

RENTA VARIABLE - ESPAÑA

Sector: Salud - Suministros Médicos

Propuesta de indicadores de valor/momentum
Informe sin proyecciones, ni valoración, ni recomendación
Ver explicación del producto en la página 3 de este informe

Fecha del informe: 30 oct 2020
Precio de Cierre: EUR 8,84 (29 oct 2020)

PRIM es una compañía española de pequeño tamaño especializada en el suministro de dispositivos médicos y hospitalarios con fines quirúrgicos, rehabilitación, fisioterapia y geriatría. Su mercado principal es el local (c.92% s/Ingresos 2019), en el que ha reforzado su apuesta en ortopedia.

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

Lo que "dicen" los números hoy

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	153,3	179,0
EV (Mn EUR y USD) (1)	133,4	155,8
Deuda neta (1S20/2S19)	(9,5)	(4,9)
Número de Acciones (Mn)	17,3	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	12,20 / 10,03 / 8,34	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,13	
Rotación (%) (2)	20,91	
Thomson Reuters / Bloomberg	PRIM.MC / PRM SM	
Cierre año fiscal	31 dic	

Estructura Accionarial (%) (7)

J.I. Comenge	20,0
Familia Prim	15,2
Fidelity	10,0
Inversiones Melca	7,6
Free Float	37,7

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2016	2017	2018	2019
Nº Acciones ajustado	16,7	17,3	17,3	17,3
Ventas	111,8	122,5	135,8	152,3
EBITDA Rec. (3)	14,1	17,0	19,0	20,5
% Var	5,3	20,1	12,1	7,5
% Mg EBITDA Rec/Ing	12,6	13,9	14,0	13,4
% Var EBITDA sector (4)	10,5	10,9	10,4	15,5
Beneficio neto	13,1	13,9	14,1	11,2
BPA (EUR)	0,78	0,80	0,81	0,65
% Var	25,4	2,5	1,6	-20,5
BPA Ord (EUR)	0,72	0,71	0,76	0,68
% Var	28,3	-0,9	6,6	-10,1
Free Cash Flow (5)	10,4	9,3	2,1	-5,3
Pay-out (%)	60,9	72,1	71,0	89,4
DPA (EUR)	0,48	0,58	0,58	0,58
Deuda financiera neta	-16,4	-21,9	-15,9	-4,9
DN / EBITDA Rec. (x)	-1,2	-1,3	-0,8	-0,2
ROE (%)	13,6	13,4	13,1	10,2
ROCE (%)	18,2	17,5	17,7	12,3

Ratios y Múltiplos(x) (6)

PER	11,3	11,0	10,8	13,7
PER Ordinario	12,3	12,4	11,6	12,9
P/BV	1,5	1,4	1,4	1,4
Dividend Yield (%)	5,4	6,5	6,5	6,5
EV/Ventas	1,19	1,09	0,98	0,88
EV/EBITDA Rec.	9,4	7,9	7,0	6,5
EV/EBIT	10,2	8,8	8,0	8,8
FCF rec. Yield (%) (5)	6,8	6,1	1,3	n.a.

(1) Para detalle del cálculo ver página 8.
(2) Rotación representa el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.
(3) En 2019 el EBITDA es c. EUR 1,2Mn mayor por la aplicación de IFRS 16.
(4) Sector: Eurostoxx 600 Health Care.
(5) Calculado sobre FCF recurrente. Ver página 7.
(6) Múltiplos y ratios calculados con cotización a fecha de este informe.
(7) Otros: Familia Masaveu 5,0%, Ruiz de Alda, F. 4,5%

TASAS DE CRECIMIENTO OPERATIVO -5Y ELEVADAS: (Ingresos y EBITDA Rec. 2014-2019: +10,0% y +10,3% TACC, respectivamente), con una mejora del Mg. EBITDA de c. 0,2.p.p. que empujó el EBITDA 2019 hasta EUR 20,5Mn (Mg. EBITDA 13,4%).

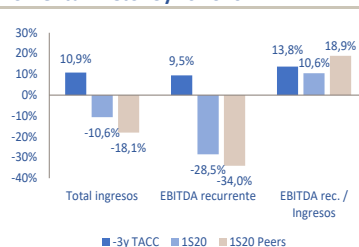
CON UNA ESTRUCTURA DE CAPITAL SANEADA... Caja Neta 1S20 EUR 9,5Mn. La generación de caja de los últimos años no sólo ha permitido que se incremente la caja neta de la compañía, sino que, adicionalmente, PRIM contaba a cierre del 1S20 con unas inversiones financieras a L/P de EUR 11Mn (c. 7% s/Market cap).

...Y UNA GENERACIÓN DE VALOR SIGNIFICATIVA: La rentabilidad del negocio medida a través del ROCE ha mantenido un nivel medio del 15,3% durante el período 2014-2019; pese a que en 2019 se desacelera hasta el 12,3% resultado del incremento del CAPEX y de los niveles de working capital. En términos de creación de valor, el diferencial ROCE – WACC se situaría en c. 5p.p. (vs c. 6p.p. en 2014).

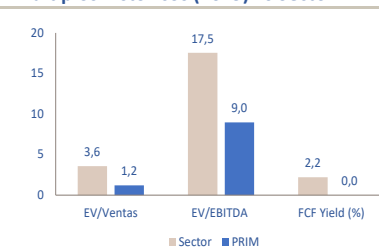
MOMENTUM (1S20) ¿QUÉ MUESTRAN LOS RESULTADOS MÁS RECIENTES? Pese a que durante el 1T20 la compañía mantuvo la tendencia de crecimiento: Ingresos +9,5% vs 1T19 (en línea con el crecimiento visto durante los últimos años; +10,0% TACC 2014-2019), el shock provocado por el Covid-19 interrumpe esta tendencia (Ingresos 1S20: -10,6%; aunque se mantiene el diferencial positivo vs su sector).

EN CONCLUSIÓN: ¿QUÉ "DICEN" LOS NÚMEROS?: Crecimiento estable de ingresos y EBITDA (c.10% -5y). Y márgenes que parecen consolidar niveles del 13,5% (c. 11% en 1S20; pese al contexto). "Hoy", la tendencia no sería de aceleración del crecimiento sino de estabilización. Estructura de capital muy saneada (estructuralmente en posición de caja neta). Los ejercicios "teóricos" de valoración realizados (múltiplos, DCF s/EBIT neto 2019) apuntan a una posible "reserva de valor" (que la ausencia de proyecciones financieras impide corroborar).

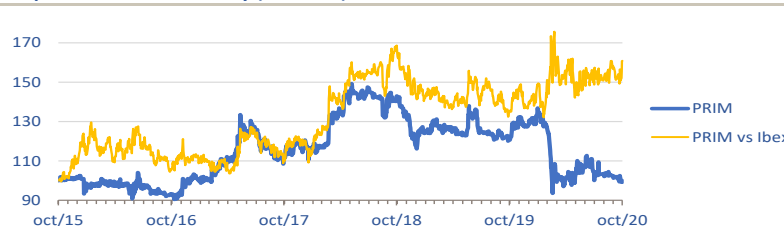
Momentum: Cto -3y vs 1S20



Múltiplos históricos (2019) vs Sector



Comportamiento relativo -5y (base 100)



Comportamiento en bolsa (%)

	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	-2,9	-4,9	-18,9	-22,8	-10,7	-0,8
vs Ibex 35	1,7	6,8	18,9	15,0	42,0	60,9
vs Ibex Small Cap Index	-0,5	-6,7	-15,4	-16,2	-17,6	-25,3
vs Eurostoxx 50	5,5	6,0	-0,8	-2,3	10,2	14,4
vs sector Benchmark (4)	4,8	4,2	-16,8	-15,7	-20,9	-4,7

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

Índice de Contenidos

1. Propósito de este informe

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

2. Conclusiones

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

3. La compañía en 6 gráficos

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

4. Información financiera básica

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

5. "Todos los números"

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

6. Inputs de valoración

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

1. Propósito de este informe

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

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

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

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

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

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

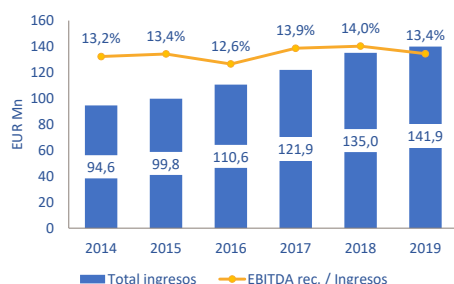
B) Lo que "no es": lo que ni se hace ni se pretende en este informe

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

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

2. Conclusiones

Gráfico 1. Ingresos y Mg. EBITDA (2014-2019)



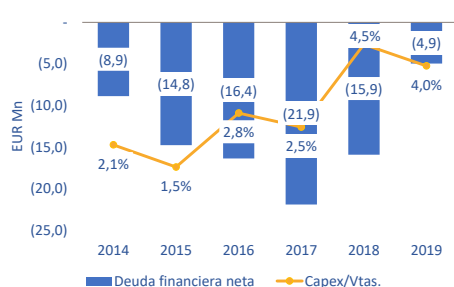
A partir del análisis realizado sobre los “números ciertos” de la Compañía, basado exclusivamente en los estados financieros ya publicados (2014-2019), destacamos los siguientes puntos:

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

¿Qué ha ocurrido durante el período 2014-2019?

- **Crecimiento en ingresos y EBITDA:** +10,0% y +10,3% TACC 2014-2019, respectivamente, con una mejora del margen EBITDA de c. 0,2p.p. que empujó el EBITDA 2019 hasta EUR 20,5Mn (Mg. EBITDA 2019: 13,4%; Gráfico 1).
- **Con una generación de caja significativa,** manteniendo una conversión de c. 60% del EBITDA en caja.
- **Y manteniendo una posición de caja neta.** Pese al incremento del CAPEX y la inversión en circulante para el desarrollo de nuevos negocios, PRIM ha mantenido niveles de caja neta durante el período 2014-2019. Adicionalmente, en 2019 contaba con unas inversiones financieras a L/P de EUR 13,7Mn (-14% vs 2018).
- **Sin perder el “foco” en la retribución al accionista.** Manteniendo un dividendo de c. EUR 10Mn (DPA c. EUR 0,58/acc) durante 2017 y 2018 (consolidando un pay out de c. 70%). Como consecuencia del entorno de incertidumbre actual provocado por el Covid-19, la compañía reduce el DPA 2019 hasta EUR 0,33/acc. (pay out del 51%). La rentabilidad por dividendo media -5y se ha situado en el 5,4%.

Gráfico 2. DN vs CAPEX/Vtas (2014-2019)



¿Cuál ha sido la tendencia?

- **Durante los últimos 3 años el crecimiento se acelera:** Ingresos y EBITDA presentan crecimientos de doble dígito (+10,9% y +13,1% TACC 2016-2019), con un crecimiento superior al visto -5y TACC (+0,9p.p. y +2,8p.p., respectivamente). En términos de márgenes, el margen EBITDA promedio de la compañía se ha mantenido en el entorno del 13,5% (Gráfico 3) durante los últimos tres años. La misma conclusión aplica para el margen EBIT (promedio -3y: 11,6%).
- **¿Y en 2019?** La tasa de crecimiento de doble dígito en ingresos vista durante los últimos 3 años se mantiene en 2019 con un crecimiento del 12,2% (vs TACC 10,9% -3y). Sin embargo, a nivel EBITDA, aunque mantiene tasas de crecimiento elevadas, su crecimiento mostró una cierta “desaceleración” vs el crecimiento visto -3y (7,5% vs 13,1% TACC del período 2016-2019). No obstante, pese a que en 2019 presentó un Mg. EBITDA Recurrente ligeramente inferior al obtenido en 2018 (13,4% vs 14% en 2018), se mantiene un nivel de márgenes similar al observado -3y (c. 13,5%).

Gráfico 3. Tendencias: -5y, -3y y 2019

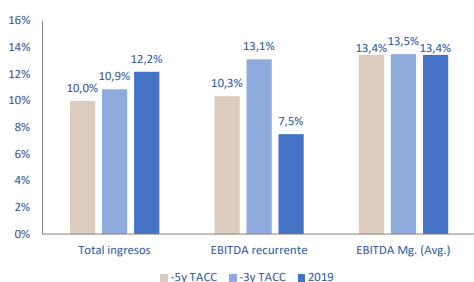
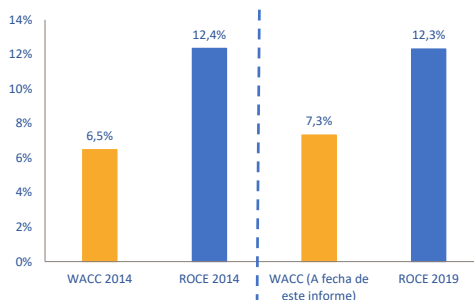


Gráfico 4. Creación de valor: ROCE vs WACC



Nota: El incremento del WACC a fecha de este informe se explica por un incremento del ERP.

Y una posición financiera sólida (caja neta 2019 EUR 4,9Mn): aunque c. EUR 11Mn inferior vs 2018 (EUR 13Mn inferior si consideramos la reducción de inversiones financieras a L/P). El FCF Rec. 2019 (EUR -5,3Mn) se redujo vs la media 2014-2018 (EUR 10Mn) por un incremento del CAPEX (4% s/Vtas vs media -5y de 2,7%), y del capital circulante (por el incremento de inventarios: 33,4% s/Vtas vs media -5y de 28,6%). Manteniendo un cash out para retribuir al accionista de EUR 10Mn en 2019 y 2018.

Destaca la tendencia de la rentabilidad del negocio medida a través del ROCE, manteniendo un ROCE medio durante 2014-2019 del 15,3%; pese a que se desacelera hasta el 12,3% en 2019 como resultado del incremento del CAPEX y de los niveles de working capital. En términos de creación de valor, el diferencial ROCE – WACC se situaría en c. 5p.p. a fecha de este informe (vs c. 6p.p. en 2014).

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

	Total Ingresos			EBITDA			EBITDA Mg.		
	2019	TACC -3Y	TACC -5Y	2019	TACC -3Y	TACC -5Y	2019	TACC -3Y (Avg)	TACC -5Y (Avg)
Compañía	12,2%	10,9%	10,0%	7,5%	13,1%	10,3%	13,4%	13,5%	13,4%
Sector	5,5%	6,3%	7,0%	17,4%	6,0%	6,4%	21,0%	20,6%	21,1%
Spread (p.p.)	6,7	4,5	3,0	(9,9)	7,1	3,9	(7,6)	(7,1)	(7,7)

- **En ingresos:** La compañía ha mantenido un ritmo de crecimiento superior al registrado por su sector durante el período 2014-2019, incrementando el diferencial de crecimiento hasta c. 7p.p. en 2019 (vs 3p.p. durante el período 2014-2019).
- **En términos de márgenes:** El margen EBITDA promedio de la compañía se ha mantenido estable durante los últimos años c. 13,5%; en línea con el obtenido por sus principales comparables con capitalización < 3bn en 2019. Aunque inferior al obtenido por los principales operadores globales, con márgenes del 25-30% (lo que explica el diferencial negativo vs su sector de c. 8p.p. durante el período analizado).

Momentum (1S20): ¿Qué muestran los resultados más recientes?

La crisis sanitaria desatada por el Covid-19 supuso la suspensión de cualquier actividad no crítica (resultando en una recesión global sin precedentes). Lo que implica que los resultados 1S20 de la compañía se encuentren completamente marcados por el impacto de la pandemia. No obstante, en este contexto, quizás la pregunta más interesante a resolver sea: ¿cómo han respondido los fundamentales de la compañía ante el complicado entorno?

- **Caída de ingresos (-10,3% vs 1S19)...** pese a que durante el 1T20 la compañía mantiene la tendencia de crecimiento iniciada años atrás: Ingresos +9,5% vs 1T19 (en línea con el crecimiento visto durante los últimos años; +10,0% TACC 2014-2019), el shock provocado por el Covid-19 interrumpe esta tendencia (aunque se mantiene el diferencial positivo vs su sector, que presentó una contracción de c. 19% vs 1S19).
- **...Que se traslada al EBITDA,** con una contracción del 28,5% vs 1S19. Pese a ello, destacamos que la compañía sigue siendo rentable desde un punto de vista operativo (Mg. EBITDA c. 10,6%; manteniendo un margen en línea con el obtenido por sus principales comparables con capitalización < 3Bn durante el 1S20).
- **Manteniendo una posición muy sólida de balance.** Pese a la fuerte reducción del EBITDA, PRIM mantiene una caja neta de EUR 9,5Mn (vs EUR 4,9Mn en 2019). La posición financiera total (incluyendo inversiones financieras largo plazo) asciende a EUR 20,5Mn (+10% vs 2019; 13% s/Market cap).

B) Ejercicios “teóricos” de valoración

En términos relativos (vs peers) la compañía cotizaría (“aparentemente”) con un descuento del 55,6% estimado en base al EV/Vtas “teórico” de PRIM. La conclusión se mantiene intacta utilizando otros múltiplos: en términos de EV/EBITDA, EV/EBIT, PRIM presenta descuentos “teóricos” del 48,9% y del 51,2%, respectivamente, frente a sus principales comparables.

En términos absolutos (descuento de flujos), la compañía cotizaría con un descuento (“aparente”) del 27,3%, calculado en base a del EBIT neto de 2019 (proyectado con una G del 2%). La relación ROCE 2019 (12,3%) vs WACC (7,3%; a fecha de este informe) muestra un negocio en el que la creación de valor es clara.

En conclusión: ¿qué “dicen” los números?: Crecimiento estable de ingresos y EBITDA (c. 10%). Y márgenes que parecen haber consolidado niveles del 13,5% durante los últimos cinco años (vs 12,5% en 2013). La tendencia no sería de aceleración del crecimiento sino de estabilización. Diferenciales de crecimiento positivos vs sector. Aunque manteniendo un spread negativo en margen EBITDA/Vtas vs sector (-7,7p.p., -5y; -7,6p.p., 2019). Estructura de capital muy saneada (estructuralmente en posición de caja neta). Los ejercicios teóricos de valoración (múltiplos, DCF) apuntan a fuerte infravaloración. Que, en ausencia de proyecciones financieras, no puede considerarse una valoración “per se”. Y sí un indicador de una posible reserva de valor.

3. La compañía en 6 gráficos

Gráfico 1: Ingresos (2014-2019)

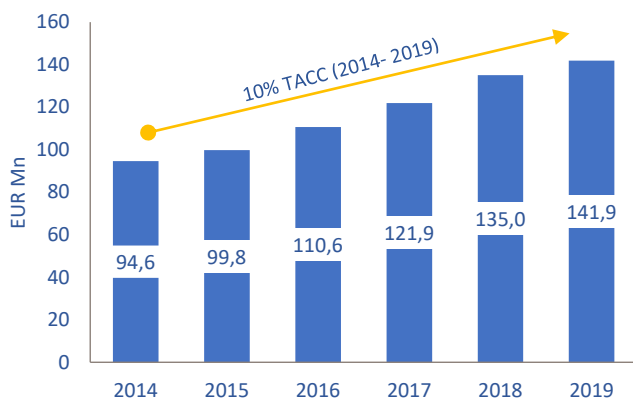


Gráfico 2: Ingresos por geografía (2019)

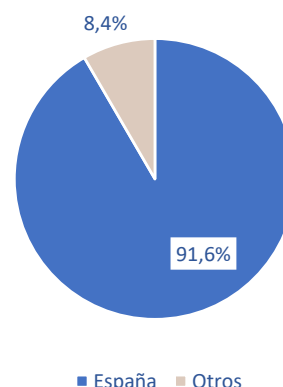


Gráfico 3: EBITDA Rec. vs Mg. EBITDA

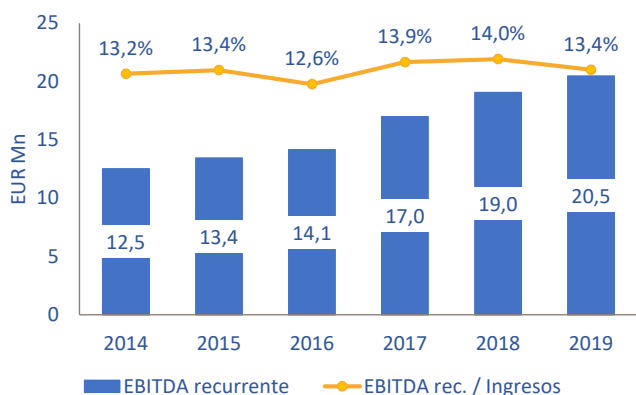


Gráfico 4: Crecimiento Ingresos y EBITDA (y/y)

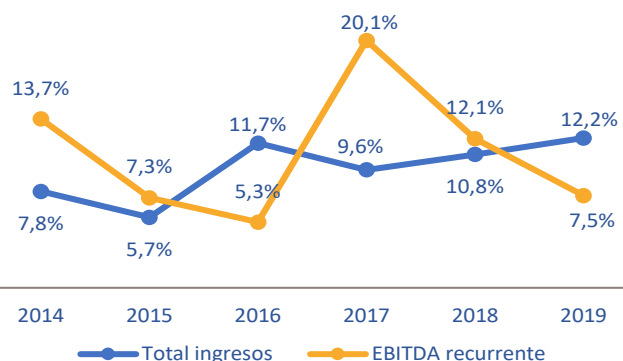


Gráfico 5: Free Cash Flow Rec. vs CAPEX/Vtas

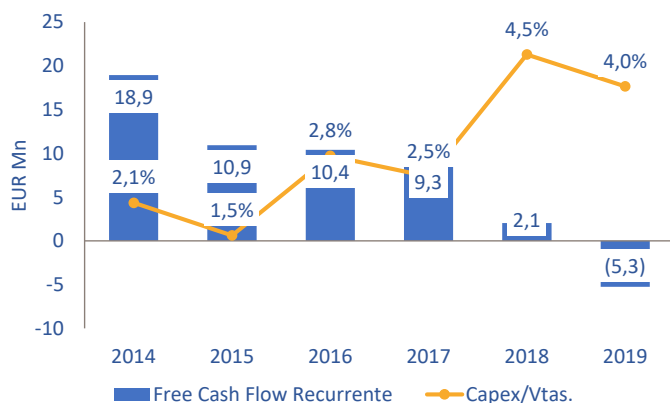
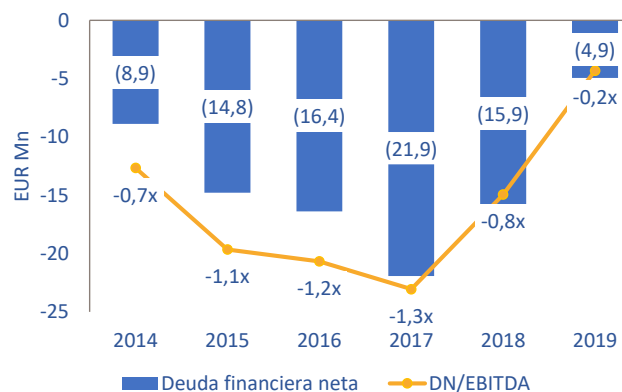


Gráfico 6: Deuda Neta vs DN/EBITDA



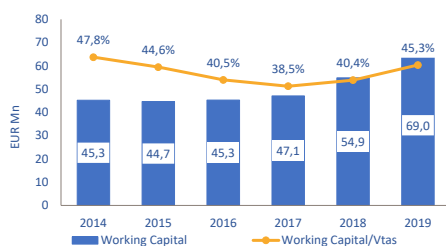
4. Información financiera básica
Estados Financieros históricos (2014 - 2019) ⁽¹⁾

Balance (EUR Mn)	2014	2015	2016	2017	2018	2019		
Inmovilizado inmaterial	0,3	0,2	3,2	3,2	4,4	6,1		
Inmovilizado material	12,8	12,3	12,3	12,3	13,8	16,0		
Otros activos no corrientes	1,0	1,2	1,2	0,2	0,2	0,2		
Inmovilizado financiero	23,8	18,0	19,6	17,9	15,9	13,7		
Fondo de comercio y otros intangibles	1,6	1,6	3,6	4,2	4,2	4,2		
Activo circulante	63,4	63,9	67,0	73,8	81,6	97,8		
Total activo	102,8	97,3	106,9	111,5	120,1	137,9		
Patrimonio neto	92,7	92,2	100,8	106,1	108,8	111,1		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	0,9	0,6	0,7	0,7	0,4	0,9		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	2,1		
Deuda financiera neta	(8,9)	(14,8)	(16,4)	(21,9)	(15,9)	(4,9)		
Pasivo circulante	18,1	19,3	21,7	26,6	26,7	28,8		
Total pasivo	102,8	97,3	106,9	111,5	120,1	137,9		
							TACC	
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	14-19	16-19
Total ingresos	94,7	100,1	111,8	122,5	135,8	152,3	10,0%	10,9%
<i>Cto. Total ingresos</i>	7,8%	5,7%	11,7%	9,6%	10,8%	12,2%		
Coste de ventas	(41,7)	(45,9)	(52,3)	(57,2)	(62,9)	(73,4)		
Margen Bruto	52,9	54,1	59,5	65,4	73,0	78,9	8,3%	9,9%
<i>Margen Bruto (s/Ingresos)</i>	55,9%	54,1%	53,2%	53,3%	53,7%	51,8%		
Gastos de personal	(26,9)	(26,8)	(29,2)	(31,0)	(33,4)	(36,2)		
Otros costes de explotación	(13,5)	(13,9)	(16,1)	(17,4)	(20,5)	(22,2)		
EBITDA recurrente	12,5	13,4	14,1	17,0	19,0	20,5	10,3%	13,1%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	13,7%	7,3%	5,3%	20,1%	12,1%	7,5%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	13,2%	13,4%	12,6%	13,9%	14,0%	13,4%		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	0,1	0,3	1,2	0,6	0,7	(0,3)		
Depreciación y provisiones	12,6	13,8	15,3	17,6	19,8	20,1	9,8%	9,5%
Depreciación y provisiones	(0,8)	(2,3)	(2,3)	(2,4)	(3,0)	(3,7)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	(1,2)		
EBIT	11,8	11,5	13,0	15,2	16,8	15,2	5,2%	5,3%
<i>Cto. EBIT</i>	18,4%	-3,0%	13,6%	17,0%	10,0%	-9,2%		
<i>EBIT / Ingresos</i>	12,5%	11,5%	11,6%	12,4%	12,3%	10,0%		
Impacto fondo de comercio y otros	0,1	0,7	(0,0)	-	0,0	-		
Resultado financiero neto	2,4	2,4	1,8	1,6	1,3	1,4		
Resultados por puesta en equivalencia	0,0	0,1	0,1	0,1	-	-		
Beneficio ordinario	14,3	14,6	14,9	16,9	18,0	16,6	3,0%	3,7%
<i>Cto. Beneficio ordinario</i>	20,7%	2,3%	1,9%	13,4%	6,7%	-7,9%		
Extraordinarios	-	-	-	1,4	0,5	0,4		
Beneficio antes de impuestos	14,3	14,6	14,9	18,3	18,5	17,0	3,6%	4,5%
Impuestos	(4,3)	(3,9)	(1,8)	(4,4)	(4,4)	(5,8)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	30,2%	26,8%	12,0%	24,0%	23,8%	34,1%		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	10,0	10,7	13,1	13,9	14,1	11,2	2,4%	-5,0%
<i>Cto. Beneficio neto</i>	3,4%	7,4%	22,4%	6,1%	1,6%	-20,5%		
Beneficio ordinario neto	9,9	10,5	12,1	12,4	13,2	11,9	3,6%	-0,6%
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	23,7%	5,3%	15,2%	2,6%	6,6%	-10,1%		
							TACC	
Cash Flow (EUR Mn)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	14-19	16-19
EBITDA recurrente	12,5	13,4	14,1	17,0	19,0	20,5	10,3%	13,1%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	(1,2)		
Var. Capital circulante	10,3	0,6	(0,6)	(1,8)	(7,8)	(14,1)		
Cash Flow operativo recurrente	22,8	14,0	13,5	15,1	11,3	5,2	-25,7%	-27,4%
Capex	(1,9)	(1,5)	(3,2)	(3,0)	(6,1)	(6,0)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow	2,4	2,4	1,8	1,6	1,3	1,4		
Impuestos	(4,3)	(3,9)	(1,8)	(4,4)	(4,4)	(5,8)		
Free Cash Flow Recurrente	18,9	10,9	10,4	9,3	2,1	(5,3)	n.a.	n.a.
Variación del endeudamiento	(13,6)	(5,9)	(1,6)	(5,6)	6,0	11,0		
Deuda neta / EBITDA (x)	-0,7	-1,1	-1,2	-1,3	-0,8	-0,2		

Nota 1: En 2019 el EBITDA es c. EUR 1,2Mn mayor por la aplicación de IFRS 16.

Descomponiendo las principales partidas del Balance

Gráfico 1: Working Capital



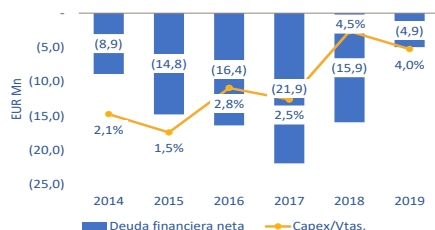
Composición Working Capital

EUR Mn	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Existencias	20,8	26,3	33,7	39,5	44,3	50,8
Clientes	41,6	37,3	33,1	34,1	37,0	46,6
Proveedores	(9,5)	(11,0)	(12,7)	(15,8)	(14,9)	(16,3)
Trade working capital	52,9	52,6	54,0	57,8	66,4	81,1
Otros activos corrientes	1,0	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3
Otros pasivos corrientes	(8,6)	(8,2)	(9,0)	(10,9)	(11,9)	(12,5)
Working Capital	45,3	44,7	45,3	47,1	54,9	69,0
(Incremento)/Reduc. Inventarios	(2,3)	(5,5)	(7,4)	(5,8)	(4,8)	(6,5)
(Incremento)/Reduc. Clientes	10,5	4,2	4,2	(1,0)	(2,9)	(9,6)
Incremento/(Reduc.) Proveedores	0,8	1,5	1,7	3,0	(0,9)	1,4
(Incremento)/Reduc. Otros activos CP	(0,0)	0,7	0,0	0,0	(0,1)	(0,0)
Incremento/(Reduc.) Otros pasivos CP	1,4	(0,4)	0,8	1,9	1,0	0,6
Impacto en FCF	10,3	0,6	(0,6)	(1,8)	(7,8)	(14,1)

Working Capital s/Ventas

% s/Ventas	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Existencias	22,0%	26,3%	30,1%	32,2%	32,6%	33,4%
Clientes	43,9%	37,3%	29,6%	27,8%	27,3%	30,6%
Proveedores	10,0%	11,0%	11,4%	12,9%	10,9%	10,7%
Trade working capital	55,9%	52,6%	48,3%	47,1%	48,9%	53,3%
Otros activos corrientes	1,0%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Otros pasivos corrientes	9,1%	8,2%	8,0%	8,9%	8,7%	8,2%
Working Capital	47,8%	44,6%	40,5%	38,5%	40,4%	45,3%

Gráfico 2: Deuda Neta vs CAPEX/Ventas

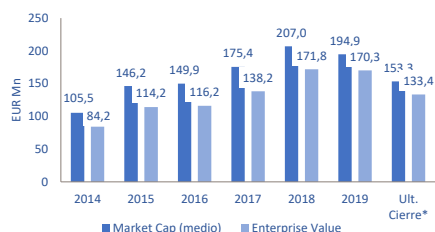


Endeudamiento y Liquidez

EUR Mn	2014	2015	2016	2017	2018	2019	1S20
Deuda Financiera a L/P	0,8	0,1	-	-	-	2,5	14,4
Emisión de obligaciones	-	-	-	-	-	-	-
Deuda Financiera a C/P	2,0	2,1	1,6	2,1	0,8	3,6	6,9
Otros pasivos fros.	2,1	2,0	3,4	2,2	1,6	0,7	-
Deuda financiera bruta	4,8	4,2	5,0	4,4	2,3	6,8	21,4
Caja	9,3	3,8	6,2	15,7	8,8	5,5	27,3
Inversiones a c/p	4,4	15,1	15,2	10,6	9,4	6,2	3,5
Caja y Equivalentes	13,7	18,9	21,4	26,3	18,3	11,7	30,9
Deuda financiera Neta	(8,9)	(14,8)	(16,4)	(21,9)	(15,9)	(4,9)	(9,5)
DN/EBITDA (x)*	-0,7x	-1,1x	-1,2x	-1,3x	-0,8x	-0,2x	-0,5x
DN/FFPP (%)	-9,6%	-16,0%	-16,2%	-20,7%	-14,6%	-4,5%	-8,3%
Vencimientos deuda financiera bruta							
Inferior a un año	2,0	2,1	1,6	2,1	0,8	3,6	6,9
Entre uno y cinco años	2,8	2,1	3,4	2,2	1,6	3,2	14,4
Superior a cinco años	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

* DN/EBITDA 1S20 calculada sobre EBITDA LTM.

Gráfico 3: Market Cap. vs EV (medio)



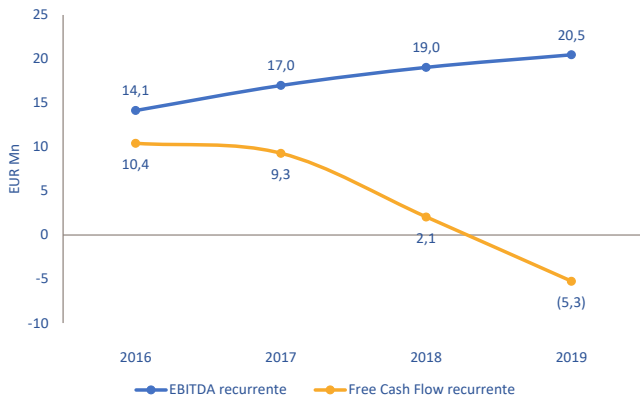
Evolución del Enterprise Value (EV) medio (2014-2019)

Enterprise Value	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Ult. Cierre*
Precio acción (medio)	6,08	8,43	8,62	10,10	11,90	11,23	8,84
Market Cap (medio)	105,5	146,2	149,9	175,4	207,0	194,9	153,3
+ Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,7	0,8	0,6	0,7	0,5	0,7	0,6
+ Deuda financiera neta	-2,1	-11,8	-15,6	-19,1	-18,9	-10,4	-9,5
- Inmovilizado financiero	-19,9	-20,9	-18,8	-18,7	-16,9	-14,8	-11,0
+/- Otros ajustes al EV	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Enterprise Value (medio)	84,2	114,2	116,2	138,2	171,8	170,3	133,4

*Ejercicio en curso conforme a los últimos datos disponibles. Precio por acción y Mkt. Cap. a fecha de este informe.

Detalle del Free Cash Flow recurrente y evolución

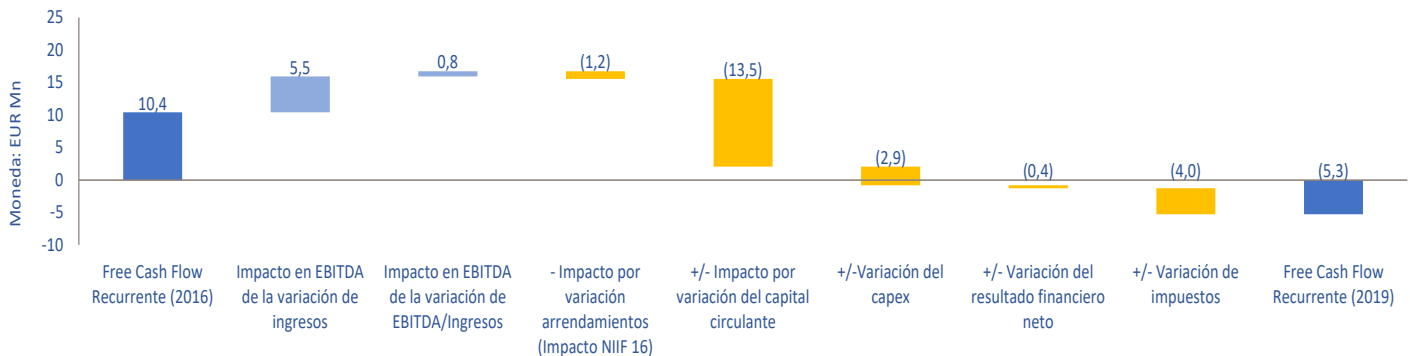
Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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

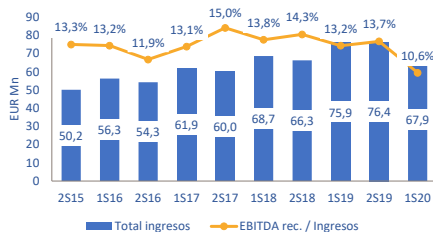


Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2016 - 2019)



Estacionalidad y tendencias

Gráfico 4: Evolución semestral de Ingresos y Margen EBITDA



P&L Semestrales: Estacionalidad

P&L Semestral (EUR Mn)	2S15	1S16	2S16	1S17	2S17	1S18	2S18	1S19	2S19	1S20
Total ingresos	50,2	56,3	54,3	61,9	60,0	68,7	66,3	75,9	76,4	67,9
Cto. Ingresos (YoY)	n.a.	n.a.	8,2%	9,9%	10,5%	11,0%	10,5%	10,5%	15,2%	-10,6%
EBITDA recurrente	6,7	7,5	6,5	8,1	9,0	9,5	9,5	10,0	10,4	7,2
Cto. EBITDA Rec. (YoY)	n.a.	n.a.	-3,7%	9,1%	39,2%	16,6%	5,8%	5,8%	9,7%	-28,5%
EBITDA rec. / Ingresos	13,3%	13,2%	11,9%	13,1%	15,0%	13,8%	14,3%	13,2%	13,7%	10,6%
EBITDA	7,0	7,5	7,6	8,2	9,6	9,6	10,2	10,3	9,9	7,2
Cto. EBITDA (YoY)	n.a.	n.a.	8,9%	8,7%	26,2%	17,2%	6,6%	7,5%	-3,4%	-30,1%
EBIT	6,0	6,5	6,5	6,9	8,3	8,1	8,7	7,9	7,3	4,4
Cto. EBIT (YoY)	n.a.	n.a.	8,4%	6,1%	27,8%	17,3%	4,0%	-1,9%	-16,0%	-44,5%
EBIT / Ingresos	12,0%	11,6%	12,0%	11,2%	13,9%	11,8%	13,0%	10,5%	9,5%	6,5%
Beneficio neto	5,4	5,7	7,4	6,6	7,3	6,9	7,2	5,4	5,8	3,6
Cto. Beneficio neto	n.a.	n.a.	36,3%	16,7%	-1,4%	3,6%	-0,8%	-21,2%	-19,9%	-33,2%

Análisis de Tendencias

Variación a/a	2014	2015	2016	2017	2018	2019	1S19	1S20
Total ingresos	7,8%	5,7%	11,7%	9,6%	10,8%	12,2%	10,5%	-10,6%
EBITDA recurrente	13,7%	7,3%	5,3%	20,1%	12,1%	7,5%	5,8%	-28,5%
EBITDA rec. / Ingresos (p.p.)	0,7	0,2	(0,8)	1,2	0,2	(0,6)	(0,6)	(2,6)
EBIT	18,4%	-3,0%	13,6%	17,0%	10,0%	-9,2%	-1,9%	-44,5%
EBIT / Ingresos (p.p.)	1,1	(1,0)	0,2	0,8	(0,1)	(2,4)	(1,3)	(4,0)
Beneficio neto	3,4%	7,4%	22,4%	6,1%	1,6%	-20,5%	-21,2%	-33,2%
Deuda financiera neta	-288,6%	-66,6%	-10,8%	-33,9%	27,4%	68,9%		
Deuda neta / EBITDA (x)	-1,1x	-0,4x	-0,1x	-0,1x	0,5x	0,6x		

5. "Todos los números"

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	TACC	
							14-19	16-19
MARKET DATA								
Precio por acción	6,30	9,01	8,90	10,35	10,50	11,45		
Capitalización (EUR Mn)	109,3	156,3	154,4	182,1	181,3	201,2		
Volumen medio anual (EUR Mn)	0,04	0,06	0,03	0,04	0,05	0,03		
Comportamiento								
Absoluto	9,4%	43,0%	-1,2%	16,3%	1,4%	9,0%	12,7%	8,8%
vs Ibox 35	5,5%	54,0%	0,8%	8,3%	19,3%	-2,5%		
vs Sector benchmark	-7,5%	24,8%	10,1%	14,0%	4,2%	-15,1%		
MÉTRICAS POR ACCIÓN								
Nº Acciones ajustado	17,10	17,16	16,74	17,33	17,33	17,32	0,3%	1,2%
BPA (EUR)	0,58	0,62	0,78	0,80	0,81	0,65	2,1%	-6,1%
Book value por acción (reportado)	5,42	5,38	6,03	6,12	6,28	6,41	3,4%	2,1%
FCF Rec. por acción	1,11	0,64	0,62	0,54	0,12	-0,30	n.a.	n.a.
DPA (EUR)	0,54	0,38	0,48	0,58	0,58	0,33	-9,3%	-11,5%
% pay-out	92,5%	60,8%	60,9%	72,1%	71,0%	51,0%		
ENTERPRISE VALUE (EUR Mn)								
Capitalización (EUR Mn)	109,3	156,3	154,4	182,1	181,3	201,2	13,0%	9,2%
+ Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,9	0,6	0,7	0,7	0,4	0,9		
+ Deuda financiera neta	-8,9	-14,8	-16,4	-21,9	-15,9	-4,9		
- Inmovilizado financiero	-23,8	-18,0	-19,6	-17,9	-15,9	-13,7		
(-) Enterprise value (cierre)	77,5	124,1	119,1	143,0	149,9	183,5	18,8%	15,5%
KEY FINANCIAL METRICS								
Crecimiento (a/a)								
Total ingresos	7,8%	5,7%	11,7%	9,6%	10,8%	12,2%		
EBITDA recurrente	13,7%	7,3%	5,3%	20,1%	12,1%	7,5%		
EBIT	18,4%	-3,0%	13,6%	17,0%	10,0%	-9,2%		
Beneficio antes de impuestos	20,7%	2,3%	1,9%	22,8%	1,4%	-8,2%		
Beneficio neto	3,4%	7,4%	22,4%	6,1%	1,6%	-20,5%		
BPA (EUR)	2,7%	7,1%	25,4%	2,5%	1,6%	-20,5%		
Márgenes (s/Ingresos)								
EBITDA recurrente	13,2%	13,4%	12,6%	13,9%	14,0%	13,4%		
Margen Bruto	55,9%	54,1%	53,2%	53,3%	53,7%	51,8%		
EBIT	12,5%	11,5%	11,6%	12,4%	12,3%	10,0%		
Beneficio antes de impuestos	15,1%	14,6%	13,3%	14,9%	13,6%	11,2%		
Beneficio neto	10,5%	10,7%	11,7%	11,3%	10,4%	7,4%		
Beneficio ordinario neto	10,5%	10,5%	10,8%	10,1%	9,7%	7,8%		
Otros datos financieros básicos								
Tasa impositiva (>0 ingreso)	30,2%	26,8%	12,0%	24,0%	23,8%	34,1%		
Capex/Vtas	2,1%	1,5%	2,8%	2,5%	4,5%	4,0%		
Working Capital/Vtas	47,8%	44,6%	40,5%	38,5%	40,4%	45,3%		
Capital Empleado/Vtas	64,3%	60,0%	58,6%	54,6%	57,0%	61,3%		
Deuda neta/EBITDA	-0,7x	-1,1x	-1,2x	-1,3x	-0,8x	-0,2x		
Deuda neta/Equity	-9,6%	-16,0%	-16,2%	-20,7%	-14,6%	-4,5%		
Activos (ex-caja)/Equity	1,1x	1,1x	1,1x	1,1x	1,1x	1,2x		
ROE (reportado)	11,3%	11,6%	13,6%	13,4%	13,1%	10,2%		
ROCE (reportado)	12,4%	13,9%	18,2%	17,5%	17,7%	12,3%		
WACC	6,5%	6,7%	6,2%	6,4%	6,2%	5,5%		
BALANCE (EUR Mn)								
Activo fijo e intangible	13,1	12,6	15,5	15,5	18,2	22,1		
Working capital	45,3	44,7	45,3	47,1	54,9	69,0		
Activos totales (ex-caja)	102,8	97,3	106,9	111,5	120,1	137,9		
Equity	92,7	92,2	100,8	106,1	108,8	111,1		
Deuda neta / (caja)	-8,9	-14,8	-16,4	-21,9	-15,9	-4,9		
Capital Empleado	60,9	60,1	65,6	67,0	77,4	93,3		
CUENTA DE RESULTADOS (EUR Mn)								
Total ingresos	94,7	100,1	111,8	122,5	135,8	152,3	10,0%	10,9%
EBITDA recurrente	12,5	13,4	14,1	17,0	19,0	20,5	10,3%	13,1%
Depreciación y provisiones	-0,8	-2,3	-2,3	-2,4	-3,0	-3,7		
EBIT	11,8	11,5	13,0	15,2	16,8	15,2	5,2%	5,3%
Resultado financiero neto	2,4	2,4	1,8	1,6	1,3	1,4		
Beneficio antes de impuestos	14,3	14,6	14,9	18,3	18,5	17,0	3,6%	4,5%
Tasa impositiva (>0 ingreso)	-4,3	-3,9	-1,8	-4,4	-4,4	-5,8		
Minoritarios y discontinuadas	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
Beneficio neto	10,0	10,7	13,1	13,9	14,1	11,2	2,4%	-5,0%
Beneficio ordinario neto	9,9	10,5	12,1	12,4	13,2	11,9	3,6%	-0,6%
CASH-FLOW (EUR Mn)								
EBITDA recurrente	12,5	13,4	14,1	17,0	19,0	20,5		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,2		
Var. Capital circulante	10,3	0,6	-0,6	-1,8	-7,8	-14,1		
Capex	-1,9	-1,5	-3,2	-3,0	-6,1	-6,0		
Impuestos	-4,3	-3,9	-1,8	-4,4	-4,4	-5,8		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow	2,4	2,4	1,8	1,6	1,3	1,4		
Rec. Free Cash Flow to Equity (FCFE)	18,9	10,9	10,4	9,3	2,1	-5,3	n.a.	n.a.
Rec. Free Cash Flow to the Firm (FCFF)	17,4	9,4	8,8	8,5	1,2	-5,4	n.a.	n.a.
CUENTA DE RESULTADOS (EUR Mn)								
Múltiplos sobre equity								
PER	11,0x	14,6x	11,8x	13,1x	12,8x	17,9x		
PER Ordinario	11,0x	14,9x	12,8x	14,7x	13,8x	17,0x		
P/BV	1,2x	1,7x	1,5x	1,7x	1,7x	1,8x		
FCFE yield	17,3%	7,0%	6,7%	5,1%	1,1%	n.a.		
Dividend Yield (%)	8,6%	4,2%	5,4%	5,6%	5,5%	2,9%		
Múltiplos sobre EV								
EV/Ventas	0,8x	1,2x	1,1x	1,2x	1,1x	1,2x		
EV/EBITDA	6,2x	9,2x	8,4x	8,4x	7,9x	9,0x		
EV/EBIT	6,6x	10,8x	9,1x	9,4x	8,9x	12,1x		
EV/CE	1,3x	2,1x	1,8x	2,1x	1,9x	2,0x		
FCFF yield (to EV)	22,4%	7,6%	7,4%	5,9%	0,8%	-2,9%		

Nota.- Todos los múltiplos y ratios están calculados con precios de cotización a cierre de cada ejercicio.

6. Inputs de valoración

Principales comparables en detalle: ratios y múltiplos (2020e)

		Salud - Suministros hospitalarios						
EUR Mn		Zimmer Biomet Holdings Inc	Smith & Nephew PLC	Ossur hf	Orthofix Medical Inc	Medartis Holding AG	Elos Medtech AB	Average
Datos Mercado	Ticker (Reuters)	ZBH.N	SN.L	OSSR.CO	OFIX.OQ	MEDA.S	ELOSSB.ST	
	País	USA	UK	Iceland	USA	Switzerland	Sweden	
	Market cap	23.737,7	13.237,8	2.453,2	524,2	520,3	56,0	6.754,9
	Enterprise value (EV)	30.160,8	15.201,1	2.733,6	481,4	461,4	46,1	8.180,7
Información financiera básica	Total Ingresos	5.784,0	4.026,5	537,0	318,1	109,3	57,2	1.805,3
	Cto.Total Ingresos	-18,8%	-12,2%	-12,3%	-22,5%	-8,9%	-12,9%	-14,6%
	2y TACC (2020e - 2022e)	11,5%	8,7%	9,7%	11,8%	16,4%	9,7%	11,3%
	EBITDA	1.727,9	962,0	90,0	23,8	15,7	12,6	472,0
	Cto. EBITDA	-22,9%	-30,2%	-32,6%	-35,1%	-16,3%	5,4%	-21,9%
	2y TACC (2020e - 2022e)	21,5%	20,4%	28,7%	54,1%	30,7%	7,4%	27,1%
	EBITDA/Ingresos	29,9%	23,9%	16,8%	7,5%	14,4%	22,0%	19,1%
	Beneficio Neto	857,7	492,7	21,0	(5,3)	(2,8)	3,6	227,8
	Cto. Beneficio Neto	-15,0%	-7,9%	-65,8%	-78,9%	n.a.	-2,5%	-34,1%
	2y TACC (2020e - 2022e)	35,3%	27,4%	87,2%	n.a.	n.a.	23,0%	43,2%
	Capex	343	304,4	26,4	17,6	8,5	4,6	117,4
	CAPEX/Ventas	5,9%	7,6%	4,9%	5,5%	7,8%	8,1%	6,6%
	Free Cash Flow	523,2	405,5	44,7	38,5	5,2	6,6	170,6
Deuda financiera Neta	5.900,2	1.363,1	242,4	n.a.	(78,4)	25,0	1.490,5	
DN/EBITDA (x)	3,4	1,4	2,7	n.a.	(5,0)	2,0	0,9	
Acciones en circulación	206,7	877,0	424,6	18,9	11,7	8,1		
Pay-out	20,2%	45,7%	17,2%	n.a.	0,0%	25,7%	21,8%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	27,8	25,1	n.a.	n.a.	n.a.	18,1	23,7
	P/BV (x)	2,0	2,9	5,0	n.a.	2,7	1,2	2,7
	EV/Ingresos (x)	5,2	3,8	5,1	1,5	4,2	0,8	3,4
	EV/EBITDA (x)	17,5	15,8	30,4	20,2	29,4	3,7	19,5
	ROE	6,5	9,7	6,5	n.a.	(2,3)	6,7	5,4
	FCF Yield (%)	2,2	3,1	1,8	7,4	1,0	11,6	4,5
	DPA	0,8	0,3	0,0	n.a.	-	0,1	0,2
	Precio de cierre	114,6	15,1	5,8	27,1	44,2	7,9	
	Dvd Yield	0,7%	1,7%	0,1%	n.a.	0,0%	1,4%	0,8%

Múltiplos: Sector hospitalario y ortopédico (Backward-looking)

EUR Mn	Ticker (Reuters)	Market cap	PER 2019	BPA 19-21e TACC	P/BV 2019	ROE 2019	EV/EBITDA 2019	EBITDA 19-21e TACC	EV/Vtas 2019	Vtas 19-21e TACC	Mg. EBIT 2019	FCFE yield 2019	FCFE 19-21e TACC
Zimmer Biomet Holdings Inc	ZBH.N	23.738	27,3x	16,8%	2,5x	7,7%	15,3x	3,8%	4,8x	-1,7%	18,9%	4,0%	10%
Smith & Nephew PLC	SN.L	13.238	35,5x	19,4%	4,3x	14,8%	14,9x	-3,7%	4,5x	-0,6%	20,4%	1,7%	37%
Ossur hf	OSSR.CO	2.453	50,5x	6,7%	6,0x	16,4%	24,1x	1,9%	5,3x	-0,8%	15,4%	2,1%	1%
Orthofix Medical Inc	OFIX.OQ	524	n.a.	n.a.	2,8x	-8,2%	20,2x	19,0%	1,8x	-4,2%	3,4%	n.a.	n.a.
Medartis Holding AG	MEDA.S	520	n.a.	74,9%	2,4x	1,5%	21,6x	5,7%	3,4x	4,6%	5,7%	n.a.	-55%
Elos Medtech AB	ELOSSB.ST	56	22,3x	12,4%	1,6x	9,7%	9,0x	6,1%	1,6x	-1,8%	9,4%	n.a.	n.a.
Media			33,9x	26,1%	3,3x	7,0%	17,5x	5,5%	3,6x	-0,8%	12,2%	2,6%	-1,8%
Mediana			31,4x	16,8%	2,7x	8,7%	17,7x	4,7%	3,9x	-1,3%	12,4%	2,1%	5,5%
Prim SA	PRIM.MC	153,3	17,9x	n.a.	1,8x	10,2%	9,0x	n.a.	1,2x	n.a.	10,0%	-2,9%	n.a.

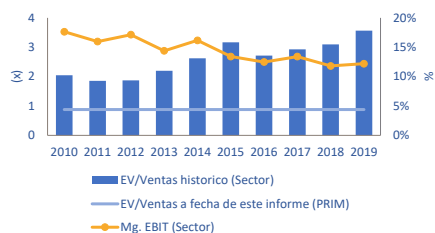
* Múltiplos históricos (backward-looking) calculados con precios de cotización a cierre del ejercicio. Mkt. Cap. a fecha de este informe.

Múltiplos: Sector hospitalario y ortopédico (Forward-Looking)

EUR Mn	Ticker (Reuters)	Market cap	PER 2020e	BPA 20e-22e TACC	P/BV 2020e	ROE 2020e	EV/EBITDA 2020e	EBITDA 20e-22e TACC	EV/Vtas 2020e	Vtas 20e-22e TACC	Mg. EBIT 2020e	FCFE yield 2020e	FCFE 20e-22e TACC
Zimmer Biomet Holdings Inc	ZBH.N	23.738	27,8x	35,5%	2,2x	6,5%	17,5x	21,5%	5,2x	11,5%	20,6%	2,2%	62%
Smith & Nephew PLC	SN.L	13.238	25,1x	25,9%	4,0x	9,7%	15,8x	20,4%	3,8x	8,7%	14,0%	3,1%	34%
Ossur hf	OSSR.CO	2.453	n.a.	85,3%	5,8x	6,5%	30,4x	28,7%	5,1x	9,7%	7,3%	1,8%	31%
Orthofix Medical Inc	OFIX.OQ	524	n.a.	n.a.	NaN	n.a.	20,2x	54,1%	1,5x	11,8%	-3,8%	7,3%	-13%
Medartis Holding AG	MEDA.S	520	n.a.	n.a.	2,5x	-2,3%	29,4x	30,7%	4,2x	16,4%	2,4%	1,0%	-7%
Elos Medtech AB	ELOSSB.ST	56	18,1x	23,2%	1,5x	6,7%	3,7x	7,4%	0,8x	9,7%	11,7%	11,7%	15%
Media			23,7x	42,5%	3,2x	5,4%	19,5x	27,1%	3,4x	11,3%	8,7%	4,5%	20,3%
Mediana			25,1x	30,7%	2,5x	6,5%	18,8x	25,1%	4,0x	10,6%	9,5%	2,6%	23,0%

Ejercicios "teóricos" de valoración por múltiplos

Gráfico 1: Inputs valoración en base a EV/Ventas

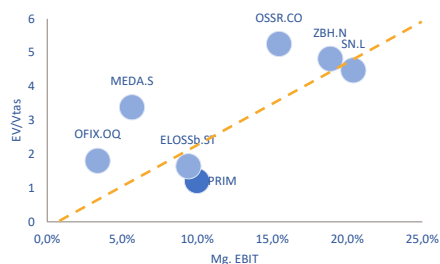


Ejercicio "Teórico" de valoración en base a EV/Ventas (2019) (*)

Inputs de valoración	2019		
Margen EBIT sector	12,2%	EV/Vtas Compañía Teórico	2,1
Margen EBIT Compañía	10,0%	* Vtas 2019	152,3
Factor de Ajuste	0,82	Valoración EV Compañía	325,1
		- Minoritarios	-
EV/Vtas Sector (media -10y)	2,6	- Provisiones y otros pasivos a LP	0,6
* Factor de Ajuste	0,82	- Deuda financiera neta	(9,5)
= EV/Vtas Compañía Teórico	2,1	+ Inmovilizado financiero	11,0
vs EV/Vtas Compañía 2019 "Real"	0,9	+/- Otros ajustes al EV	-
Prima / (Descuento) s/ EV/Vtas	-59,0%	= Valoración Equity Compañía (**)	345,1
		vs Mkt Cap a Fecha de este Informe	153,3
		Prima / (Descuento)	-55,6%

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

Gráfico 2: PRIM vs Peers (2019)



A) EV/Vtas teórico

Prima EV/Vtas	Mg. EBIT		
	9,0%	10,0%	11,0%
-10%	1,7	1,9	2,1
0%	1,9	2,1	2,3
10%	2,1	2,3	2,6

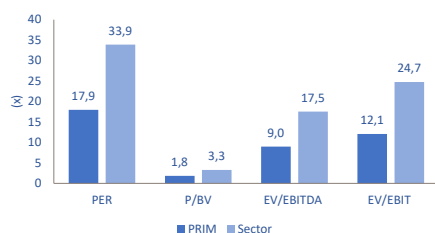
B) Prima / (Descuento)

Prima EV/Vtas	Mg. EBIT		
	9,0%	10,0%	11,0%
-10%	-45,9%	-50,9%	-55,1%
0%	-50,9%	-55,6%	-59,4%
10%	-55,1%	-59,4%	-62,9%

(*) El EV/Vtas del sector se ha ajustado por el diferencial de margen entre la compañía y su sector. En el análisis de sensibilidad se aplica una prima (descuento) del 10% con el objetivo de reflejar el impacto que produciría en el múltiplo (y en la valoración relativa) el aplicar un múltiplo más alto o más bajo que el del sector en función de la tasa de crecimiento de la compañía vs la del sector. Y la posible evolución de su margen (frente al del sector). Este ejercicio de valoración tiene como única utilidad (y objetivo) la de poder servir de "indicador de valor". Pero no constituye una valoración "per se".

(**) Los ajustes realizados sobre el EV "teórico" de la compañía (minoritarios, provisiones, DN...) corresponden a las cifras reportadas en el IS20.

Gráfico 3: Múltiplos de valoración históricos (2019)



Otros Múltiplos y ratios de valoración vs sector (2019)(*)

	Múltiplos sobre equity		Múltiplos sobre EV		Free Cash Flow Yield
	PER	P/BV	EV/EBITDA	EV/EBIT	FCF to Equity
PRIM	17,9	1,8	9,0	12,1	n.a.
Sector	33,9	3,3	17,5	24,7	2,2%
Prima / Descuento	-47,1%	-44,6%	-48,9%	-51,2%	n.a.

(*) Múltiplos históricos de la compañía y su sector calculados con precios de cierre del ejercicio.

Ejercicios "teóricos" de valoración por descuento de flujos(*)

Cálculo del WACC (A fecha de este informe)

Deuda financiera neta		Deuda bancaria neta de Caja (1S20)		Inputs favorables	Inputs desfavorables
Coste de la deuda	4,0%	Coste de la deuda neta		3,0%	5,0%
Tasa fiscal efectiva (T)	20,0%	T (Tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)		=	=
Coste de la Deuda Neta	3,2%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)		2,4%	4,0%
Risk free rate (rf)	0,1%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)		=	=
Equity risk premium	9,0%	R (estimación propia)		8,5%	9,5%
Beta (B)	0,8	B (Thomson Reuters)		0,7	0,9
Coste del Equity	7,3%	Ke = Rf + (R*B)		6,1%	8,7%
Equity / (Equity + Deuda Neta)	100,0%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)		=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	0,0%	D		=	=
WACC	7,3%	WACC = Kd*D + Ke*E		6,1%	8,7%

Hipótesis básicas (2019)

EBIT 2019	15,2
Tasa fiscal normalizada (T)	20,0%
Tasa de crecimiento l/p (G)	2,0%
ROCE 2019	12,3%
WACC (a la fecha de este informe) (*)	7,3%
Factor de Corrección s/EBIT Neto	= 1 - (G / ROCE)
Factor de Corrección Aplicado	83,8%

Valoración absoluta "teórica" (s/EBIT Neto)

Valor teórico en base a EBIT Neto 2019 = EBIT (1-t)*Factor de Corrección / (WACC - G)

EV teórico (a fecha de este informe)	191,0
- Deuda financiera neta	(9,5)
- Minoritarios	0,0
- Provisiones y otros pasivos a LP	0,6
+/- Otros ajustes al EV	0,0
+ Inmovilizado financiero	11,0
= Valoración Equity Compañía	210,9
vs Mkt Cap a Fecha de este Informe	153,3
Prima / (Descuento)	-27,3%

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

Múltiplos sector 2019 vs múltiplos implícitos de la compañía (s/ EV y Mkt. Cap. teórico)

Múltiplo	Sector	PRIM	Prima / Descuento
EV/Ventas	3,6	1,3	-64,8%
EV/EBITDA	17,5	9,3	-46,8%
EV/EBIT	24,7	12,6	-49,2%
P/BV	3,3	1,9	-42,0%
PER	33,9	18,8	-44,6%

Análisis de sensibilidad

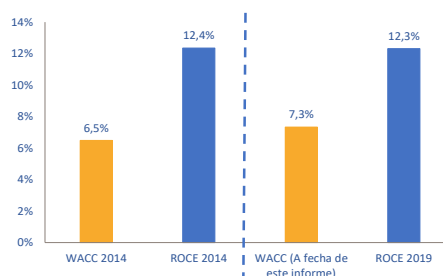
A) Valor "teórico" del Equity (EUR Mn)

ROCE	Tasa de crecimiento l/p (G)		
	1,5%	2,0%	2,5%
11,3%	200,8	207,7	216,0
12,3%	203,0	210,9	220,5
13,3%	204,9	213,7	224,3

B) Prima / (Descuento)

ROCE	Tasa de crecimiento l/p (G)		
	1,5%	2,0%	2,5%
11,3%	-23,6%	-26,2%	-29,0%
12,3%	-24,5%	-27,3%	-30,4%
13,3%	-25,2%	-28,2%	-31,6%

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



Crecimiento y momentum: datos para valorar el nivel de crecimiento vs Sector. Y el momentum (1S20) del negocio

Gráfico 4: Diferenciales de crecimiento (Vtas)

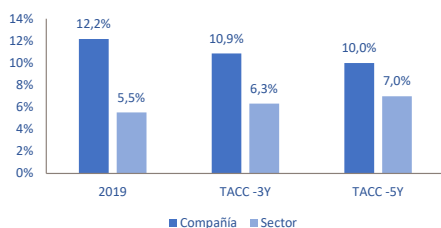


Gráfico 5: Indicadores de momentum (cto. 1S20 vs 1S19)

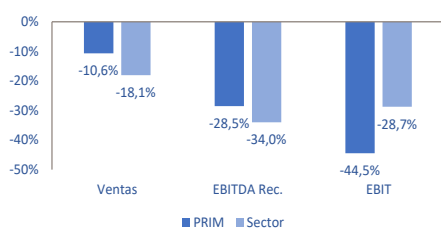
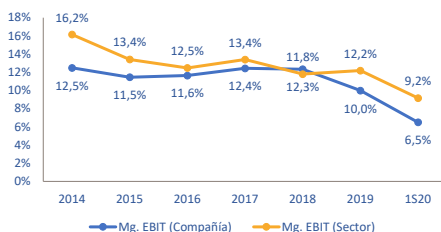


Gráfico 6: Mg EBIT. Evolución histórica



Diferenciales de crecimiento compañía vs sector

	Total Ingresos			EBITDA			EBIT		
	2019	TACC -3Y	TACC -5Y	2019	TACC -3Y	TACC -5Y	2019	TACC -3Y	TACC -5Y
Compañía	12,2%	10,9%	10,0%	7,5%	13,1%	10,3%	-9,2%	5,3%	5,2%
Sector	5,5%	6,3%	7,0%	17,4%	6,0%	6,4%	11,9%	2,5%	3,9%
Spread (p.p.)	6,7	4,5	3,0	(9,9)	7,1	3,9	(21,1)	2,8	1,3

Indicadores de momentum

	PRIM			Sector Avg			Sector
	1S20	2019	Dif. (p.p.)	1S20	2019	Dif. (p.p.)	TACC 19-21e
Ventas	-10,6%	12,2%	(22,8)	-18,1%	5,5%	(23,6)	0,7%
EBITDA Rec.	-28,5%	7,5%	(36,0)	-34,0%	17,4%	(51,3)	7,1%
EBITDA / Ingresos	10,6%	13,4%	(2,9)	18,9%	21,0%	(2,1)	1,9p.p.
EBIT	-44,5%	-9,2%	(35,3)	-28,7%	11,9%	(40,6)	4,5%
EBIT / Ingresos	6,5%	10,0%	(3,5)	9,2%	12,2%	(3,0)	1,6p.p.

Crecimiento histórico vs indicadores de momentum

Spread Compañía vs Sector (p.p.)	Var. -5yr	Var. -3yr	2019	1S20
Ventas	3,0	4,5	6,7	7,4
EBITDA Rec.	3,9	7,1	(9,9)	5,5
EBITDA / Ingresos	2,1	0,4	(7,6)	(8,3)
EBIT	1,3	2,8	(21,1)	(15,8)
EBIT / Ingresos	1,5	(1,4)	(2,2)	(2,7)

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

INFORMACIÓN LEGAL IMPORTANTE SOBRE ESTE INFORME

LIGHTHOUSE

Lighthouse es un proyecto de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Lighthouse es un proyecto de análisis plenamente financiado por Bolsas y Mercados Españoles S.A. Lighthouse persigue mejorar la cobertura de análisis de los "valores huérfanos" del mercado español: aquellos que carecen de una cobertura real y continuada de análisis. Los informes de Lighthouse no incluirán ni valoración ni precio objetivo. Lighthouse no persigue asesorar en materia de inversión a ninguna persona física o jurídica. Por este motivo, Lighthouse no dará ninguna recomendación personalizada de inversión de ninguno de los valores que analice.

IEAF Servicios de Análisis S.L.U. es una sociedad de nacionalidad española, cuyo objeto social es

1º) La prestación de servicios de información y análisis financiero de los valores emitidos por todo tipo de personas jurídicas que cotizan en los mercados secundarios oficiales, y específicamente de aquellos valores que no son objeto recurrente de información y análisis por los analistas financieros que intervienen en los mercados.

2º) La prestación de los servicios de publicidad y actualización de los referidos informes y análisis financieros, así como la monitorización y seguimiento de los valores objeto de información y análisis.

3º) La realización de estudios y proyectos dirigidos a proponer e implantar medidas tendentes a mejorar la información y análisis financieros de los valores que cotizan en los mercados secundarios oficiales.

IEAF Servicios de Análisis S.L.U. es una sociedad cuyo socio único es el Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF), asociación profesional sin ánimo de lucro.

DISCLAIMER

El Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) certifica que todo Analista de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. cuyo nombre figure como Autor de este informe, expresa opiniones que reflejan su opinión personal e independiente sobre la compañía analizada. Sin que estas impliquen, ni directa ni indirectamente una recomendación personalizada de la compañía analizada a efectos de constituir un asesoramiento en materia de inversión. El informe se basa en el análisis de los estados financieros históricos de la compañía (sin elaborar proyecciones financieras), siguiendo la metodología de análisis fundamental tradicional (no tratándose, por tanto de un informe de análisis técnico ni cuantitativo). Para la metodología de análisis empleada en la redacción de este informe, por favor, contacte directamente con el analista, cuyos datos de contacto figuran en la portada de este informe.

El informe incluye información básica de los principales parámetros a utilizar por un inversor a la hora de realizar por sí mismo una valoración (sea por descuento de flujos o por múltiplos). Dichos parámetros son la opinión o estimación personal del analista. La persona que reciba este informe deberá aplicar su propio juicio a la hora de utilizar dichos parámetros. Y deberá considerarlos un elemento más en su proceso de decisión en materia de inversión. Esos parámetros no constituyen una recomendación personalizada de inversión.

Normas de confidencialidad y conflictos de interés

Ninguna de las siguientes normas (10) de confidencialidad y conflictos de interés son de aplicación a este informe:

1. El presente informe es un análisis no independiente al estar realizado por encargo de la compañía analizada (emisor).
2. En los últimos 12 meses, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., han tenido mandatos de Finanzas Corporativas o bien han gestionado o cogestionado una oferta pública de los valores del emisor, o bien recibido de dicho emisor una remuneración por los servicios de Finanzas Corporativas, que excluyen los servicios de corredor por unos honorarios anticipados.
3. El Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., espera recibir o pretende obtener en los próximos 6 meses una remuneración por los servicios de Finanzas Corporativas prestados a esta empresa, que excluyen los servicios de corredor por unos honorarios anticipados.
4. El Analista de Inversiones o un miembro del Departamento de Análisis o que viva en su casa tiene una posición larga en las acciones o los derivados del emisor correspondiente.
5. El Analista de Inversiones o un miembro del Departamento de Análisis o que viva en su casa tiene una posición corta en las acciones o los derivados del emisor correspondiente.
6. A la fecha de producción, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U. tenían una posición larga superior al 0,5% del Capital del emisor.
7. A la fecha de producción, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U. tenían una posición corta superior al 0,5% del Capital del emisor.
8. Al fin del mes inmediatamente anterior a la publicación de este informe, o del mes previo si el informe se publica en los diez días siguientes al final del mes, la compañía analizada (el emisor) o cualquiera de sus filiales, poseían el 5% o más de cualquier clase de valores de renta variable del Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U.
9. Un alto directivo o ejecutivo del Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., o bien un miembro de sus departamentos es directivo, ejecutivo, asesor o miembro del Consejo de Administración del emisor y/o una de sus subsidiarias.
10. El Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., actúa en calidad de corredor del Emisor por los honorarios anticipados correspondientes.

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

Los Analistas de Inversiones que han elaborado el presente Análisis de Inversiones son empleados de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Dichos analistas han recibido (o recibirán) una remuneración en función de los beneficios generales de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Para obtener una copia del Código de Conducta de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. (para la Gestión de Conflictos de Interés en el departamento de Análisis), contacte por correo electrónico con secretaria@ieaf.es o consulte el contenido de este Código en www.ieaf.es.

IEAF Servicios de Análisis está remunerado por Bolsas y Mercados Españoles, S.A. para la redacción de este informe. Este informe debe considerarse solo un elemento más en la toma de decisiones de inversión.

Un informe emitido por IEAF Servicios de Análisis S.L.U.

Todos los derechos reservados. Queda prohibido su uso o distribución no autorizados. Este documento ha sido elaborado y distribuido, según lo establecido en la MiFID II, por IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Su actividad empresarial está regulada por la CNMV. La información y las opiniones expresadas en este documento no constituyen ni pretenden constituir una oferta o la solicitud de una oferta para la compra o la venta de los valores referidos (es decir, los valores mencionados en el presente y los warrants, opciones, derechos o intereses relacionados con estos). La información y las opiniones contenidas en este documento están basadas en informaciones de carácter público y en fuentes consideradas fiables por IEAF Servicios de Análisis S.L.U., pero no se ofrece ninguna garantía en cuanto a su precisión o integridad. Todos los comentarios y las estimaciones facilitadas reflejan únicamente la opinión de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. y no ofrecen ninguna garantía implícita o explícita. Todas las opiniones expresadas están sujetas a cambio sin previo aviso. En el presente documento no se tienen en cuenta los objetivos de inversión concretos, el estado financiero, la actitud frente al riesgo ni otras cuestiones específicas de la persona que reciba este documento, de modo que ésta deberá aplicar su juicio al respecto. Ni el Instituto Español de Analistas Financieros ni su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., asumen responsabilidad alguna por las pérdidas directas o indirectas derivadas del uso de los análisis publicados, salvo en caso de conducta negligente por parte de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. La

información contenida en este informe se aprueba para su distribución a clientes profesionales, contrapartes elegibles y asesores profesionales, no a clientes particulares o minoristas. Se prohíbe su reproducción, distribución o publicación para cualquier fin sin la autorización por escrito de 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
30-Oct-2020	n.a.	8,84	n.a.	n.a.	Análisis de Estados Financieros Históricos	David López Sánchez
24-Oct-2019	n.a.	10,95	n.a.	n.a.	Análisis de Estados Financieros Históricos	David López Sánchez

