

RENTA VARIABLE - ESPAÑA

Sector: Equipos y 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: 22 sep 2021
Precio de Cierre: EUR 14,50 (21 sep 2021)

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 2020), 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)	251,5	294,9
EV (Mn EUR y USD) ⁽¹⁾	222,8	261,3
Deuda neta (1S21/2S20)	(18,2)	(18,0)
Número de Acciones (Mn)	17,3	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	14,95 / 10,79 / 8,84	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,05	
Rotación (%) ⁽²⁾	4,93	
Factset / Bloomberg	PRM-ES / 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	42,2

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2017	2018	2019	2020
Nº Acciones ajustado	17,3	17,3	17,3	17,3
Ventas	122,5	135,8	152,3	148,2
EBITDA Rec. ⁽³⁾	17,0	19,0	20,5	20,2
% Var	20,1	12,1	7,5	-1,6
% Mg EBITDA Rec/Ing	13,9	14,0	13,4	13,6
% Var EBITDA sector ⁽⁴⁾	13,3	9,1	17,3	5,8
Beneficio neto	13,9	14,1	11,2	6,9
BPA (EUR)	0,80	0,81	0,65	0,40
% Var	2,5	1,6	-20,5	-38,3
BPA Ord (EUR)	0,71	0,76	0,68	0,65
% Var	11,3	6,6	-10,1	-5,4
Free Cash Flow ⁽⁵⁾	9,3	2,1	-5,3	16,6
Pay-out (%)	72,1	71,0	51,0	79,1
DPA (EUR)	0,58	0,58	0,33	0,32
Deuda financiera neta	-21,9	-15,9	-4,9	-18,0
DN / EBITDA Rec. (x)	-1,3	-0,8	-0,2	-0,9
ROE (%)	13,4	13,1	10,2	6,2
ROCE (%)	17,5	17,7	12,5	11,4

Ratios y Múltiplos(x) ⁽⁶⁾

PER	18,1	17,8	22,4	36,3
PER Ordinario	20,3	19,1	21,2	22,4
P/BV	2,4	2,3	2,3	2,3
Dividend Yield (%)	4,0	4,0	2,3	2,2
EV/Ventas	1,82	1,64	1,46	1,50
EV/EBITDA Rec.	13,1	11,7	10,9	11,1
EV/EBIT	14,6	13,3	14,6	16,0
FCF rec. Yield (%) ⁽⁵⁾	3,7	0,8	n.a.	6,6

- (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%

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

CRECIMIENTO DE UN DÍGITO ALTO EN INGRESOS Y EBITDA (+8,2% Y +8,5% TACC 2015-2020), con un Mg. EBITDA medio del 13,5% (13,6% en 2020). Excluyendo el impacto del Covid-19 (Ingresos 2020: -2,7%), PRIM mostró crecimientos de doble dígito en ingresos y EBITDA durante el período 2016-2019 (+10,9% y +13,1% TACC).

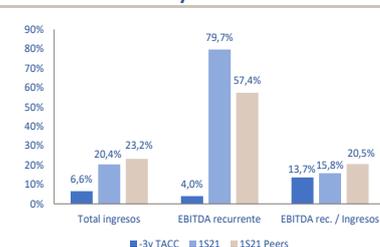
CON UNA ESTRUCTURA DE BALANCE MUY ROBUSTA... Caja Neta de c. EUR 18Mn a cierre del 1S21 (c. 7% s/Mkt. Cap). La generación de caja de los últimos años no sólo ha permitido mantener estructuralmente posiciones de caja neta (pese al aumento del CAPEX y la retribución al accionista), sino que, además, a cierre del 1S21 mantenía unas inversiones financieras de EUR 11,6Mn (c. 4,5% s/Mkt. Cap).

...Y UNA GENERACIÓN DE VALOR SIGNIFICATIVA Y ESTABLE: La rentabilidad del negocio medida a través del ROCE ha mantenido un nivel medio del 15,2% durante el período 2015-2020; pese a que en 2020 se desacelera hasta el 11,4% resultado de: (i) el incremento del CAPEX y (ii) el impacto temporal del Covid-19 (EBIT 2020: -8,5% vs 2019). En términos de creación de valor, el diferencial ROCE – WACC se situaría en c. 4p.p. en 2020 (vs c. 7,5p.p. en 2015).

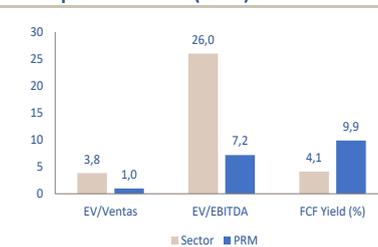
MOMENTUM (1S21) ¿QUÉ MUESTRAN LOS RESULTADOS MÁS RECIENTES? PRIM deja atrás la pandemia y bate su récord en ventas y EBITDA durante el 1S21 (¡EBITDA +28% vs 1S19!; Mg. EBITDA 1S21 15,8% vs promedio -3y de c. 14%).

¿QUÉ "DICEN" LOS NÚMEROS?: Tras el impacto del Covid-19, hoy (1S21) la tendencia sería de aceleración y clara superación de los niveles de 2019 ya en 2021 (EBITDA 1S21: +28% vs 1S19), manteniendo una estructura de capital muy robusta (caja neta). Los ejercicios teóricos de valoración realizados apuntan a: (i) una valoración teórica razonable (DCF s/EBIT neto 2019) y (ii) una posible "reserva de valor" detectada por múltiplos (EV/Vtas ajustado por el diferencial de margen vs sector) que la ausencia de proyecciones financieras impide corroborar.

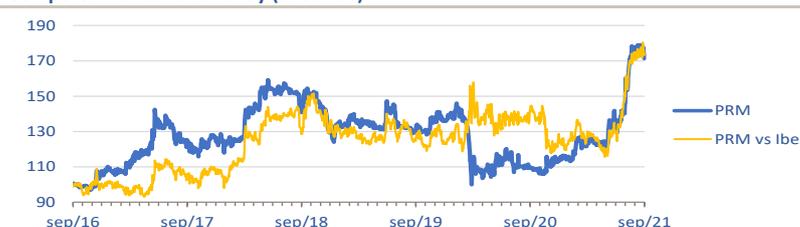
Momentum: Cto -3y vs 1S21



Múltiplos históricos (2020) vs Sector



Comportamiento relativo -5y (base 100)



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	-1,4	29,5	58,3	49,5	23,4	73,7
vs Ibex 35	0,4	33,8	21,0	37,8	35,2	73,7
vs Ibex Small Cap Index	1,3	41,8	26,7	48,0	13,1	0,1
vs Eurostoxx 50	-0,2	29,9	22,1	29,6	3,3	26,4
vs sector Benchmark ⁽⁴⁾	2,7	24,6	40,9	29,4	-9,1	26,5

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 DCF sobre el último año cerrado (EBIT Neto / (WACC - G)). Y análisis de sensibilidad sobre el resultado.

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

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

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

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

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

2. Conclusiones

A partir del análisis realizado sobre los “números ciertos” de PRIM, basado exclusivamente en los estados financieros ya publicados (2015-1S21), 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 2015-2020?

Gráfico 1. Ingresos y Mg. EBITDA (2015-2020)



Gráfico 2. Caja Neta vs CAPEX/Vtas (2015-2020)

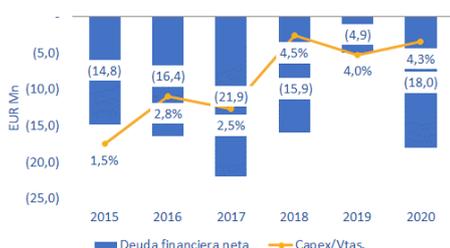


Gráfico 3. Tendencias: -5y, -3y y 2020

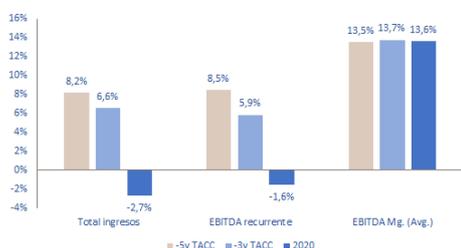
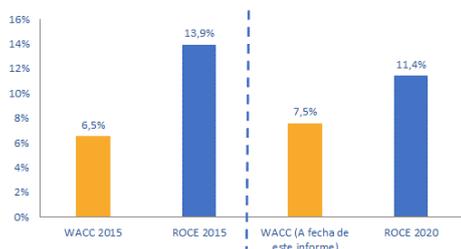


Gráfico 4. Creación de valor: ROCE vs WACC



Nota: El incremento del WACC a fecha de este informe frente a 2015 se explica por un incremento del ERP.

- **Crecimiento en ingresos y EBITDA:** +8,2% y +8,5% TACC 2015-2020, manteniendo un margen EBITDA Rec. medio del 13,5% (13,6% en 2020; pese al impacto del Covid-19). Lo que permitió a PRIM generar en 2020 un EBITDA Rec. de EUR 20,2Mn (Mg. EBITDA Rec. 2020: 13,6%; Gráfico 1).
- **Con una generación de caja significativa,** manteniendo una conversión de c. 60% del EBITDA en caja durante el período 2015-2020 (FCF to the firm yield 2020: c. 10%).
- **Y estructuralmente en posición de caja neta.** Pese al incremento del CAPEX y la inversión en circulante para el desarrollo de nuevos negocios, PRIM ha mantenido estructuralmente niveles de caja neta durante el período 2015-2020 (Gráfico 2). A cierre de 2020 PRIM contaba con una caja neta de EUR 18Mn (excluyendo el impacto de la NIIF 16 y derivados) y unas inversiones financieras a L/P de EUR 12,7Mn.
- **Sin perder el “foco” en la retribución al accionista (dividend yield 2020: c. 3%).** Consolidando niveles de pay-out de c. 70% durante el período 2015-2020 (DPA 2020: EUR 0,31/acción vs niveles pre Covid-19 de EUR 0,58/acción en 2018).

¿Cuál ha sido la tendencia?

- **El crecimiento se aceleró durante el período 2016-2019 (pre Covid-19)...** Con crecimientos de doble dígito en Ingresos y EBITDA (+10,9% y +13,1% TACC 2016-2019), manteniendo un margen EBITDA promedio en el entorno del 13,5%.
- **...Y, pese a que se interrumpe en 2020 (por el impacto del Covid-19), los márgenes muestran resiliencia y se mantiene una estructura de balance muy sólida.** La crisis sanitaria desatada por el Covid-19 supuso la suspensión de cualquier actividad no crítica (resultando en una recesión global sin precedentes). En este contexto, la pregunta más interesante a resolver es: ¿cómo respondieron los fundamentales de la compañía ante el complicado entorno?

Pese a que se interrumpe la tasa de crecimiento en ingresos de doble dígito vista durante el período 2016-2019 (Ingresos 2020: -2,7% vs 2019; Gráfico 3), PRIM muestra una elevada resiliencia en márgenes (Mg. EBITDA 2020: +3p.p. vs 1S20; en línea vs promedio -3y), lo que le permite reducir la caída en términos de EBITDA Recurrente al 1,6% vs 2019 (frente a una contracción de c. 30% durante el primer semestre 2020).

Y, aunque mantuvo niveles de CAPEX superiores a su media histórica (4% s/Vtas en 2020 vs media de c. 2%), la reducción de la inversión en circulante en c. 5p.p. (vs 2019) permitió a PRIM generar un FCF Rec. de EUR 16,6Mn, incrementando su posición de caja neta hasta c. EUR 18Mn en 2020 (vs EUR 5Mn en 2019; lo que demuestra la elevada capacidad de generación de caja de la compañía).

En términos de rentabilidad sobre el capital empleado, el ROCE se situó en el 11,4% en 2020; lo que implica una reducción de 6,6p.p. frente a los niveles alcanzados durante el período 2015-2018 (c. 18%) esencialmente como resultado del incremento del CAPEX y de los niveles de working capital para el desarrollo de nuevos negocios.

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

	Total Ingresos			EBITDA			EBITDA Mg.		
	2020	TACC -3Y	TACC -5Y	2020	TACC -3Y	TACC -5Y	2020	TACC -3Y	TACC -5Y
								(Avg)	(Avg)
Compañía	-2,7%	6,6%	8,2%	-1,6%	5,9%	8,5%	13,4%	13,6%	13,5%
Sector	-10,9%	0,4%	2,9%	-28,0%	-10,0%	-2,7%	21,0%	16,7%	20,0%
Spread (p.p.)	8,2	6,2	5,2	26,4	15,8	11,2	(7,6)	(3,1)	(6,5)

- **En ingresos:** La compañía ha mantenido un ritmo de crecimiento superior al registrado por su sector durante el período 2015-2020, incrementando el diferencial de crecimiento hasta c. 8p.p. en 2020 (vs 5p.p. durante el período 2015-2020).
- **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 6,5p.p. durante el período 2015-2020).

Momentum (1S21): ¿Qué muestran los resultados más recientes?

Gráfico 5. Momentum: -3y TACC y 1S21 vs 1S20

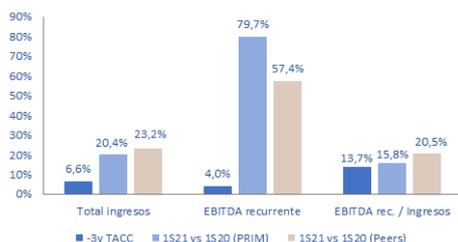


Gráfico 6. Evolución semestral de ingresos y Mg. EBITDA

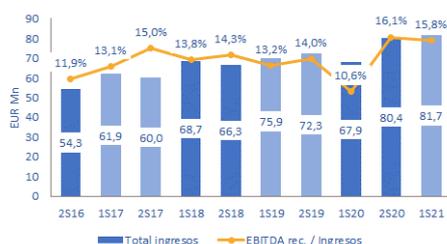


Gráfico 7. Múltiplos de valoración históricos (2020)



Nota: Todos los múltiplos están calculados con precios de cotización a cierre de 2020.

- **PRIM bate su récord de ventas y deja atrás la pandemia...** Con una facturación de EUR 81,7Mn durante el primer semestre 2021, un 20,4% más que en el mismo período de 2020 y un 7,6% más respecto a 2019, antes de la pandemia.
- **... con una mejora del margen EBITDA (Mg. EBITDA 1S21: 15,8%).** La positiva evolución de las ventas, junto al importante rebote en términos de márgenes (Mg. EBITDA 1S21 c. 16% vs promedio -3y c. 14%; Gráfico 5), permite a PRIM generar un EBITDA Recurrente de EUR 12,9Mn durante el 1S21 (¡un 28% más que durante el mismo período de 2019!). Lo que sitúa la generación de EBITDA en máximos.
- **Manteniendo la solidez de su balance en todo momento.** Con un nivel de caja neta a cierre del 1S21 de c. EUR 18Mn (incluyendo c. EUR 3Mn de pasivos por NIIF 16; estimado por Lighthouse), la solidez del balance se mantiene fuera de toda duda. La posición financiera total (incluyendo inversiones financieras largo plazo) ascendería a cerca de EUR 30Mn (c. 12% s/Market cap a fecha de este informe).

B) Ejercicios “teóricos” de valoración

En términos relativos (múltiplos vs peers) la compañía cotizaría (“aparentemente”) con un descuento del 25%, estimado en base al EV/Vtas “teórico” de PRIM. La conclusión se mantiene intacta utilizando otros múltiplos: los resultados 2019 (pre Covid-19) cotizarían a un EV/EBITDA y EV/EBIT (a fecha de este informe) de 11,2x y 15x, respectivamente (vs EV/EBITDA 2021e de c. 20x de sus principales comparables).

En términos absolutos (descuento de flujos en base a resultados 2019) la compañía cotizaría con una prima (“aparente”) de c. 10%. Calculado en base al EBIT neto de 2019 (asumiendo un catch up de resultados pre Covid-19) y proyectado con una G del 3% (para reflejar el buen momentum del negocio durante el 1S21; niveles de facturación y generación de EBITDA en máximos históricos). La relación ROCE 2020 (11,4%) vs WACC (7,5%; a fecha de este informe) muestra un negocio en el que la creación de valor es clara (más aún si tomamos como referencia los niveles de ROCE pre Covid-19: promedio de c. 16% durante el período 2016-2019).

En conclusión: ¿qué “dicen” los números?: PRIM deja atrás la pandemia y bate su récord en ventas y EBITDA durante el 1S21 (¡EBITDA +28% vs 1S19!), alcanzando un margen EBITDA 1S21 del 15,8% (vs promedio -3y de c. 14%). La tendencia sería por tanto de aceleración del crecimiento y superación de niveles 2019 ya en 2021, manteniendo una estructura de capital muy saneada (estructuralmente en posición de caja neta). Los ejercicios teóricos de valoración apuntan (aparentemente) a un descuento de c. 30% en términos de múltiplos y una “valoración razonable” en términos absolutos (prima de c. 10%). Que, en ausencia de proyecciones financieras, no puede considerarse una valoración “per se”, pero sí un indicador de una posible reserva de valor (si asumimos un *catch up* de márgenes con el sector).

3. La compañía en 6 gráficos

Gráfico 1: Ingresos (2015-2020)

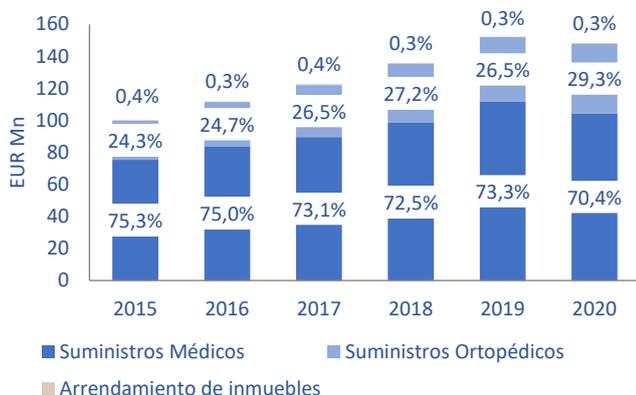


Gráfico 2: Ingresos por geografía (2020)

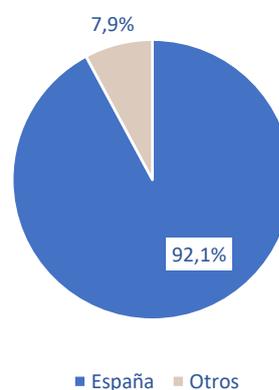


Gráfico 3: EBITDA Rec. vs Mg. EBITDA

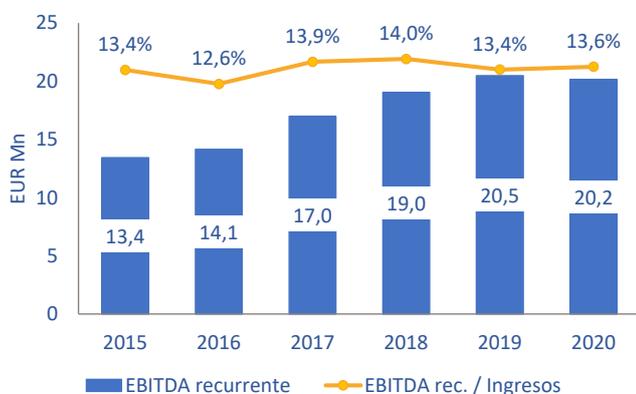


Gráfico 4: Crecimiento Ingresos y EBITDA (y/y)

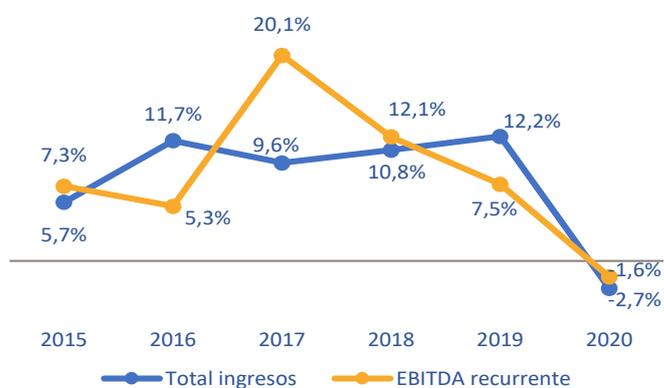


Gráfico 5: Free Cash Flow Rec. vs CAPEX/Vtas

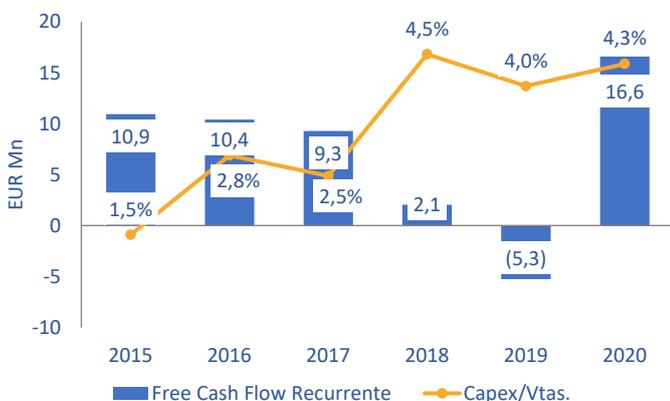
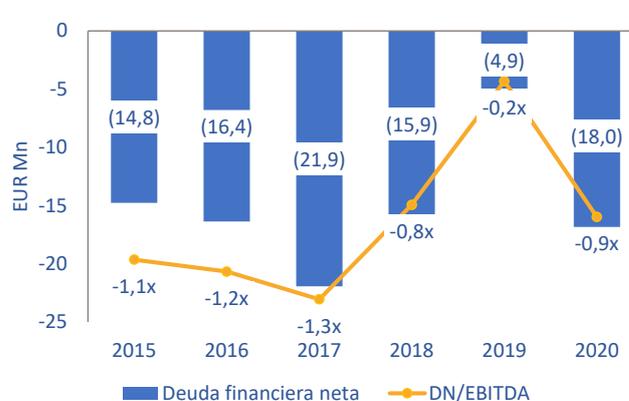


Gráfico 6: Deuda Neta vs DN/EBITDA



4. Información financiera básica

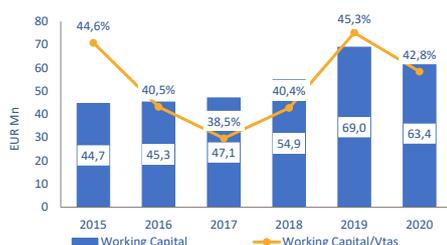
Estados Financieros históricos (2015 - 2020) ⁽¹⁾

Balance (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020		
Inmovilizado inmaterial	0,2	3,2	3,2	4,4	6,1	6,4		
Inmovilizado material	12,3	12,3	12,3	13,8	16,0	16,6		
Otros activos no corrientes	1,2	1,2	0,2	0,2	0,2	0,2		
Inmovilizado financiero	18,0	19,6	17,9	15,9	13,7	12,7		
Fondo de comercio y otros intangibles	1,6	3,6	4,2	4,2	4,2	4,2		
Activo circulante	63,9	67,0	73,8	81,6	97,8	88,0		
Total activo	97,3	106,9	111,5	120,1	137,9	128,0		
Patrimonio neto	92,2	100,8	106,1	108,8	111,1	111,7		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	0,6	0,7	0,7	0,4	0,9	6,8		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	2,1	2,9		
Deuda financiera neta	(14,8)	(16,4)	(21,9)	(15,9)	(4,9)	(18,0)		
Pasivo circulante	19,3	21,7	26,6	26,7	28,8	24,6		
Total pasivo	97,3	106,9	111,5	120,1	137,9	128,0		
							TACC	
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	15-20	17-20
Total ingresos	100,1	111,8	122,5	135,8	152,3	148,2	8,2%	6,6%
<i>Cto. Total ingresos</i>	5,7%	11,7%	9,6%	10,8%	12,2%	-2,7%		
Coste de ventas	(45,9)	(52,3)	(57,2)	(62,9)	(73,4)	(72,9)		
Margen Bruto	54,1	59,5	65,4	73,0	78,9	75,4	6,8%	4,9%
<i>Margen Bruto (s/Ingresos)</i>	54,1%	53,2%	53,3%	53,7%	51,8%	50,8%		
Gastos de personal	(26,8)	(29,2)	(31,0)	(33,4)	(36,2)	(36,4)		
Otros costes de explotación	(13,9)	(16,1)	(17,4)	(20,5)	(22,2)	(18,8)		
EBITDA recurrente	13,4	14,1	17,0	19,0	20,5	20,2	8,5%	5,9%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	7,3%	5,3%	20,1%	12,1%	7,5%	-1,6%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	13,4%	12,6%	13,9%	14,0%	13,4%	13,6%		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	0,3	1,2	0,6	0,7	(0,3)	(0,3)		
Depreciación y provisiones	13,8	15,3	17,6	19,8	20,1	19,8	7,6%	4,0%
Depreciación y provisiones	(2,3)	(2,3)	(2,4)	(3,0)	(3,7)	(4,7)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	(1,2)	(1,2)		
EBIT	11,5	13,0	15,2	16,8	15,2	13,9	4,0%	-3,0%
<i>Cto. EBIT</i>	-3,0%	13,6%	17,0%	10,0%	-9,2%	-8,5%		
<i>EBIT / Ingresos</i>	11,5%	11,6%	12,4%	12,3%	10,0%	9,4%		
Impacto fondo de comercio y otros	0,7	(0,0)	-	0,0	-	-		
Resultado financiero neto	2,4	1,8	1,6	1,3	1,4	0,9		
Resultados por puesta en equivalencia	0,1	0,1	0,1	-	-	-		
Beneficio ordinario	14,6	14,9	16,9	18,0	16,6	14,8	0,3%	-4,3%
<i>Cto. Beneficio ordinario</i>	2,3%	1,9%	13,4%	6,7%	-7,9%	-10,8%		
Extraordinarios	-	-	1,4	0,5	0,4	(5,5)		
Beneficio antes de impuestos	14,6	14,9	18,3	18,5	17,0	9,3	-8,6%	-20,0%
Impuestos	(3,9)	(1,8)	(4,4)	(4,4)	(5,8)	(2,4)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	26,8%	12,0%	24,0%	23,8%	34,1%	26,0%		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	10,7	13,1	13,9	14,1	11,2	6,9	-8,4%	-20,8%
<i>Cto. Beneficio neto</i>	7,4%	22,4%	6,1%	1,6%	-20,5%	-38,3%		
Beneficio ordinario neto	10,5	12,1	12,4	13,2	11,9	11,2	1,4%	-3,2%
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	5,3%	15,2%	2,6%	6,6%	-10,1%	-5,5%		
							TACC	
Cash Flow (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	15-20	17-20
EBITDA recurrente	13,4	14,1	17,0	19,0	20,5	20,2	8,5%	5,9%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	(1,2)	(1,2)		
Var. Capital circulante	0,6	(0,6)	(1,8)	(7,8)	(14,1)	5,6		
Cash Flow operativo recurrente	14,0	13,5	15,1	11,3	5,2	24,5	11,8%	17,5%
Capex	(1,5)	(3,2)	(3,0)	(6,1)	(6,0)	(6,4)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow	2,4	1,8	1,6	1,3	1,4	0,9		
Impuestos	(3,9)	(1,8)	(4,4)	(4,4)	(5,8)	(2,4)		
Free Cash Flow Recurrente	10,9	10,4	9,3	2,1	(5,3)	16,6	8,7%	21,4%
Variación del endeudamiento	(5,9)	(1,6)	(5,6)	6,0	11,0	(13,1)		
Deuda neta / EBITDA (x)	-1,1	-1,2	-1,3	-0,8	-0,2	-0,9		

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



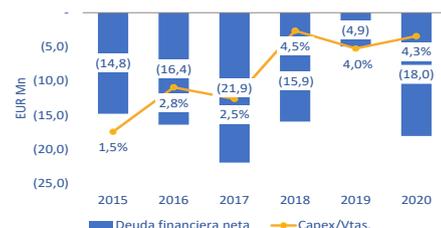
Composición Working Capital

EUR Mn	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Existencias	26,3	33,7	39,5	44,3	50,8	49,4
Clientes	37,3	33,1	34,1	37,0	46,6	37,5
Proveedores	(11,0)	(12,7)	(15,8)	(14,9)	(16,3)	(15,0)
Trade working capital	52,6	54,0	57,8	66,4	81,1	72,0
Otros activos corrientes	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3	1,1
Otros pasivos corrientes	(8,2)	(9,0)	(10,9)	(11,9)	(12,5)	(9,7)
Working Capital	44,7	45,3	47,1	54,9	69,0	63,4
(Incremento)/Reduc. Inventarios	(5,5)	(7,4)	(5,8)	(4,8)	(6,5)	1,4
(Incremento)/Reduc. Clientes	4,2	4,2	(1,0)	(2,9)	(9,6)	9,1
Incremento/(Reduc.) Proveedores	1,5	1,7	3,0	(0,9)	1,4	(1,3)
(Incremento)/Reduc. Otros activos CP	0,7	0,0	0,0	(0,1)	(0,0)	(0,8)
Incremento/(Reduc.) Otros pasivos CP	(0,4)	0,8	1,9	1,0	0,6	(2,8)
Impacto en FCF	0,6	(0,6)	(1,8)	(7,8)	(14,1)	5,6

Working Capital s/Ventas

% s/Ventas	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Existencias	26,3%	30,1%	32,2%	32,6%	33,4%	33,3%
Clientes	37,3%	29,6%	27,8%	27,3%	30,6%	25,3%
Proveedores	11,0%	11,4%	12,9%	10,9%	10,7%	10,1%
Trade working capital	52,6%	48,3%	47,1%	48,9%	53,3%	48,5%
Otros activos corrientes	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,8%
Otros pasivos corrientes	8,2%	8,0%	8,9%	8,7%	8,2%	6,5%
Working Capital	44,6%	40,5%	38,5%	40,4%	45,3%	42,8%

Gráfico 2: Deuda Neta vs CAPEX/Ventas



Endeudamiento y Liquidez

EUR Mn	2015	2016	2017	2018	2019	2020	1S21
Deuda Financiera a L/P	0,1	-	-	-	2,5	11,1	12,1
Emisión de obligaciones	-	-	-	-	-	-	-
Deuda Financiera a C/P	2,1	1,6	2,1	0,8	3,6	6,4	8,0
Otros pasivos fros.	2,0	3,4	2,2	1,6	0,7	0,1	0,3
Deuda financiera bruta	4,2	5,0	4,4	2,3	6,8	17,6	20,3
Caja	3,8	6,2	15,7	8,8	5,5	31,8	34,8
Inversiones a c/p	15,1	15,2	10,6	9,4	6,2	3,8	3,7
Caja y Equivalentes	18,9	21,4	26,3	18,3	11,7	35,6	38,5
Deuda financiera Neta	(14,8)	(16,4)	(21,9)	(15,9)	(4,9)	(18,0)	(18,2)
DN/EBITDA (x)*	-1,1x	-1,2x	-1,3x	-0,8x	-0,2x	-0,9x	-0,7x
DN/FFPP (%)	-16,0%	-16,2%	-20,7%	-14,6%	-4,5%	-16,1%	-15,3%
Vencimientos deuda financiera bruta							
Inferior a un año	2,1	1,6	2,1	0,8	3,6	6,4	8,0
Entre uno y cinco años	2,1	3,4	2,2	1,6	3,2	11,2	12,3
Superior a cinco años	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

* DN/EBITDA 1S21 calculada sobre EBITDA LTM.

Gráfico 3: Market Cap. vs EV



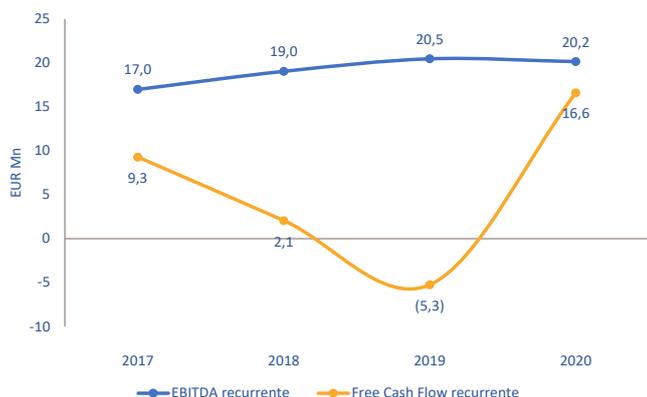
Evolución del Enterprise Value (EV) medio (2014-2019)

Enterprise Value	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Ult. Cierre*
Precio acción (medio)	8,42	8,62	10,09	11,92	11,23	9,69	14,50
Market Cap (medio)	146,1	149,5	175,1	206,7	194,8	168,1	251,5
+ Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,8	0,6	0,7	0,5	0,7	3,9	0,8
+ Deuda financiera neta	-11,8	-15,6	-19,1	-18,9	-10,4	-11,5	-18,2
- Inmovilizado financiero	-20,9	-18,8	-18,7	-16,9	-14,8	-13,2	-11,6
+/- Otros ajustes al EV	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	6,0	0,3
Enterprise Value	114,1	115,7	137,9	171,4	170,2	153,3	222,8

* 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

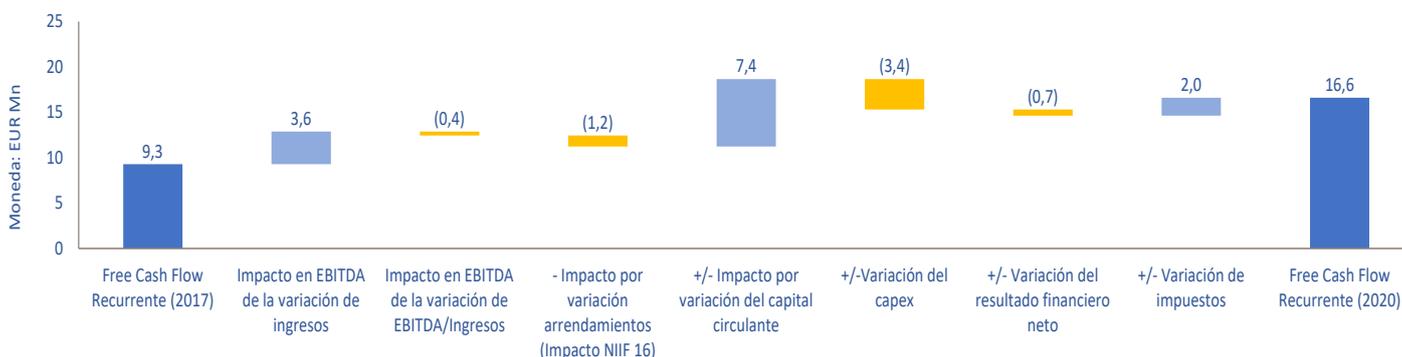
Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



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



Estacionalidad y tendencias

Gráfico 4: Evolución semestral de Ingresos y Margen EBITDA



P&L Semestrales: Estacionalidad

P&L Semestral (EUR Mn)	2S16	1S17	2S17	1S18	2S18	1S19	2S19	1S20	2S20	1S21
Total ingresos	54,3	61,9	60,0	68,7	66,3	75,9	72,3	67,9	80,4	81,7
Cto. Ingresos (YoY)	n.a.	n.a.	10,5%	11,0%	10,5%	10,5%	9,0%	-10,6%	11,2%	20,4%
EBITDA recurrente	6,5	8,1	9,0	9,5	9,5	10,0	10,1	7,2	13,0	12,9
Cto. EBITDA Rec. (YoY)	n.a.	n.a.	39,2%	16,6%	5,8%	5,8%	6,3%	-28,5%	28,3%	79,7%
EBITDA rec. / Ingresos	11,9%	13,1%	15,0%	13,8%	14,3%	13,2%	14,0%	10,6%	16,1%	15,8%
EBITDA	7,6	8,2	9,6	9,6	10,2	10,3	9,5	7,2	12,6	12,9
Cto. EBITDA (YoY)	n.a.	n.a.	26,2%	17,2%	6,6%	7,5%	-6,5%	-30,1%	32,4%	79,7%
EBIT	6,5	6,9	8,3	8,1	8,7	7,9	6,0	4,4	9,5	9,8
Cto. EBIT (YoY)	n.a.	n.a.	27,8%	17,3%	4,0%	-1,9%	-31,1%	-44,5%	59,2%	121,4%
EBIT / Ingresos	12,0%	11,2%	13,9%	11,8%	13,0%	10,5%	8,3%	6,5%	11,8%	12,0%
Beneficio neto	7,4	6,6	7,3	6,9	7,2	5,4	1,5	3,6	3,3	10,5
Cto. Beneficio neto	n.a.	n.a.	-1,4%	3,6%	-0,8%	-21,2%	-79,4%	-33,2%	120,9%	190,1%

Análisis de Tendencias

Variación a/a	2015	2016	2017	2018	2019	2020	1S20	1S21
Total ingresos	5,7%	11,7%	9,6%	10,8%	12,2%	-2,7%	-10,6%	20,4%
EBITDA recurrente	7,3%	5,3%	20,1%	12,1%	7,5%	-1,6%	-28,5%	79,7%
EBITDA rec. / Ingresos (p.p.)	0,2	(0,8)	1,2	0,2	(0,6)	0,2	(2,6)	5,2
EBIT	-3,0%	13,6%	17,0%	10,0%	-9,2%	-8,5%	-44,5%	121,4%
EBIT / Ingresos (p.p.)	(1,0)	0,2	0,8	(0,1)	(2,4)	(0,6)	(4,0)	5,5
Beneficio neto	7,4%	22,4%	6,1%	1,6%	-20,5%	-38,3%	-33,2%	190,1%
Deuda financiera neta	-66,6%	-10,8%	-33,9%	27,4%	68,9%	264,4%	-	-
Deuda neta / EBITDA (x)	-0,4x	-0,1x	-0,1x	0,5x	0,6x	-0,7x	-	-

5. "Todos los números"

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	TACC	
							15-20	17-20
MARKET DATA								
Precio por acción	9,01	8,90	10,35	10,50	11,45	9,70		
Capitalización (EUR Mn)	156,3	154,4	179,5	182,1	198,6	168,3		
Volumen medio anual (EUR Mn)	0,07	0,06	0,10	0,09	0,12	0,04		
Comportamiento								
Absoluto	43,0%	-1,2%	16,3%	1,4%	9,0%	-15,3%	1,5%	-2,1%
vs Ibex 35	54,0%	0,8%	8,3%	19,3%	-2,5%	0,2%		
vs Sector benchmark	24,8%	10,1%	14,0%	4,2%	-15,1%	-12,3%		
MÉTRICAS POR ACCIÓN								
Nº Acciones ajustado	17,16	16,74	17,33	17,33	17,32	17,32	0,2%	0,0%
BPA (EUR)	0,62	0,78	0,80	0,81	0,65	0,40	-8,5%	-20,7%
Book value por acción (reportado)	5,38	6,03	6,12	6,28	6,41	6,45	3,7%	1,8%
FCF Rec. por acción	0,64	0,62	0,54	0,12	-0,30	0,96	8,5%	21,4%
DPA (EUR)	0,38	0,46	0,58	0,58	0,33	0,31	-3,6%	-18,5%
% pay-out	60,1%	58,8%	72,0%	70,9%	51,0%	78,3%		
ENTERPRISE VALUE (EUR Mn)								
Capitalización (EUR Mn)	156,3	154,4	179,5	182,1	198,6	168,3	1,5%	-2,1%
+ Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,6	0,7	0,7	0,4	0,9	6,8		
+ Deuda financiera neta	-14,8	-16,4	-21,9	-15,9	-4,9	-18,0		
- Inmovilizado financiero	-18,0	-19,6	-17,9	-15,9	-13,7	-12,7		
(-) Enterprise value (cierre)	124,1	119,1	140,4	150,7	180,9	144,4	3,1%	0,9%
KEY FINANCIAL METRICS								
Crecimiento (a/a)								
Total ingresos	5,7%	11,7%	9,6%	10,8%	12,2%	-2,7%		
EBITDA recurrente	7,3%	5,3%	20,1%	12,1%	7,5%	-1,6%		
EBIT	-3,0%	13,6%	17,0%	10,0%	-9,2%	-8,5%		
Beneficio antes de impuestos	2,3%	1,9%	22,8%	1,4%	-8,2%	-45,1%		
Beneficio neto	7,4%	22,4%	6,1%	1,6%	-20,5%	-38,3%		
BPA (EUR)	7,1%	25,4%	2,5%	1,6%	-20,5%	-38,3%		
Márgenes (s/Ingresos)								
EBITDA recurrente	13,4%	12,6%	13,9%	14,0%	13,4%	13,6%		
Margen Bruto	54,1%	53,2%	53,3%	53,7%	51,8%	50,8%		
EBIT	11,5%	11,6%	12,4%	12,3%	10,0%	9,4%		
Beneficio antes de impuestos	14,6%	13,3%	14,9%	13,6%	11,2%	6,3%		
Beneficio neto	10,7%	11,7%	11,3%	10,4%	7,4%	4,7%		
Beneficio ordinario neto	10,5%	10,8%	10,1%	9,7%	7,8%	7,6%		
Otros datos financieros básicos								
Tasa impositiva (>0 ingreso)	26,8%	12,0%	24,0%	23,8%	34,1%	26,0%		
Capex/Vtas	1,5%	2,8%	2,5%	4,5%	4,0%	4,3%		
Working Capital/Vtas	44,6%	40,5%	38,5%	40,4%	45,3%	42,8%		
Capital Empleado/Vtas	60,0%	58,6%	54,6%	57,0%	61,3%	59,3%		
Deuda neta/EBITDA	-1,1x	-1,2x	-1,3x	-0,8x	-0,2x	-0,9x		
Deuda neta/Equity	-16,0%	-16,2%	-20,7%	-14,6%	-4,5%	-16,1%		
Activos (ex-caja)/Equity	1,1x	1,1x	1,1x	1,1x	1,2x	1,1x		
ROE (reportado)	11,6%	13,6%	13,4%	13,1%	10,2%	6,2%		
ROCE (reportado)	13,9%	18,2%	17,5%	17,7%	12,5%	11,4%		
WACC	6,5%	6,7%	6,2%	6,4%	6,2%	5,5%		
BALANCE (EUR Mn)								
Activo fijo e intangible	12,6	15,5	15,5	18,2	22,1	23,0		
Working capital	44,7	45,3	47,1	54,9	69,0	63,4		
Activos totales (ex-caja)	97,3	106,9	111,5	120,1	137,9	128,0		
Equity	92,2	100,8	106,1	108,8	111,1	111,7		
Deuda neta / (caja)	-14,8	-16,4	-21,9	-15,9	-4,9	-18,0		
Capital Empleado	60,1	65,6	67,0	77,4	93,3	87,9		
CUENTA DE RESULTADOS (EUR Mn)								
Total ingresos	100,1	111,8	122,5	135,8	152,3	148,2	8,2%	6,6%
EBITDA recurrente	13,4	14,1	17,0	19,0	20,5	20,2	8,5%	5,9%
Depreciación y provisiones	-2,3	-2,3	-2,4	-3,0	-3,7	-4,7		
EBIT	11,5	13,0	15,2	16,8	15,2	13,9	4,0%	-3,0%
Resultado financiero neto	2,4	1,8	1,6	1,3	1,4	0,9		
Beneficio antes de impuestos	14,6	14,9	18,3	18,5	17,0	9,3	-8,6%	-20,0%
Tasa impositiva (>0 ingreso)	-3,9	-1,8	-4,4	-4,4	-5,8	-2,4		
Minoritarios y discontinuadas	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
Beneficio neto	10,7	13,1	13,9	14,1	11,2	6,9	-8,4%	-20,8%
Beneficio ordinario neto	10,5	12,1	12,4	13,2	11,9	11,2	1,4%	-3,2%
CASH-FLOW (EUR Mn)								
EBITDA recurrente	13,4	14,1	17,0	19,0	20,5	20,2		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,2	-1,2		
Var. Capital circulante	0,6	-0,6	-1,8	-7,8	-14,1	5,6		
Capex	-1,5	-3,2	-3,0	-6,1	-6,0	-6,4		
Impuestos	-3,9	-1,8	-4,4	-4,4	-5,8	-2,4		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow	2,4	1,8	1,6	1,3	1,4	0,9		
Rec. Free Cash Flow to Equity (FCFE)	10,9	10,4	9,3	2,1	-5,3	16,6	8,7%	21,4%
Rec. Free Cash Flow to the Firm (FCFF)	9,4	8,8	8,5	1,2	-5,4	14,5	9,0%	19,8%
CUENTA DE RESULTADOS (EUR Mn)								
Múltiplos sobre equity								
PER	14,6x	11,8x	12,9x	12,9x	17,7x	24,3x		
PER Ordinario	14,9x	12,8x	14,5x	13,8x	16,8x	15,0x		
P/BV	1,7x	1,5x	1,7x	1,7x	1,8x	1,5x		
FCFE yield	7,0%	6,7%	5,2%	1,1%	n.a.	9,9%		
Dividend Yield (%)	4,2%	5,2%	5,6%	5,5%	2,9%	3,2%		
Múltiplos sobre EV								
EV/Ventas	1,2x	1,1x	1,1x	1,1x	1,2x	1,0x		
EV/EBITDA	9,2x	8,4x	8,3x	7,9x	8,8x	7,2x		
EV/EBIT	10,8x	9,1x	9,2x	9,0x	11,9x	10,4x		
EV/CE	2,1x	1,8x	2,1x	1,9x	1,9x	1,6x		
FCFF yield (to EV)	7,6%	7,4%	6,0%	0,8%	-3,0%	10,1%		

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 (2021e)

		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 (Factset)	ZBH-US	SN-GB	OSSR-DK	OFIX-US	MED-CH	ELOS.B-SE	
	País	USA	UK	Iceland	USA	Switzerland	Sweden	
	Market cap	25.428,9	13.547,9	2.594,6	646,2	1.246,0	153,4	
	Enterprise value (EV)	31.241,8	15.383,3	2.930,5	600,6	1.191,7	196,2	
Información financiera básica	Total Ingresos	6.914,4	4.573,3	629,7	401,8	138,0	73,7	
	Cto.Total Ingresos	15,4%	10,5%	13,7%	15,9%	19,8%	29,3%	17,4%
	2y TACC (2021e - 2023e)	4,5%	5,7%	7,9%	6,0%	16,8%	11,4%	8,7%
	EBITDA	2.253,1	1.173,7	139,9	54,4	23,4	16,1	
	Cto. EBITDA	43,2%	17,3%	55,7%	275,5%	28,9%	105,2%	87,6%
	2y TACC (2021e - 2023e)	10,6%	11,0%	10,5%	15,0%	26,6%	10,2%	14,0%
	EBITDA/Ingresos	32,6%	25,7%	22,2%	13,5%	16,9%	21,9%	22,1%
	EBIT	1.842,5	700,6	99,6	0,9	9,2	10,5	
	Cto. EBIT	165,9%	38,4%	109,5%	107,9%	167,0%	438,0%	171,1%
	2y TACC (2021e - 2023e)	8,9%	19,2%	15,1%	n.a.	43,3%	10,6%	19,4%
	EBIT/Ingresos	26,6%	15,3%	15,8%	0,2%	6,7%	14,3%	13,2%
	Beneficio Neto	1.399,5	632,3	67,0	13,3	8,2	7,6	
	Cto. Beneficio Neto	n.a.	55,5%	n.a.	517,8%	n.a.	113,8%	229,1%
	2y TACC (2021e - 2023e)	10,7%	15,1%	17,9%	43,2%	37,5%	10,2%	22,4%
CAPEX/Ventas	4,9%	9,7%	3,7%	n.a.	8,0%	10,2%	7,3%	
Free Cash Flow	883,4	519,6	54,3	n.a.	6,1	2,9		
Deuda financiera Neta	5.400,7	1.624,3	278,4	n.a.	0,1	22,8		
DN/EBITDA (x)	2,4	1,4	2,0	n.a.	0,0	1,4	1,4	
Pay-out	12,1%	43,6%	10,0%	n.a.	0,0%	15,7%	16,3%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	18,3	21,0	36,7	65,6	n.a.	24,7	33,3
	P/BV (x)	2,1	2,9	4,8	n.a.	6,1	3,1	3,8
	EV/Ingresos (x)	4,5	3,4	4,7	1,5	8,6	2,7	4,2
	EV/EBITDA (x)	13,9	13,1	20,9	11,0	n.a.	12,2	14,2
	EV/EBIT (x)	17,0	22,0	29,4	n.a.	n.a.	18,7	21,7
	ROE	11,2	13,7	13,0	n.a.	3,4	12,7	10,8
	FCF Yield (%)	3,5	3,8	2,1	n.a.	0,5	1,9	2,3
	DPA	0,82	0,32	0,02	n.a.	0,00	0,15	0,26
Dvd Yield	0,7%	2,0%	0,3%	n.a.	0,0%	0,7%	0,7%	

Múltiplos: Sector hospitalario y ortopédico (Backward-looking: 2020)

EUR Mn	Ticker (Factset)	Market cap	PER 2020	BPA 20-22e TACC	P/BV 2020	ROE 2020	EV/EBITDA 2020	EBITDA 20-22e TACC	EV/Vtas 2020	Vtas 20-22e TACC	Mg. EBIT 2020	FCFE yield 2020	FCFE 20-22e TACC
	Zimmer Biomet Holdings, Inc.	25.429	32,6x	86,9%	2,4x	-1,1%	21,0x	26,0%	5,5x	10,1%	11,6%	2,5%	41%
	Smith & Nephew PLC	13.548	28,0x	18,9%	3,0x	9,0%	20,2x	15,8%	4,9x	8,4%	12,2%	3,0%	15%
	Ossur hf.	2.595	65,1x	131,2%	5,5x	1,1%	36,1x	31,8%	5,9x	11,0%	8,6%	2,5%	9%
	Orthofix Medical, Inc.	646	n.a.	n.a.	2,1x	0,7%	49,2x	104,1%	2,1x	10,7%	n.a.	7,1%	n.a.
	Medartis Holding AG	1.246	n.a.	n.a.	6,3x	-0,4%	22,4x	32,4%	3,5x	17,4%	3,0%	0,4%	102%
	Elos Medtech AB Class B	153	29,1x	243,7%	3,3x	6,7%	14,2x	49,2%	2,0x	20,3%	3,4%	9,2%	15%
	Media		38,7x	120,2%	3,8x	2,7%	27,2x	43,2%	4,0x	13,0%	7,8%	4,1%	36,5%
	Mediana		30,9x	109,0%	3,2x	0,9%	21,7x	32,1%	4,2x	10,9%	8,6%	2,7%	15,4%
	PRIM, S.A.	251,5	24,3x	n.a.	1,5x	6,2%	7,2x	n.a.	1,0x	n.a.	9,4%	10,1%	n.a.

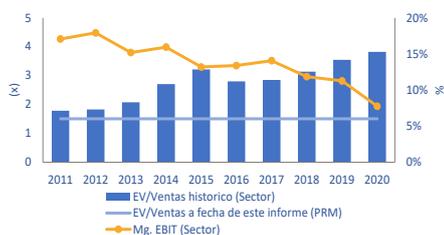
Nota: Múltiplos históricos (backward-looking) calculados con precios de cotización a cierre del ejercicio. Mkt. Cap. a fecha de este informe.

Múltiplos: Sector hospitalario y ortopédico (Forward-Looking: 2021e)

EUR Mn	Ticker (Factset)	Market cap	PER 2021e	BPA 21e-23e TACC	P/BV 2021e	ROE 2021e	EV/EBITDA 2021e	EBITDA 21e-23e TACC	EV/Vtas 2021e	Vtas 21e-23e TACC	Mg. EBIT 2021e	FCFE yield 2021e	FCFE 21e-23e TACC
	Zimmer Biomet Holdings, Inc.	25.429	18,3x	10,5%	2,1x	11,2%	13,9x	10,6%	4,5x	4,5%	26,6%	3,5%	35%
	Smith & Nephew PLC	13.548	21,0x	16,1%	2,9x	13,7%	13,1x	11,0%	3,4x	5,7%	15,3%	3,8%	16%
	Ossur hf.	2.595	36,7x	15,6%	4,8x	13,0%	20,9x	10,5%	4,7x	7,9%	15,8%	2,1%	31%
	Orthofix Medical, Inc.	646	65,6x	64,7%	n.a.	n.a.	11,0x	15,0%	1,5x	6,0%	0,2%	n.a.	n.a.
	Medartis Holding AG	1.246	n.a.	45,8%	6,1x	3,4%	n.a.	26,6%	8,6x	16,8%	6,7%	0,5%	25%
	Elos Medtech AB Class B	153	24,7x	10,2%	3,1x	12,7%	12,2x	10,2%	2,7x	11,4%	14,3%	1,9%	102%
	Media		33,3x	27,2%	3,8x	10,8%	14,2x	14,0%	4,2x	8,7%	13,2%	2,3%	41,7%
	Mediana		24,7x	15,9%	3,1x	12,7%	13,1x	10,8%	3,9x	6,9%	14,8%	2,1%	30,5%

Ejercicios "teóricos" de valoración por múltiplos

Gráfico 1: Inputs valoración en base a EV/Ventas



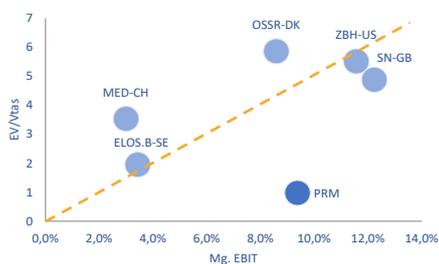
Ejercicio "Teórico" de valoración en base a EV/Ventas (2020) (*)

Inputs de valoración	2020		
Margen EBIT sector (2019)	12,2%	EV/Vtas Compañía Teórico	2,3
Margen EBIT Compañía (2019)	10,0%	* Vtas 2020	148,2
Factor de Ajuste	0,82	Valoración EV Compañía	336,9
		- Minoritarios	-
EV/Vtas Sector (media -10y)	2,8	- Provisiones y otros pasivos a LP	0,8
* Factor de Ajuste	0,82	- Deuda financiera neta	(18,2)
= EV/Vtas Compañía Teórico	2,3	+ Inmovilizado financiero	11,6
vs EV/Vtas Compañía 2020 "Real"	1,5	+/- Otros ajustes al EV	(0,3)
Prima / (Descuento) s/ EV/Vtas	-33,9%	= Valoración Equity Compañía (**)	365,6
		vs Mkt Cap a Fecha de este Informe	251,5
		Prima / (Descuento)	-31,2%

(*) En condiciones normales, el ejercicio teórico de valoración en base a EV/Vtas se realizaría sobre el último ejercicio cerrado (2020). No obstante, dada la atipicidad del ejercicio 2020 (y que la evolución de los resultados 1S21 de PRIM ya muestran una clara recuperación) consideramos más sensato que el ejercicio de valoración pivote sobre los resultados 2019.

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

Gráfico 2: PRM vs Peers (2020)



A) EV/Vtas teórico

Prima EV/Vtas	Mg. EBIT		
	9,0%	10,0%	11,0%
-10%	1,8	2,0	2,3
0%	2,0	2,3	2,5
10%	2,2	2,5	2,8

B) Prima / (Descuento)

Prima EV/Vtas	Mg. EBIT		
	9,0%	10,0%	11,0%
-10%	-16,6%	-24,2%	-30,6%
0%	-24,2%	-31,2%	-37,0%
10%	-30,6%	-37,0%	-42,4%

(*) 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 1S21.

Gráfico 3: Múltiplos de valoración históricos (2020)



Otros Múltiplos y ratios de valoración vs sector (2020)

	Múltiplos sobre equity		Múltiplos sobre EV		Free Cash Flow Yield
	PER	P/BV	EV/EBITDA	EV/EBIT	FCF to Equity
PRM	24,3	1,5	7,2	10,4	9,9%
Sector	31,0	3,1	26,0	41,2	4,1%
Prima / Descuento	-21,5%	-50,6%	-72,4%	-74,8%	5,8p.p.

(*) 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 (1S21)		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)	0,3%	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 (estimación propia)		0,7		0,9	
Coste del Equity	7,5%	Ke = Rf + (R*B)		6,3%		8,9%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	100,0%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)		=		=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	0,0%	D		=		=	
WACC	7,5%	WACC = Kd*D + Ke*E		6,3%		8,9%	

Hipótesis básicas (2020)(**)

EBIT 2019	15,2
Tasa fiscal normalizada (T)	20,0%
Tasa de crecimiento l/p (G)	3,0%
ROCE 2019	12,5%
WACC (a la fecha de este informe) (*)	7,5%
Factor de Corrección s/EBIT Neto	= 1 - (G / ROCE)
Factor de Corrección Aplicado	75,9%

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)	204,0
- Deuda financiera neta	(18,2)
- Minoritarios	0,0
- Provisiones y otros pasivos a LP	0,8
+/- Otros ajustes al EV	0,3
+ Inmovilizado financiero	11,6
= Valoración Equity Compañía	232,7
vs Mkt Cap a Fecha de este Informe	251,5
Prima / (Descuento)	8,1%

(*) 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. 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".

(**) En condiciones normales, el ejercicio teórico de valoración en base a DCF (EBIT Neto / (WACC - G)) se realizaría sobre el último ejercicio cerrado (2020). No obstante, dada la atipicidad del ejercicio 2020 (y que la evolución de los resultados 1S21 de PRIM ya muestran una clara recuperación) consideramos más sensato que el ejercicio de valoración pivote sobre los resultados 2019.

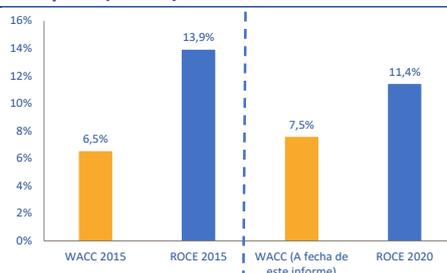
Múltiplos sector 2020 vs múltiplos implícitos de la compañía (s/ EV y Mkt. Cap. teórico)

Múltiplo	Sector	PRM	Prima / Descuento
EV/Ventas	3,8	1,4	-64,0%
EV/EBITDA	26,0	10,1	-61,1%
EV/EBIT	41,2	14,7	-64,4%
P/BV	3,1	2,1	-31,7%
PER Ordinario	31,0	20,8	-33,0%

Análisis de sensibilidad

A) Valor "teórico" del Equity (EUR Mn)				B) Prima / (Descuento)			
ROCE	Tasa de crecimiento l/p (G)			ROCE	Tasa de crecimiento l/p (G)		
	2,5%	3,0%	3,5%		2,5%	3,0%	3,5%
11,5%	217,9	227,1	238,5	11,5%	15,4%	10,8%	5,4%
12,5%	222,1	232,7	245,9	12,5%	13,2%	8,1%	2,3%
13,5%	225,7	237,5	252,2	13,5%	11,4%	5,9%	-0,3%

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 (1S21) del negocio

Gráfico 4: Diferenciales de crecimiento (Vtas)

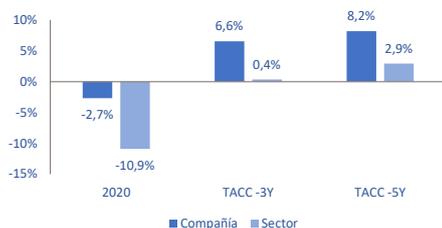


Gráfico 5: Indicadores de momentum (cto. 1S21 vs 1S20)

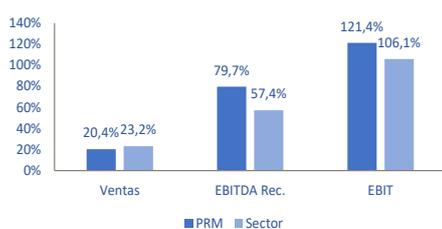
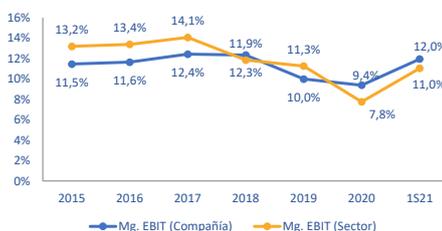


Gráfico 6: Mg EBIT. Evolución histórica



Diferenciales de crecimiento compañía vs sector

	Total Ingresos			EBITDA			EBIT		
	2020	TACC -3Y	TACC -5Y	2020	TACC -3Y	TACC -5Y	2020	TACC -3Y	TACC -5Y
Compañía	-2,7%	6,6%	8,2%	-1,6%	5,9%	8,5%	-8,5%	-3,0%	4,0%
Sector	-10,9%	0,4%	2,9%	-28,0%	-10,0%	-2,7%	-49,3%	-21,1%	-8,3%
Spread (p.p.)	8,2	6,2	5,2	26,4	15,8	11,2	40,7	18,2	12,2

Indicadores de momentum

	PRM			Sector Avg			Sector
	1S21	2020	Dif. (p.p.)	1S21	2020	Dif. (p.p.)	TACC 2020 2022
Ventas	20,4%	-2,7%	23,1	23,2%	-10,9%	34,1	13,0%
EBITDA Rec.	79,7%	-1,6%	81,2	57,4%	-28,0%	85,4	43,2%
EBITDA / Ingresos	15,8%	13,6%	2,2	20,5%	16,7%	3,8	6,7p.p.
EBIT	121,4%	-8,5%	129,9	106,1%	-49,3%	155,3	83,3%
EBIT / Ingresos	12,0%	9,4%	2,6	11,0%	7,8%	3,3	7,0p.p.

Crecimiento histórico vs indicadores de momentum

Spread Compañía vs Sector (p.p.)	Var. -5yr	Var. -3yr	2020	1S21
Ventas	5,2	6,2	8,2	(2,8)
EBITDA Rec.	11,2	15,8	26,4	22,3
EBITDA / Ingresos	4,8	4,9	(3,1)	(4,7)
EBIT	12,2	18,2	40,7	15,3
EBIT / Ingresos	3,4	3,3	1,6	0,9

(*) 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
22-Sep-2021	n.a.	14,50	n.a.	n.a.	Análisis de Estados Financieros Históricos	David López Sánchez
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

