuda en efectos comerciales). La buena evolución del negocio en los últimos 5 años, junto a la mejora de los márgenes por las eficiencias operativas, han elevado la generación de caja, con una progresiva reducción del apalancamiento (5,2x 2018, 51% de la deuda en efectos comerciales). La ratio se situó en 5,1x a 9M19, +1,6x a/a. La intensificación del CAPEX en el 2S19, junto al pago de dividendo elevará nuevamente la ratio a cierre del ejercicio (5,8x DN/EBITDA 2019e).

Mientras que el elevado endeudamiento limitará la capacidad de crecimiento orgánico del Grupo en el más c/p (el promedio de la industria se sitúa < 2,5x), el previsible desapalancamiento en el m/p (-1,4x DN/EBITDA +2y), mejorará la capacidad del Grupo para acelerar su crecimiento (apalancamiento por debajo de niveles pre-crisis: 5x DN/EBITDA 2008).

⁹ Grandes Superficies de Bricolaje.-

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2019e	2020e	2021e	Perpetuo ⁽¹⁾		
Free Cash Flow "To the Firm"	(1,3)	1,1	1,3	27,9		
Market Cap	15,1	A la fecha de este informe				
Deuda financiera neta	14,4	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 9m 2019)				
					Inputs favorables	Inputs desfavorables
Coste de la deuda	3,4%	Coste de la deuda neta			3,2%	4,9%
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=
Coste de la deuda neta	2,7%	$K_d = \text{Coste de Deuda Neta} * (1-T)$			2,6%	3,9%
Risk free rate (rf)	0,4%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=
Equity risk premium	7,0%	R (estimación propia)			6,5%	7,5%
Beta (B)	1,1	B (Thomson Reuters)				
Coste del Equity	8,1%	$K_e = R_f + (R * B)$			0,4%	0,4%
Equity / (Equity + Deuda Neta)	51,2%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	48,8%	D			=	=
WACC	5,5%	$WACC = K_d * D + K_e * E$			1,5%	2,1%
G "Razonable"	2,0%				2,0%	1,5%

(1) Perpetuo calculado sobre Free Cash Flow "to the Firm" recurrente del último año estimado, empleando la tasa fiscal efectiva normalizada (T) indicada en el cuadro superior.

Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker Reuters	Mkt. Cap	PER 19e	BPA 19e-21e	EV/EBITDA 19e	EBITDA 19e-21e	EV/Vtas. 19e	Ingresos 19e-21e	EBITDA/Vtas. 19e	FCF Yield 19e	FCF 19e-21e
RAWLPLUG SA	RWLP.WA	61,4	8,0	0,0%	6,7	3,3%	0,7	2,5%	10,9%	n.a.	n.a.
NORMA GROUP SE	NOEJ.DE	1.210,8	14,0	9,3%	9,1	7,2%	1,5	1,8%	16,7%	5,7%	20,5%
GRANGES AB	GRANG.ST	715,5	11,8	17,7%	8,3	15,9%	0,9	11,6%	10,7%	n.a.	n.a.
MOMENTUM GROUP AB	MMGRb.ST	309,0	13,8	7,2%	7,1	-2,1%	0,7	1,2%	9,4%	4,5%	39,6%
CHRISTIAN BERNER TECH TRADE AB	CBTTb.ST	47,0	14,5	15,2%	8,5	10,8%	0,9	5,0%	10,6%	8,6%	3,5%
TRIFAST PLC	TRFT.L	268,7	14,6	2,4%	10,8	2,1%	1,3	3,1%	11,6%	4,5%	22,0%
ILLINOIS TOOL WORKS INC	itw	52.313,4	23,7	5,2%	16,6	2,8%	4,5	1,3%	27,5%	4,7%	-0,3%
Actores con amplia gama de productos			14,3	8,1%	9,6	5,7%	1,5	3,8%	13,9%	5,6%	17,0%
BARNES GROUP INC	B	2.832,8	19,4	8,7%	11,6	6,1%	2,6	3,9%	22,6%	5,6%	12,6%
BUFAB AB	BUFAB.ST	476,8	17,6	12,1%	13,3	7,9%	1,6	7,1%	12,2%	n.a.	n.a.
SFS GROUP AG	SFSNCHF.xbo	3.205,6	18,6	5,8%	11,1	6,4%	2,0	3,7%	17,9%	2,6%	33,3%
GEORG FISCHER AG	FIN.S	3.675,1	19,4	13,4%	11,4	12,9%	1,2	2,3%	10,4%	3,9%	23,9%
BERGMAN & BEVING AB	BERGb.ST	201,2	12,0	15,1%	8,1	9,4%	0,8	3,2%	9,9%	13,0%	5,7%
BOSSARD HOLDING AG	BOS.S	1.070,3	19,0	5,4%	12,1	5,7%	1,6	2,8%	12,8%	2,5%	46,6%
Actores especializados en alta tecnología			17,7	10,1%	11,3	8,1%	1,6	3,8%	14,3%	5,5%	24,4%
DESA	DESA.MC	15,1	12,9	19,0%	11,01	12,6%	0,71	5,1%	6,4%	n.a.	n.a.

Análisis de sensibilidad (2020e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 20e	EBITDA 20e	EV/EBITDA 20e
Max	7,8%	3,5	8,6x
Central	6,8%	3,0	9,9x
Min	5,8%	2,6	11,6x

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 20e				Escenario	FCF Rec./Yield 20e		
EBITDA 20e	0,4%	1,4%	2,4%		Max	12,2%	9,3%	6,3%
3,5	1,8	1,4	1,0	➔	Central	9,3%	6,3%	3,3%
3,0	1,4	1,0	0,5		Min	6,3%	3,3%	0,4%
2,6	1,0	0,5	0,1					

Análisis de riesgos

¿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. **Ciclicidad del negocio**, inherente a su todavía elevada dependencia del sector constructor e industrial (c. 65% de los ingresos consolidados 2018). Un prolongado contexto de desaceleración económica podría intensificar la competencia en ambos sectores, repercutiendo negativamente en la rentabilidad del Grupo como proveedor. Una caída adicional del 5% en los ingresos de ambos segmentos (industrial y construcción), conllevaría una caída del 3,1% en los ingresos del Grupo, reduciendo un 13,5% el EBITDA estimado.
2. **Dependencia de la recuperación de márgenes del segmento agrícola**. La recuperación del margen EBITDA/Ingresos (+1,0 p.p. 2019-2021e), se basa en un mix de ingresos más rentable (aumento de la penetración de productos de mayor valor añadido de su división agrícola). Un crecimiento un 5% inferior en los ingresos de este segmento al esperado, conllevaría una caída del 0,8% en los ingresos consolidados, resultaría en una contracción del -2,8% en el EBITDA.
3. **Materia prima**. Aunque la industria suele trasladar con bastante celeridad las variaciones del coste de la materia prima al cliente final, este proceso no es inmediato, pudiendo ocasionar perturbaciones en el margen. El incremento del precio del acero en 2017, su principal materia prima (c.80% del total), conllevó una pérdida de 1,4p.p. en el margen bruto. El restante 20% son derivados del petróleo. Un aumento del 10% en el coste de la materia prima conllevaría una contracción de 1,4p.p. en el margen bruto, reduciendo el EBITDA consolidado a EUR 2,2Mn (-21,2%). No obstante, tras tres años continuos con subidas de precios del acero (c. +35% entre 2015-2018), el precio ha girado a la baja en 2019, acumulando c. -15% desde principios de año.
4. **Elevada dependencia de proveedores asiáticos**. Aunque el Grupo ha reducido su exposición a los proveedores asiáticos, ésta sigue siendo elevada, procediendo c. 25% de los productos comercializados (2019) de dicho continente (vs. c. 70% en 2007). La potencial implementación de políticas comerciales proteccionistas a nivel europeo podría dañar los márgenes del Grupo.
5. **Riesgo divisa**. Muy residual a nivel de las exportaciones (c.2% de los ingresos se generan fuera de Europa) y de mayor calado en costes. C. 40% de los costes de venta 2018 se habrían generado en USD. Dado que las importaciones (principalmente ASIA) se realizan a corto plazo y en USD, DESA ha mantenido hasta ahora una política de coberturas que han resultado eficaces, minimizando el impacto de la divisa en la parte baja de la cuenta de resultados. Por otro lado, un incremento en el coste de ventas derivado a una apreciación del 5% en el USD (no trasladada al cliente final), resultaría en una caída de c. 20% en el EBITDA.
6. **Gestión del circulante**. Elemento clave como distribuidor de sistemas de fijación. En 2018, la inversión en circulante consumió c. 82% del Ebitda generado, debido tanto al aprovisionamiento de inventarios (+9,3%), como a la reducción en el periodo medio de pago (c. -9%). La distribución de productos especializados y/o de mayor calidad podría requerir periodos de pago más reducidos elevando la inversión en circulante. Por este motivo, y como vía compensación de la reducción del periodo de pago, la gestión eficiente de cobros en sus divisiones más cíclicas (construcción e industria) será clave.
7. **Riesgo de tipo de interés**. Las necesidades de inversión elevarán el apalancamiento del Grupo 5,8x DN/EBITDA 2019e (> 3x vs. sus comparables), por lo que unos márgenes "deprimidos" (vs. la industria) dejan poca capacidad de maniobra. Hasta ahora se ha beneficiado, de tipos decrecientes.
8. **Bajas barreras de entrada que incentivan la competencia**. La casi inexistencia de barreras tecnológicas en el segmento en el que opera la compañía facilita la entrada de competidores, "comoditizando" con cierta rapidez productos relativamente novedosos.
9. **Riesgo de M&A**. El entorno de desaceleración económica podría reactivar la actividad corporativa en la industria. El interés por pequeños actores con capacidad de crecimiento podría conllevar un aumento de la competencia en los procesos de compra, generando abultados fondos de comercio en los adquirentes (riesgo de destrucción de valor). DESA cuenta con un sólido track record en M&A.

Desde sus orígenes, en las mismas manos

DESA cuenta con un amplio Consejo (13 consejeros) con larga trayectoria empresarial y con una antigüedad media en sus cargos que ronda 10 años. Su consejero delegado (con una antigüedad en la empresa > 20 años), fue designado como tal en 2009, acumulando (desde junio 2019) el cargo de vicepresidente (en sustitución del vicepresidente póstumo).

1. **Un Consejo de Administración estable y con elevado perfil financiero**, en el que participan su vicepresidente y consejero delegado, 7 consejeros dominicales (54% de sus miembros) y 4 consejeros independientes (30,8% del total, de los que la mitad tiene perfil jurídico). El Consejo conserva un elevado perfil financiero: el último consejero independiente incorporado en 2018) es censor jurado de cuentas (reemplazando al anterior, con un perfil similar). Adicionalmente cuenta con un consejero externo (auditor de Cuentas numerario y exconsejero independiente del Grupo desde 2007). La duración del cargo de consejero está limitada por los estatutos a un plazo de 4 años renovables por periodos de igual duración (conforme a la legislación vigente), estipulando una limitación al número de mandatos para sus consejeros independientes de 12 años. Adicionalmente, su reglamento acota la participación de sus miembros en órganos de administración (individuales o colegiados) de sociedades mercantiles cotizadas en Bolsas de Valores a un máximo de 5.
2. **El Consejo controla el 58,8% del capital**, garantizando la alineación de intereses con los minoritarios. Su núcleo duro ha permanecido constante desde la fundación de la compañía (1987). Los accionistas de referencia Sarm S.A y Maden S.A., ambos *family offices* que acumulan el 49,9% de los derechos de voto, están directa (Sarm) o indirectamente (Maden) representados en el Consejo, al estar ambas sociedades controladas respectivamente, por su presidente¹⁰ y su única consejera¹¹. Gestión Ixúa S.L., también accionista de referencia desde la fusión con Grupo Simes (16,3% del capital en 2018), no pertenece al Consejo. Adicionalmente, la participación en el capital de su consejero delegado se ha mantenido estable desde que la compañía debutase en bolsa (3,1% en 2018)¹², maximizando la alineación de intereses entre management y minoritarios. Los consejeros tienen limitadas las representaciones a 3 (entre los miembros), sin existir pactos parasociales.
3. **Estímulos al desempeño del Consejo pero con “moderación” y vinculados a los “resultados de la sociedad”**, conforme a su reglamento. La retribución del Consejo en el periodo 2013-2015 se limitó al consejero delegado, representando un promedio del 2,3% de los gastos vinculados al personal durante el mismo periodo. En 2016 se inició el pago de dietas a sus miembros y de retribución variable a su consejero delegado, elevando el importe desembolsado por estos conceptos a c. 4,5% del coste de personal, para reducirse al 3,7% en 2018 (tras suspensión de la retribución variable a su consejero delegado).
4. **Actualmente sin incentivo vía bonus al equipo directivo**, limitándose la remuneración variable a su departamento comercial (orientada a resultados). Por otro lado, el sistema de retribuciones carece de sistemas de ahorro a largo plazo. Y no hay ningún plan de stock options para el equipo directivo.
5. **Aunque con una cláusula contractual de “blindaje” para su consejero delegado**, quien podría percibir c. EUR 1Mn, en los supuestos de “resolución contractual unilateral por parte de la Sociedad y sin causa justa o legal” y de cambio de control societario. En el segundo caso, se ha establecido una indemnización vinculada al precio de la acción en el momento de la transacción, con un importe máximo equivalente al del supuesto por despido.
6. **2018: se reinicia el reparto de dividendos**, tras superar el umbral de EUR 1Mn en BN (dejado atrás hace una década; el anterior dividendo se distribuyó en 2007). La Junta ha aprobado la distribución de EUR 1Mn a cargo del ejercicio 2018, completamente desembolsado. Si bien no existe ningún compromiso de la compañía en relación al pago de dividendos, es previsible una estabilización (m/p) de la política de dividendos (Pay Out entre 40%-60%), habiendo adoptado para nuestras proyecciones un Pay Out del 50%.

¹⁰ El Reglamento del Consejo estipula que el presidente no podrá ser consejero ejecutivo.

¹¹ Las recomendaciones de buen gobierno establecen como objetivo que el número de consejeras en 2020 represente, al menos, el 30% del total de miembros del consejo de administración.

¹² Habiéndose diluido únicamente a consecuencia de la combinación de negocios realizada en 2010.

Anexo 1. Proyecciones financieras⁽¹⁾

Balance (EUR Mn)	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e		
Inmovilizado inmaterial	0,3	0,4	0,5	0,5	0,6	0,7	0,6	0,5		
Inmovilizado material	9,1	9,0	10,8	11,2	11,4	13,8	13,5	13,4		
Otros activos no corrientes	2,6	2,6	2,5	2,3	2,0	2,0	2,0	2,0		
Inmovilizado financiero	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	17,8	18,5	19,2	20,5	22,2	22,7	23,9	25,1		
Total activo	30,0	30,6	33,0	34,4	36,2	39,3	40,1	41,0		
Patrimonio neto	10,1	10,1	10,7	11,5	12,7	12,9	13,6	14,4		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	0,2	0,2	0,2		
Deuda financiera neta	10,9	12,0	13,2	12,6	13,4	15,9	15,6	15,2		
Pasivo circulante	8,3	7,9	8,5	9,7	9,3	9,7	10,1	10,5		
Total pasivo	30,0	30,6	33,0	34,4	36,2	39,3	40,1	41,0		
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	TACC	
Total Ingresos	32,2	34,1	34,6	38,1	41,1	42,7	44,8	47,1	6,2%	4,7%
Cto. Total Ingresos	1,1%	5,7%	1,7%	9,9%	7,8%	3,9%	5,0%	5,1%		
Coste de ventas	(19,1)	(20,8)	(20,6)	(23,2)	(24,5)	(25,6)	(27,0)	(28,3)		
Margen Bruto	13,2	13,2	14,0	14,9	16,6	17,1	17,8	18,8	5,9%	4,3%
Margen Bruto / Ingresos	40,8%	38,8%	40,5%	39,0%	40,3%	40,0%	39,8%	39,8%		
Gastos de personal	(6,7)	(6,9)	(7,2)	(7,4)	(7,7)	(7,8)	(8,0)	(8,3)		
Otros costes de explotación	(5,3)	(5,0)	(5,0)	(5,2)	(6,3)	(6,5)	(6,7)	(7,0)		
EBITDA recurrente	1,2	1,3	1,8	2,2	2,6	2,7	3,0	3,5	20,8%	10,6%
Cto. EBITDA recurrente	44,3%	8,8%	39,3%	21,8%	15,3%	6,9%	11,1%	14,1%		
EBITDA rec. / Ingresos	3,7%	3,8%	5,3%	5,8%	6,2%	6,4%	6,8%	7,4%		
Gastos de reestructuración	-	(0,1)	0,1	-	-	-	-	-		
EBITDA	1,2	1,2	1,9	2,2	2,6	2,7	3,0	3,5	20,8%	10,6%
Depreciación y provisiones	(0,8)	(0,8)	(0,8)	(0,9)	(1,0)	(1,0)	(1,1)	(1,1)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	0,1	0,1	0,1	0,1		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
EBIT	0,4	0,4	1,1	1,3	1,7	1,6	1,8	2,2	40,6%	10,1%
Cto. EBIT	229,7%	-13,1%	191,9%	17,1%	31,5%	-2,8%	12,6%	22,1%		
EBIT / Ingresos	1,3%	1,1%	3,1%	3,3%	4,1%	3,8%	4,1%	4,8%		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,6)	(0,5)	(0,3)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	(0,1)	(0,1)	0,8	1,1	1,5	1,4	1,6	2,0	n.a.	10,4%
Cto. Beneficio ordinario	83,0%	8,3%	702,8%	40,8%	42,0%	-5,0%	14,3%	23,9%		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	(0,1)	(0,1)	0,8	1,1	1,5	1,4	1,6	2,0	n.a.	10,4%
Impuestos	(1,5)	(0,0)	(0,1)	(0,2)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,4)		
Tasa fiscal efectiva	n.a.	n.a.	14,4%	21,7%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	(1,7)	(0,1)	0,6	0,8	1,2	1,2	1,3	1,6	n.a.	10,4%
Cto. Beneficio neto	-193,4%	92,1%	590,0%	28,8%	46,8%	-5,0%	14,3%	23,9%		
Beneficio ordinario neto	(0,1)	0,0	0,6	0,8	1,2	1,2	1,3	1,6	n.a.	10,4%
Cto. Beneficio ordinario neto	66,4%	101,0%	n.a.	47,4%	46,8%	-5,0%	14,3%	23,9%		
Cash Flow (EUR Mn)	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	TACC	
EBITDA recurrente						2,7	3,0	3,5	20,8%	10,6%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(0,2)	(0,2)	(0,2)		
Var. capital circulante						(0,2)	(0,8)	(0,8)		
Cash Flow operativo recurrente						2,3	2,1	2,5	-18,4%	74,6%
CAPEX						(3,3)	(0,6)	(0,8)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,2)	(0,2)	(0,2)		
Impuestos						(0,3)	(0,3)	(0,4)		
Free Cash Flow Recurrente						(1,5)	1,0	1,2	-5,6%	n.a.
Gastos de reestructuración y otros						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						(1,5)	1,0	1,2	-5,6%	n.a.
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(1,0)	(0,7)	(0,8)		
Variación de Deuda financiera neta						2,5	(0,3)	(0,3)		

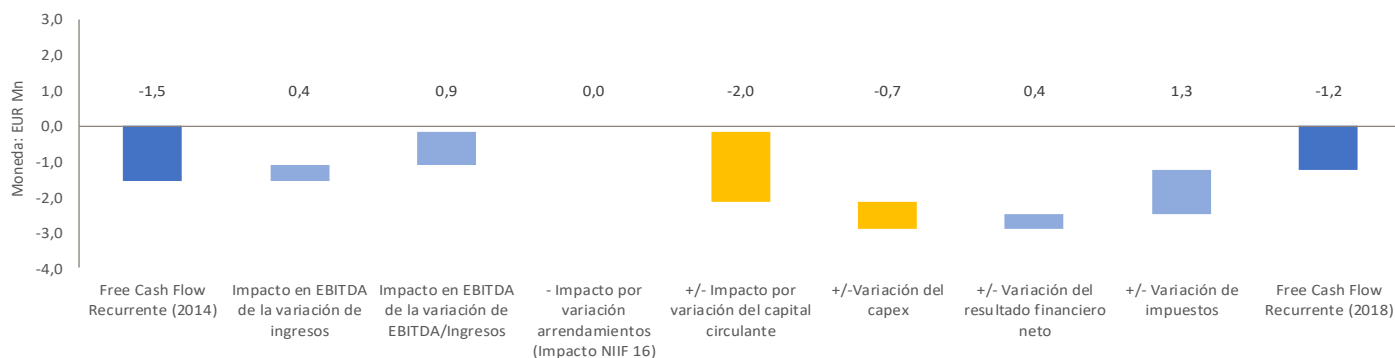
Nota 1: Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 0,2Mn mayor por la aplicación de NIIF 16.

Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow⁽¹⁾

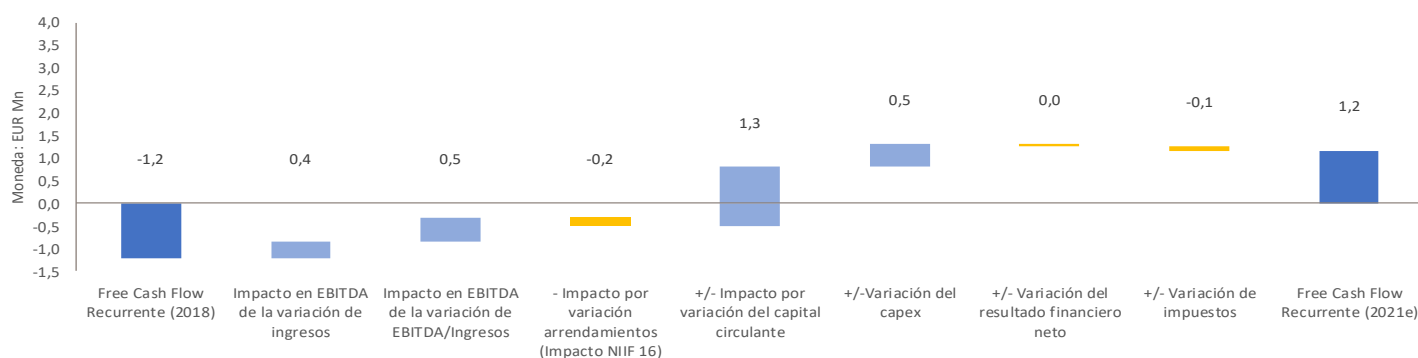
								TACC	
A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	15-18	18-21e
EBITDA recurrente	1,3	1,8	2,2	2,6	2,7	3,0	3,5	25,1%	10,6%
Cto.EBITDA recurrente	8,8%	39,3%	21,8%	15,3%	6,9%	11,1%	14,1%		
EBITDA rec. / Ingresos	3,8%	5,3%	5,8%	6,2%	6,4%	6,8%	7,4%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
+/- Var. Capital circulante	(1,1)	(0,1)	(0,1)	(2,1)	(0,2)	(0,8)	(0,8)		
= Cash Flow operativo recurrente	0,2	1,7	2,1	0,5	2,3	2,1	2,5	23,7%	74,6%
Cto. Cash Flow operativo recurrente	-76,6%	593,5%	23,9%	-78,0%	391,3%	-10,2%	20,6%		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	0,7%	5,0%	5,6%	1,1%	5,4%	4,6%	5,3%		
- CAPEX	(0,8)	(1,1)	(1,1)	(1,3)	(3,3)	(0,6)	(0,8)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,5)	(0,3)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
- Impuestos	(0,0)	(0,1)	(0,2)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,4)		
= Free Cash Flow recurrente	(1,0)	0,2	0,6	(1,2)	(1,5)	1,0	1,2	5,6%	n.a.
Cto. Free Cash Flow recurrente	-32,5%	n.a.	212,3%	n.a.	18,3%	n.a.	22,5%		
Free Cash Flow recurrente /Ingresos	n.a.	0,6%	1,7%	n.a.	n.a.	2,1%	2,5%		
- Gastos de reestructuración y otros	(0,1)	0,1	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	(1,7)	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	(1,2)	(1,4)	0,6	(1,2)	(1,5)	1,0	1,2	1,6%	n.a.
Cto. Free Cash Flow	-24,3%	19,6%	n.a.	n.a.	18,3%	n.a.	22,5%		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	n.a.	1,3%	4,2%	n.a.	n.a.	6,3%	7,7%		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	n.a.	n.a.	4,2%	n.a.	n.a.	6,3%	7,7%		
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e		
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	(1,5)	(1,0)	0,2	0,6	(1,2)	(1,5)	1,0		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	0,1	0,0	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	0,0	0,5	0,2	0,2	0,1	0,2	0,3		
= Variación EBITDA recurrente	0,1	0,5	0,4	0,3	0,2	0,3	0,4		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	(0,2)	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	(0,9)	1,0	0,0	(2,0)	1,9	(0,5)	0,0		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	(0,8)	1,5	0,4	(1,7)	1,8	(0,2)	0,4		
+/-Variación del CAPEX	(0,3)	(0,3)	0,0	(0,2)	(2,1)	2,7	(0,1)		
+/- Variación del resultado financiero neto	0,1	0,2	0,1	0,0	(0,0)	-	(0,0)		
+/- Variación de impuestos	1,5	(0,1)	(0,1)	(0,1)	0,0	(0,0)	(0,1)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	0,5	1,2	0,4	(1,9)	(0,2)	2,4	0,2		
Free Cash Flow Recurrente	(1,0)	0,2	0,6	(1,2)	(1,5)	1,0	1,2		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	TACC	
								15-18	18-21e
EBIT	0,4	1,1	1,3	1,7	1,6	1,8	2,2	65,0%	10,1%
* Tasa fiscal teórica	0,0%	14,4%	21,7%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	(0,2)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,4)		
EBITDA recurrente	1,3	1,8	2,2	2,6	2,7	3,0	3,5	25,1%	10,6%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
+/- Var. Capital circulante	(1,1)	(0,1)	(0,1)	(2,1)	(0,2)	(0,8)	(0,8)		
= Cash Flow operativo recurrente	0,2	1,7	2,1	0,5	2,3	2,1	2,5	23,7%	74,6%
- CAPEX	(0,8)	(1,1)	(1,1)	(1,3)	(3,3)	(0,6)	(0,8)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	(0,2)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,4)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	(0,5)	0,5	0,8	(1,1)	(1,3)	1,1	1,3	26,8%	n.a.
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	n.a.	n.a.	63,5%	n.a.	18,3%	n.a.	20,4%		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	n.a.	1,4%	2,1%	n.a.	n.a.	2,5%	2,8%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	(1,7)	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	(0,5)	(1,2)	0,8	(1,1)	(1,3)	1,1	1,3	26,8%	n.a.
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	n.a.	125,0%	n.a.	n.a.	18,3%	n.a.	20,4%		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	n.a.	1,6%	2,6%	n.a.	n.a.	3,7%	4,4%		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	n.a.	n.a.	2,6%	n.a.	n.a.	3,7%	4,4%		

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

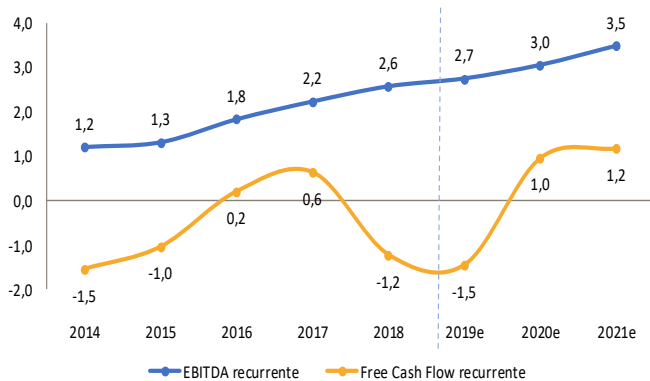
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2014 - 2018)



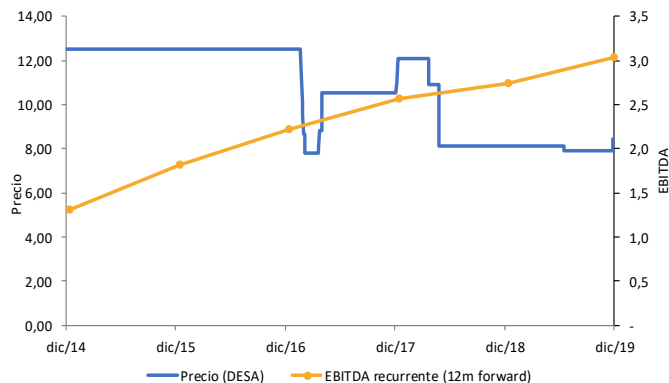
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2018 - 2021e)



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	15,1	
+ Minoritarios	-	Rdos. 9m 2019
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,7	Rdos. 9m 2019
+ Deuda financiera neta	14,4	Rdos. 9m 2019
- Inmovilizado financiero	0,0	Rdos. 9m 2019
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	30,1	

Anexo 4. Comportamiento histórico⁽¹⁾⁽²⁾

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	TACC 08-18	18-21e
Total Ingresos	14,4	10,9	23,7	36,9	31,9	31,9	32,2	34,1	34,6	38,1	41,1	42,7	44,8	47,1	11,0%	4,7%
Cto. Total ingresos	-19,8%	-24,3%	117,3%	55,4%	-13,4%	-0,1%	1,1%	5,7%	1,7%	9,9%	7,8%	3,9%	5,0%	5,1%		
EBITDA	1,9	(0,0)	(0,7)	1,7	(0,2)	0,4	1,2	1,2	1,9	2,2	2,6	2,7	3,0	3,5	3,3%	10,6%
Cto. EBITDA	-33,7%	-101,4%	n.a.	331,8%	-113,1%	295,2%	177,4%	-1,8%	62,4%	15,7%	15,3%	6,9%	11,1%	14,1%		
EBITDA/Ingresos	12,8%	n.a.	n.a.	4,6%	n.a.	1,4%	3,7%	3,5%	5,5%	5,8%	6,2%	6,4%	6,8%	7,4%		
Beneficio neto	0,7	(0,7)	0,4	0,0	(1,0)	(0,6)	(1,7)	(0,1)	0,6	0,8	1,2	1,2	1,3	1,6	5,7%	10,4%
Cto. Beneficio neto	-45,2%	-205,7%	157,2%	-91,8%	n.a.	41,4%	-193,4%	92,1%	590,0%	28,8%	46,8%	-5,0%	14,3%	23,9%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	1,1	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		
BPA (EUR)	0,63	n.a.	0,29	0,02	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,36	0,47	0,69	0,65	0,75	0,92		
Cto. BPA	-45,2%	n.a.	n.a.	-93,3%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	29,1%	46,9%	-5,0%	14,3%	23,9%		
BPA ord. (EUR)	n.a.	n.a.	0,18	0,04	n.a.	n.a.	n.a.	0,00	0,32	0,47	0,69	0,65	0,75	0,92		
Cto. BPA ord.	n.a.	n.a.	n.a.	-75,8%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	47,7%	46,9%	-5,0%	14,3%	23,9%		
CAPEX	(0,4)	(0,3)	(0,7)	(0,1)	(0,4)	(0,5)	(0,5)	(0,8)	(1,1)	(1,1)	(1,3)	(3,3)	(0,6)	(0,8)		
CAPEX/Vtas %	2,6%	2,8%	3,2%	0,4%	1,2%	1,6%	1,6%	2,3%	3,1%	2,8%	3,0%	7,8%	1,4%	1,6%		
Free Cash Flow	(2,6)	1,4	0,8	(0,7)	0,6	(0,0)	(1,5)	(1,2)	(1,4)	0,6	(1,2)	(1,5)	1,0	1,2	-7,3%	n.a.
DN/EBITDA (x) ⁽³⁾	5,1x	n.a.	n.a.	7,6x	n.a.	24,9x	9,1x	10,1x	6,9x	5,7x	5,2x	5,8x	5,1x	4,4x		
PER (x)	19,7x	n.a.	42,2x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	34,5x	25,8x	11,8x	12,9x	11,3x	9,1x		
EV/Vtas (x)	1,6x	1,7x	1,5x	1,0x	1,1x	1,1x	1,0x	1,0x	1,0x	0,9x	0,7x	0,7x	0,7x	0,6x		
EV/EBITDA (x) ⁽³⁾	12,6x	n.a.	n.a.	21,4x	n.a.	n.a.	28,1x	29,6x	18,8x	15,7x	11,1x	11,0x	9,9x	8,7x		
Comport. Absoluto	25,0%	-20,0%	22,5%	2,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-3,2%	-33,1%	-33,1%	4,3%				
Comport. Relativo vs Ibex 35	106,4%	-38,4%	48,4%	17,4%	4,9%	-17,6%	-3,5%	7,7%	2,1%	-9,9%	-21,3%	-7,9%				

Nota 1: Los múltiplos son históricos, calculados en base al precio y EV de final de cada ejercicio, salvo (en su caso) en el año en curso, en que se darían múltiplos a precios actuales. El comportamiento absoluto y relativo corresponde a cada ejercicio (1/1 a 31/12). La fuente, tanto de múltiplos históricos como de evolución de la cotización, es Thomson Reuters.

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

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

Nota 4: El ejercicio 2010 no es comparable debido al cambio de perímetro realizado (adquisición de Grupo SIMES en junio 2010)

Anexo 5. Principales competidores 2019e

		Actores con amplia gama de productos						Actores especializados en alta tecnología							
		NORMA GROUP SE	RAWLPLUG SA	GRANGES AB	MOMENTUM GROUP AB	TRIFAST PLC	BERGMAN & BEVING AB	Average	GEORG FISCHER AG	BOSSARD HOLDING AG	BUFAF AB	SFS GROUP AG	BARNES GROUP INC	Average	DESA
Datos Mercado	Ticker (Reuters)	NOEJ.DE	RWLP.WA	GRANG.ST	MMGRb.ST	TRFT.L	BERGb.ST		FIN.S	BOS.S	BUFAF.ST	SFSNCHF.xbc	B		DESA.MC
	País	Germany	Poland	Sweden	Sweden	UK	Sweden		Switzerland	Switzerland	Sweden	Switzerland	USA		Spain
	Market cap	1.210,8	61,4	715,5	309,0	268,7	201,2		3.675,1	1.070,3	476,8	3.205,6	2.832,8		15,1
	Enterprise value (EV)	1.660,8	139,4	1.026,8	397,7	305,8	307,7		4.092,2	1.246,0	653,6	3.274,1	3.551,2		30,1
Información financiera básica	Total Ingresos	1.090,3	190,5	1.162,1	591,2	243,7	382,0		3.449,2	802,8	405,9	1.648,1	1.354,1		42,7
	Cto.Total Ingresos	0,6%	5,4%	-8,6%	2,3%	0,4%	0,9%	0,2%	-15,1%	3,7%	8,8%	6,8%	3,8%	1,6%	3,9%
	2y TACC (2019e - 2021e)	1,8%	2,5%	11,6%	1,2%	3,1%	3,2%	3,9%	2,3%	2,8%	7,1%	3,7%	3,9%	4,0%	5,1%
	EBITDA	181,7	20,8	123,9	55,7	28,3	37,8		360,4	102,8	49,3	294,9	305,5		2,7
	Cto. EBITDA	4,4%	-0,8%	-7,3%	66,3%	17,4%	47,6%	21,3%	-23,9%	-3,9%	23,0%	-0,2%	5,7%	0,1%	6,9%
	2y TACC (2019e - 2021e)	7,2%	3,3%	15,9%	-2,1%	2,1%	9,4%	6,0%	12,9%	5,7%	7,9%	6,4%	6,1%	7,8%	12,6%
	EBITDA/Ingresos	16,7%	10,9%	10,7%	9,4%	11,6%	9,9%	11,5%	10,4%	12,8%	12,2%	17,9%	22,6%	15,2%	6,4%
	EBIT	121,7	13,3	81,7	30,9	25,3	23,4		238,7	84,9	36,4	209,2	217,6		1,6
	Cto. EBIT	10,0%	-8,4%	-17,4%	6,8%	27,2%	3,2%	3,6%	-30,4%	-8,4%	3,8%	-3,1%	5,2%	-6,6%	-2,8%
	2y TACC (2019e - 2021e)	11,4%	3,4%	23,1%	3,4%	1,6%	14,4%	9,6%	18,2%	5,8%	11,1%	7,7%	5,8%	9,7%	17,3%
	EBIT/Ingresos	11,2%	7,0%	7,0%	5,2%	10,4%	6,1%	7,8%	6,9%	10,6%	9,0%	12,7%	16,1%	11,0%	3,8%
	Beneficio Neto	84,7	7,2	59,5	23,1	19,5	15,8		176,8	63,9	25,6	172,7	148,3		1,2
	Cto. Beneficio Neto	-7,7%	-24,5%	-12,2%	4,2%	37,1%	-2,6%	-0,9%	-28,7%	-15,8%	2,1%	0,2%	0,8%	-8,3%	-5,0%
	2y TACC (2019e - 2021e)	9,2%	4,7%	23,7%	3,7%	0,3%	17,5%	9,8%	17,0%	5,6%	12,1%	5,3%	7,2%	9,5%	19,0%
	CAPEX/Ventas	-5,4%	-6,5%	-11,2%	-3,9%	-2,1%	-1,3%	-5,1%	-5,5%	-4,4%	-1,5%	-7,6%	-3,7%	-4,5%	-7,8%
Múltiplos y Ratios	Free Cash Flow	69,5	n.a.	(15,3)	13,5	12,1	26,0		142,7	26,8	n.a.	82,1	157,5		(1,5)
	Deuda financiera Neta	374,5	55,6	311,9	70,0	14,2	145,6		167,4	136,8	156,5	(24,5)	694,9		15,9
	DN/EBITDA (x)	2,1	2,7	2,5	1,3	0,5	3,9	2,1	0,5	1,3	3,2	(0,1)	2,3	1,4	5,8
	Pay-out	36,5%	42,0%	37,4%	38,1%	32,4%	49,3%	39,3%	47,7%	55,5%	42,2%	42,3%	20,8%	41,7%	50,0%
	P/E (x)	14,0	8,0	11,8	13,8	14,6	12,0	12,4	19,4	19,0	17,6	18,6	19,4	18,8	12,9
	P/BV (x)	1,9	0,6	1,9	2,3	2,4	1,2	1,7	2,7	3,9	2,7	2,7	2,5	2,9	1,2
	EV/Ingresos (x)	1,5	0,7	0,9	0,7	1,3	0,8	1,0	1,2	1,6	1,6	2,0	2,6	1,8	0,7
	EV/EBITDA (x)	9,1	6,7	8,3	7,1	10,8	8,1	8,4	11,4	12,1	13,3	11,1	11,6	11,9	11,0
	EV/EBIT (x)	13,7	10,5	12,6	12,9	12,1	13,2	12,5	17,1	14,7	18,0	15,7	16,3	16,3	18,5
	ROE	12,3	7,4	15,8	18,1	n.a.	n.a.	13,4	13,3	21,7	17,0	15,2	13,3	16,1	9,1
	FCF Yield (%)	5,7	n.a.	n.a.	4,5	4,5	13,0	7,0	3,9	2,5	n.a.	2,6	5,6	3,6	n.a.
	DPA	0,97	0,09	0,29	0,31	0,05	0,29	0,34	20,62	3,88	0,29	1,95	0,58	5,46	0,33
	Dvd Yield	2,6%	5,0%	3,1%	2,8%	2,3%	3,8%	3,3%	2,3%	2,4%	2,3%	2,3%	1,0%	2,1%	3,9%

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

Nota 2: Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

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

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

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

Histórico de recomendaciones

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
23-Dic-2019	n.a.	8,45	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	Ana Isabel González García, CIIA