

Amper (AMP) es un Grupo español diversificado a través de tres negocios: (i) Tecnología (ingeniería e integración para el desarrollo de comunicaciones e IoT, soluciones de seguridad y defensa y gestión de energía; 36% s/Ingresos 2021), (ii) Industrial (ejecución de proyectos y mantenimiento de instalaciones industriales; 60% s/Ingresos 2021e) y (iii) Ingeniería (4% s/Ingresos 2021e). Su principal mercado es el español (c. 85% s/Ingresos).

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

#### Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	224,7	269,2
EV (Mn EUR y USD) <sup>(1)</sup>	284,4	340,7
Número de Acciones (Mn)	1.075,3	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	0,23 / 0,18 / 0,13	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,58	
Rotación <sup>(2)</sup>	65,6	
Refinitiv / Bloomberg	APE.MC / AMP SM	
Cierre año fiscal	31-Dic	

#### Estructura Accionarial (%)

Martinavarro Dealbert	5,1
Free Float	94,9

#### Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2020	2021e	2022e	2023e
Nº Acc. ajustado (Mn)	1.084,0	1.075,3	1.075,3	1.075,3
Total Ingresos	196,1	258,8	294,9	340,0
EBITDA Rec. <sup>(3)</sup>	-0,1	15,1	20,6	30,3
% Var.	-100,9	n.a.	36,2	47,2
% EBITDA Rec./Ing.	n.a.	5,8	7,0	8,9
% Var EBITDA sector <sup>(4)</sup>	11,7	19,1	16,4	14,7
Beneficio neto	1,1	8,7	13,2	21,4
BPA (EUR)	0,00	0,01	0,01	0,02
% Var.	-94,1	667,2	52,0	62,0
BPA ord. (EUR)	0,00	0,01	0,01	0,02
% Var.	-88,6	345,8	52,0	62,0
Free Cash Flow Rec. <sup>(5)</sup>	-21,0	5,1	7,6	14,7
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	35,6	35,4	30,8	16,2
DN / EBITDA Rec.(x)	n.a.	2,3	1,5	0,5
ROE (%)	2,1	15,0	19,2	24,9
ROCE (%) <sup>(5)</sup>	n.a.	9,7	13,2	19,1

#### Ratios y Múltiplos (x)<sup>(6)</sup>

	2020	2021e	2022e	2023e
PER	n.a.	25,8	17,0	10,5
PER Ordinario	n.a.	25,8	17,0	10,5
P/BV	4,2	3,6	3,0	2,3
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	1,45	1,10	0,96	0,84
EV/EBITDA Rec.	n.a.	18,8	13,8	9,4
EV/EBIT	n.a.	21,5	15,1	9,9
FCF Yield (%) <sup>(5)</sup>	n.a.	2,3	3,4	6,5

(1) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

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

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

(4) Sector: TRBC Europe Technology Index.

(5) Ver Anexo 2 para Tasa fiscal teórica (ROCE) y cálculo del FCF recurrente.

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

## Oportunidad - Reto: rentabilizar (rápido) el “salto en tamaño” de 2018-2020

**LA INTENSA ACTIVIDAD M&A HA PERMITIDO ACELERAR EL CRECIMIENTO Y DIVERSIFICAR EL NEGOCIO.** El giro estratégico ejecutado por AMP desde 2018, apoyado sobre una intensa actividad M&A para acelerar su crecimiento (con >10 adquisiciones en los últimos años), ha permitido crecer en volumen (Ingresos 2020: c. EUR 200Mn vs c. 140Mn en 2018) y diversificar el mix de ingresos (destacando la diversificación de su división tecnológica fuera de Telcos y la entrada en el negocio industrial y de ingeniería).

**Y, PESE AL ENTORNO, ENCONTRAMOS RAZONES OBJETIVAS PARA SEGUIR CRECIENDO.** Destacamos: (i) la capacidad (creíble) de recuperar niveles 2019 proforma (con la ejecución en 2021e de los contratos que sufrieron retrasos como consecuencia del Covid-19), (ii) su exposición a nichos en pleno crecimiento (infraestructura de comunicaciones, IoT, digitalización, energías renovables...), (iii) la consolidación del 100% de los negocios adquiridos en 2020, y (iv) sobre una cartera ejecutable en 2021e de EUR 174Mn (c. 70% de los ingresos estimados en 2021e).

**¿QUÉ CABE ESPERAR DEL NEGOCIO EN 2021e?** El escenario que planteamos para 2021e permitiría a AMP alcanzar: (i) unos ingresos de c. EUR 260Mn (+32% vs 2020), que, por aprovechamiento de su apalancamiento operativo, debiera traducirse en niveles de EBITDA Recurrente de c. EUR 15Mn (Mg. EBITDA Rec. c. 6%). Manteniendo en todo momento una estructura de balance en la que la deuda no es un problema (DN/EBITDA Rec. 2021e, c.2x).

**EL CRECIMIENTO EN VOLUMEN ES CLARO. EL RETO ESTÁ EN EL MARGEN.** A día de hoy, la “foto” muestra una compañía en pleno crecimiento en ingresos. Pero 2021e puede ser visto como el año “clave” para juzgar la rentabilidad del modelo de negocio escogido por AMP. Resolviendo la incógnita de la rentabilidad de las operaciones corporativas ya realizadas. Una velocidad razonable de recuperación de márgenes implicaría volver a niveles 2019 (EBITDA/Vtas, c. 9%) en 2023e. La evolución de márgenes es crítica, al ser la única vía para dar soporte a los múltiplos actuales (EV/EBITDA Recurrente 2021e c. 19x; y c. 9,5x 2023e).

#### Comportamiento relativo (base 100)



#### Comportamiento en bolsa (%)

	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	6,6	-6,3	45,5	9,3	15,2	71,3
vs Ibex 35	0,7	-11,1	10,0	2,6	30,7	78,9
vs Ibex Small Cap Index	1,0	-15,9	-22,7	-0,7	-5,9	-12,9
vs Eurostoxx 50	2,5	-13,3	-4,3	0,9	2,8	35,4
vs Índice del sector <sup>(4)</sup>	8,6	-12,7	-15,6	3,0	-23,9	-16,7

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

Informe emitido por IEAF Servicios de Análisis, S.L.U. Lighthouse es un proyecto de IEAF Servicios de Análisis, S.L.U.

Este informe se ha realizado en base a información pública. El informe incluye un análisis financiero de la compañía cubierta. El informe no propone ninguna recomendación personalizada de inversión. Los inversores tan solo deben considerar el contenido de este informe como un elemento más en su proceso de decisión en materia de inversión. En las dos últimas páginas de este informe se incluye información legal muy importante sobre su contenido.

## Revisión de estimaciones

### 2021e: el año “clave” para AMP. El reto/oportunidad de rentabilizar todo lo invertido desde 2018

El giro estratégico ejecutado por AMP desde 2018, apoyado en una intensa actividad de M&A para acelerar su crecimiento (con 13 adquisiciones en los últimos 4 años; Tabla 1), ha resultado en una transformación significativa de su mix de ingresos (destacando la diversificación de su división tecnológica fuera de Telcos y la entrada en el negocio industrial y de ingeniería). Lo que plantea a su vez dos preguntas esenciales: ¿Qué es hoy AMP (marzo 2021)? ¿Qué debe esperarse para su futuro más próximo (2021e-2023e) en términos de resultado operativo y generación de caja?

**Tabla 1. Operaciones corporativas (2017-2020)**

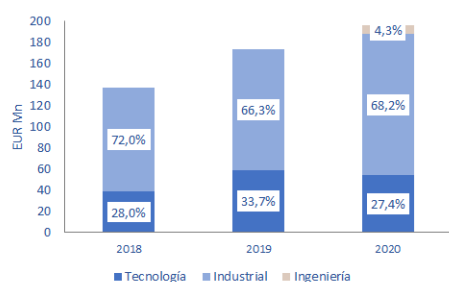
Fecha	Año	Compañía	División	% Control adquirido	Precio (EUR Mn)	Ventas (EUR Mn)	Ventas Proforma (EUR Mn)	EV/Vtas <sup>3</sup>
28/07/2017	2017	Nervión	Industrial	84%	6,2	43,1	61,3	0,3
29/11/2018	2018	Rubricall SL	Tecnología	75%	1,0	3,6	3,6	0,5
12/12/2018	2018	Ingenio 3000 SL	Tecnología	50%	0,6	0,5	0,5	3,0
27/03/2019	2019	Sensing and Control	Tecnología	51%	1,5	1,3	1,6	3,8
04/04/2019	2019	Amper Iberwave	Tecnología	60%	0,6	0,2	0,2	4,5
06/05/2019	2019	Wireless Watts	Tecnología	75%	9,0	0,6	3,5	3,4
04/07/2019	2019	Núcleo	Tecnología	73%	5,5	14,2	20,7	0,4
01/08/2019	2019	Formecal	Industrial	100%	7,2	2,4	5,0	1,4
25/11/2019	2019	Setelsa	Tecnología	100%	4,0	1,0	4,9	0,8
09/01/2020	2020	Proes Consultores	Ingeniería	89%	2,7	12,7	12,6	0,3
22/07/2020	2020	Sacyr Nervión <sup>1</sup>	Industrial	50%	1,2	19,6	38,3	0,1
02/09/2020	2020	ELINSA	Tecnología	51%	1,5	5,1	11,6	0,7
23/11/2020	2020	TFS <sup>2</sup>	Tecnología	30%	0,3	0,1	1,3	1,2
				<b>41,4</b>		<b>165,2</b>	<b>0,5</b>	

Nota 1: En julio 2020 AMP anuncia la adquisición del 50% que no poseía de Sacyr-Nervión (mantenimiento de tanques de almacenamiento de petróleo y gas), pasando a controlar el 100% de la compañía (antes consolidada por puesta en equivalencia; impacto de EUR 0,3Mn en 2019).

Nota 2: Pese a mantener sólo una participación del 30% en TFS, se considera una participación de control al poseer la mayoría de votos en el consejo.

Nota 3: EV/Vtas estimado por Lighthouse.

**Gráfico 1. Mix de ingresos por negocio (2018-2020)**



Nota: incluye crecimiento inorgánico (ver Tabla 1).

### Tras el crecimiento por integración de compañías, ¿qué es AMP hoy? (marzo 2021)

La intensa actividad M&A desarrollada durante los últimos años ha permitido a AMP materializar un salto en tamaño significativo en términos de ingresos, alcanzando en 2020 niveles de facturación de c. EUR 200Mn (vs < EUR 30Mn en 2016 y EUR 140Mn en 2018); lo que ofrece una idea de la importante transformación del negocio tradicional. Interesa por tanto simplificar: ¿qué es AMP hoy?

En la actualidad, la compañía desarrolla su actividad a través de tres líneas de negocio bien diferenciadas:

- **Tecnología (36% s/Ingresos; 69% s/EBITDA 2021e): el motor de crecimiento del Grupo (impulsado por su diversificación).** Durante el período 2018-2020 AMP adquiere 9 compañías de corte tecnológico. Lo que le permite diversificar de forma significativa su actividad más allá de su negocio tradicional como proveedor para el despliegue de redes de telecomunicaciones fijas y móviles (diversificando además su base de clientes fuera de las Telcos).

La línea de negocio tecnológica engloba tres divisiones: (i) Telecom e IoT, que integra, junto al negocio tradicional de dispositivos y componentes para redes de telecomunicaciones, diversas soluciones tanto para el ámbito residencial como industrial (tracking y geolocalización de personas y materiales, contadores inteligentes de agua y gas para smart metering, cerraduras inteligentes...), (ii) Comunicaciones, Seguridad y Defensa, con hardware y software propio para la gestión integral de comunicaciones críticas y (iii) Tecnologías de la Energía y Control, con sistemas de sensorización, recogida de datos y control destinados esencialmente al sector energético y naval.

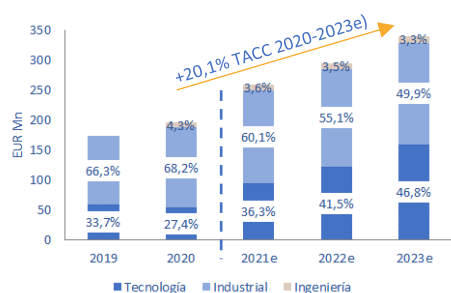
- **Industrial (60% s/Ingresos; 25% s/EBITDA 2021e): bajos márgenes y mayor exposición al ciclo.** La división Industrial de AMP nace tras la adquisición del grupo Nervión en 2017. Y, pese a aportar > 60% del mix de ingresos estimado para 2021e, la “foto” es distinta en términos de EBITDA Recurrente (25% s/EBITDA 2021e). En la actualidad, las principales actividades del negocio industrial se engloban en: (i) Naval-offshore (construcción y montaje naval y fabricación de jackets para parques eólicos offshore, donde la compañía mantiene una posición de liderazgo) y (ii) Servicios Industriales, con servicios que van desde el montaje y mantenimiento de plantas industriales, hasta soluciones para el control de la contaminación atmosférica.

Se trata de un negocio muy intensivo en mano de obra (> 2.300 empleados para una facturación estimada de EUR 155Mn en 2021e), de márgenes reducidos (Mg. EBITDA 2021e del 2,4%) y mayor exposición al ciclo que los negocios tecnológicos de AMP. Aunque con una oportunidad de crecimiento en la construcción de infraestructuras marinas (jackets) para proyectos de energía eólica offshore.

- **Ingeniería (4% s/Ingresos; 6% s/EBITDA 2021e):** a través de Proes (compañía adquirida en 2020), una consultora de ingeniería y arquitectura que, dentro de AMP, debería jugar un papel como “prescriptor” para facilitar la implementación de sus soluciones tecnológicas en el proceso de transformación industrial (industria 4.0). Además de aportar mayor valor añadido a la división industrial (despegándola del concepto de subcontratista).

En definitiva, la intensa actividad M&A de carácter “oportunist” ejecutada durante los últimos años, ha diversificado y transformado de forma significativa el mix de ingresos de AMP, incrementando su exposición a nichos de crecimiento como son: digitalización, infraestructura de comunicaciones, IoT, seguridad y defensa, automatización de procesos y transformación industrial, energías renovables... Un amplio abanico de actividades que, a nuestro juicio, debiera permitir a AMP seguir creciendo.

**Gráfico 2. Mix de ingresos por negocio (2019-2023e)**



Nota: Ingresos 2019 y 2020 ajustados para excluir el impacto de los ingresos relativos a proyectos de I+D (EUR 5,8Mn y EUR 14,9Mn en 2020 y 2019, respectivamente). El impacto de la política de activación de I+D de la compañía se incluye por debajo de EBITDA en nuestras estimaciones (ver Anexo 1).

**Tabla 2. Cartera de proyectos ejecutable en 2021e y cobertura s/Vtas 2021e**

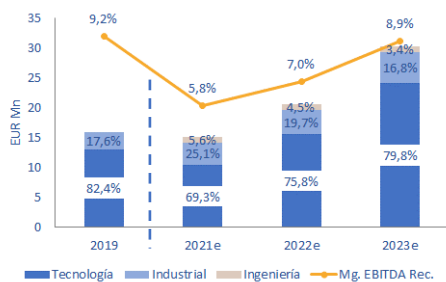
EUR Mn	Cartera dic. 2020	Ejecutable 2021e	% s/Vtas 2021e
Tecnología	101	57	61%
Industrial	226	110	71%
Ingeniería	13	7	75%
<b>Total</b>	<b>341</b>	<b>174</b>	<b>67%</b>

**La vuelta a crecimientos de doble dígito en ingresos es posible... ¿por qué?**

Las palabras con las que Charles Dickens comienza su novela *Historia de dos ciudades* podrían aplicarse al comportamiento dispar de AMP durante 2020: “eran los mejores tiempos, eran los peores tiempos... era la época de la luz, era la época de las tinieblas, era la primavera de la esperanza, era el invierno de la desesperación”. Y es que, pese al buen comienzo del año (Ingresos 1T20: +24% vs 1T19), el Covid-19 impacta de lleno sobre sus negocios, arrastrando el EBIT 2020 hasta niveles de breakeven. Pese a ello, nuestras estimaciones proyectan unos ingresos 2021e de c. EUR 260Mn (+32% vs 2020). ¿Cuáles son las principales hipótesis detrás de nuestros números 2021e? Por negocios:

- **Tecnología (EUR 94Mn; +65% vs 2020).** A nuestro juicio la línea de negocio tecnológica debiera ser el principal motor para el crecimiento de ingresos en 2021e (y siguientes). Por varias razones: (i) la capacidad de recuperar niveles 2019 proforma (con la ejecución en 2021e de los contratos que sufrieron retrasos como consecuencia del Covid-19; c. 60% del cto. estimado), (ii) la incorporación al perímetro del 100% de los ingresos de Elinsa y TFS (adquiridas en septiembre y diciembre de 2020), y (iii) todo ello apoyado sobre una cartera ejecutable de c. EUR 60Mn (que cubre c. 60% de los ingresos estimados) y exposición a nichos en pleno crecimiento.
- **Industrial (EUR 155Mn; +15% vs 2020),** cuyo crecimiento se explica en un 92% por la incorporación al perímetro de consolidación del 100% de los ingresos de Nervión-Energy (antes Sacyr-Nervión; consolidada por puesta en equivalencia hasta julio 2020), que debiera aportar unos ingresos de c. EUR 38Mn en 2021e (vs EUR 19,6Mn incorporados en 2020). Adicionalmente, la exposición del negocio industrial de AMP al desarrollo de infraestructuras para el sector eólico offshore, debiera permitirle mantener una tasa de crecimiento de c. 4,5% TACC durante el período 2021e-2023e.
- **Ingeniería (EUR 9Mn; +10% vs 2020).** División que integra esencialmente los servicios de ingeniería de Proes Consultores (adquirida en enero 2020 a Euroconsult; compañía en concurso de acreedores), con una cartera ejecutable en 2021e que explicaría el 75% del ingreso estimado para la división.

**Gráfico 3. EBITDA Recurrente y Mg. EBITDA Recurrente (2019-2023e)**



Nota 1: EBITDA Recurrente 2019 ajustado para excluir el impacto de la política de activación de I+D (EUR 12,4Mn, de los que c. 75% corresponderían a la división tecnológica y c. 25% a la industrial; estimado por Lighthouse).

Nota 2: Para el período 2021e-2023e hemos estimado unos gastos capitalizados de c. 3% s/ingresos bajo la línea de EBITDA (ver Anexo 1).

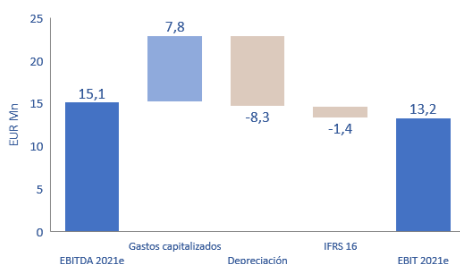
**Y permitirá una recuperación significativa del EBITDA Rec. en 2021e (aunque aún lejos de recuperar los niveles de márgenes previos al Covid-19)**

Para 2021e estimamos que el “salto” en ingresos (+32% vs 2020) se traduzca en un EBITDA Rec. de, al menos, c. EUR 15Mn (Mg. EBITDA c. 6%; vs niveles de breakeven en 2020; y 9,2% en 2019). A nuestro juicio, las principales palancas que explican el crecimiento del EBITDA Recurrente son:

- **El crecimiento en volumen (+32% vs 2020)**, que permitirá “diluir” sobre una mayor base de ingresos la elevada estructura de costes fijos actual, resultado del rápido crecimiento inorgánico y de un negocio muy intensivo en mano de obra (como el industrial), que en 2020 absorbió el 100% del margen bruto generado por AMP (arrastrando al EBITDA Rec. hasta breakeven).
- **El fuerte rebote en ingresos del negocio tecnológico**, que implicará un incremento de su peso sobre el mix de ingresos hasta el 36% (vs 27% en 2020). Para 2021e estimamos un Mg. EBITDA para el negocio tecnológico del 11%, significativamente superior al estimado para el negocio industrial (2,5%). Lo que debiera incrementar el margen consolidado hasta el 6%.
- **Aunque la recuperación de los márgenes previos al Covid-19 no parece factible, al menos, hasta 2023e.** Estimamos que la compañía recuperará niveles de márgenes similares a los vistos en 2019 en 2023e. Una mejora de márgenes muy dependiente del negocio tecnológico, para el que estimamos un crecimiento de 4p.p. en su margen EBITDA (Mg. EBITDA 2023e 15% vs 11% en 2021e).

Pero el riesgo no ha desaparecido. La elevada estructura de costes alcanzada por AMP en 2020 implica que una recuperación más lenta de lo esperado del margen del negocio tecnológico produzca un impacto muy significativo en términos consolidados. Una recuperación del Mg. EBITDA del negocio tecnológico hasta niveles del 8% (vs 11% estimado) produciría un impacto muy negativo en nuestras estimaciones (EBITDA 2021e c. -20% vs nuestra estimación inicial).

**Gráfico 4. Desde EBITDA hasta EBIT (2021e)**



**Lo que debiera hacer “despegar” al EBIT del breakeven en 2021e (que continuará marcado por la política de activaciones de I+D)**

La recuperación significativa del EBITDA hasta niveles de c. EUR 15Mn en 2021e permitirá empujar al EBIT hasta EUR 13Mn; un nivel cerca de un 30% inferior al visto en 2019 (pese a partir de niveles de EBITDA similares) esencialmente como consecuencia de dos factores: (i) unos gastos capitalizados significativamente inferiores (EUR 7,8Mn vs c. 12Mn en 2019) y (ii) un incremento del gasto por amortización hasta EUR 8,3Mn (vs EUR 7Mn en 2019).

En 2021e, por debajo de la línea de EBITDA encontramos: (i) un ingreso de EUR 7,8Mn por la capitalización de gastos de I+D (3% s/Vtas; y que, de acuerdo con la política de la compañía, se mantendrá durante todo el período estimado), (ii) amortizaciones, que se incrementan hasta EUR 8,3Mn (esencialmente como consecuencia de la amortización del I+D capitalizado durante el período 2018-2020) y (iii) el gasto por alquileres sujeto a IFRS 16 (EUR 1,4Mn).

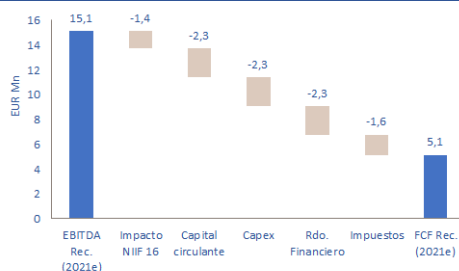
Y, aunque 2023e aún queda muy lejos, si ponemos la vista en el más largo plazo, la recuperación de márgenes estimada (junto al importante crecimiento en volumen; +20% TACC 2020-2023e) debiera traducirse en niveles de EBIT de c. EUR 30Mn (EV/EBIT 2023e, 10x). Una cifra que refleja con claridad el “Reto/Oportunidad” que para AMP representan los próximos 3 años.

**Manteniendo un volumen elevado de Bases Imponibles Negativas pendientes de activar (que permitirá contener la tasa fiscal efectiva en niveles del 15%)**

La situación de pérdidas prolongadas atravesada por AMP durante el período 2010-2016 (ver anexo 4) resultó en un nivel muy elevado de BINS (EUR 238Mn a diciembre 2020). Dado que en la actualidad las BINS carecen de un periodo máximo para su compensación, el primer impacto de esta situación es una tasa fiscal reducida en el largo plazo (que estimamos que debiera mantenerse en el entorno del 15%).

Aunque, desde el punto de vista de valoración, aparece un segundo efecto. Y es el valor teórico de las BINS. Es decir, el valor del ahorro fiscal a que darían lugar en AMP si fueran compensadas en su totalidad.

**Gráfico 5. ¿Qué FCF recurrente generará AMP en 2021e?**

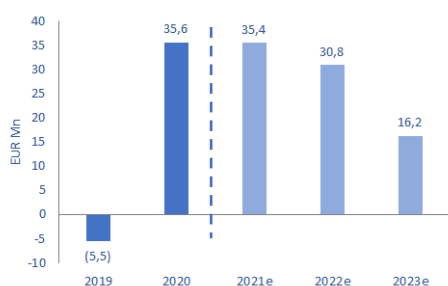


**Con una de generación de caja 2021e en breakeven (marcada por el abono de parte del importe pendiente de pago del M&A)**

En 2021e estimamos un FCF Recurrente de EUR 5,1Mn (FCF Rec. Yield 2%) esencialmente como resultado de: (i) la recuperación del EBITDA recurrente hasta niveles de c. EUR 15Mn (vs breakeven en 2020), (ii) un consumo de working capital que debiera normalizarse tras la importante salida de caja en 2020 (c. EUR 13Mn), (iii) unos niveles de CAPEX que se mantendrán por debajo de la media de sus comparables (estimamos un CAPEX de c. 1% s/Vtas para el período 2021e-2023e; vs c. 2% de sus principales comparables) y (iv) unos gastos financieros que se incrementarán hasta c. EUR 2Mn.

Por debajo del Free Cash Flow Recurrente, en 2021e estimamos una salida de caja de c. EUR 5Mn en 2021e (EUR 3Mn en 2022e) para el pago de parte del importe pendiente de las adquisiciones realizadas durante el período 2018-2020 (lo que dejará el FCF 2021e en breakeven).

**Gráfico 6. Evolución de la Deuda Neta (2019-2023e)**



**... que permitirá mantener el apalancamiento bajo control hasta 2023**

La posición de caja neta con la que AMP cerró el ejercicio 2019 desaparece como consecuencia de: (i) el fuerte parón de la actividad de 2020 provocado por el Covid-19, (ii) un negocio muy intensivo en working capital (especialmente su división industrial) y (iii) los pagos asociados a la intensa actividad M&A de los últimos años (compra de 10 compañías entre 2019 y 2020).

A cierre de 2020, la Deuda Neta ascendió a EUR 36Mn (vs caja neta de EUR 5,5Mn en 2019) y dada la generación de caja estimada debería mantenerse en niveles similares durante 2021e (DN/EBITDA, 2,3x). A nuestro juicio, la estructura de balance actual no parece un problema (ni una oportunidad). Y, pese a que persiste la capacidad de seguir creciendo a través de M&A (con un límite de DN/EBITDA establecido por la propia compañía de 3x), el incremento de la DN hasta niveles de c. EUR 35Mn reduce la capacidad de crecimiento no orgánico (relevante) en el corto plazo. Aunque a partir de 2022e, con DN/EBITDA < 1x se abriría otra vez la puerta (teóricamente) a crecer inorgánicamente (algo no contemplado en nuestras estimaciones).

**En conclusión: la capacidad de crecer en volumen parece clara. Pero el reto está en rentabilizar el M&A ya ejecutado**

Tras un 2020 con un comportamiento muy dispar (completamente marcado por el Covid-19), los resultados 4T20 mostraron una clara inflexión al recuperar la tendencia de crecimiento vista hasta el 1T20 (Ingresos 4T20: +28% vs 4T19 incluyendo cto. Inorgánico).

La “foto” actual es la de una compañía en la que la oportunidad de seguir creciendo los próximos 3 años parece muy atractiva (Ingresos 2020-2023e: +20% TACC) y creíble. Aunque dadas las condiciones de escasa visibilidad de mercado, 2023e parece hoy aún muy lejos.

Pero el año crítico es éste (2021e): sería la prueba de que estamos ante una compañía con exposición a nichos de alto crecimiento y con capacidad de recuperación de márgenes. Al final, todo pivota sobre la incógnita de que las operaciones corporativas realizadas durante los últimos años resulten exitosas.

Aunque el crecimiento en ingresos parece cierto, el pilar central del equity story de AMP hoy es la recuperación de márgenes. En la que son decisivas tanto la magnitud como la velocidad. Nuestro escenario central apunta a recuperar el nivel de márgenes de 2019 en 2023e. Lo que, a precios actuales, retrasa ver múltiplos EV/EBITDA < 10x hasta ese año.

2021e, y especialmente el primer semestre, aclarará si una recuperación de márgenes mayor y más rápida es posible. En AMP el “salto en tamaño” ya está hecho. La “rueda a seguir” hoy es el margen.

## Anexo 1. Proyecciones financieras<sup>(1)</sup>

Balance (EUR Mn)	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	TACC	
Inmovilizado inmaterial	0,4	0,7	9,1	44,8	54,7	56,2	58,0	60,1		
Inmovilizado material	0,6	6,1	6,3	9,9	15,6	15,8	16,6	17,8		
Otros activos no corrientes	1,0	2,0	2,4	2,9	6,7	6,7	6,7	6,7		
Inmovilizado financiero	97,5	100,7	45,3	4,3	5,0	5,0	4,9	4,9		
Fondo de comercio y otros intangibles	14,5	14,0	13,3	25,0	29,3	29,3	29,3	29,3		
Activo circulante	21,1	52,1	50,2	87,3	92,4	114,9	131,1	148,6		
<b>Total activo</b>	<b>135,1</b>	<b>175,5</b>	<b>126,6</b>	<b>174,2</b>	<b>203,6</b>	<b>228,0</b>	<b>246,7</b>	<b>267,5</b>		
Patrimonio neto	(6,8)	0,2	42,0	57,8	53,6	62,3	75,5	96,9		
Minoritarios	31,1	31,0	(0,9)	2,2	2,3	2,8	3,7	5,0		
Provisiones y otros pasivos a LP	76,3	70,2	14,1	31,0	26,9	21,9	18,9	18,9		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	4,3	8,6	8,6	8,6	8,6		
Deuda financiera neta	4,0	15,8	11,3	(5,5)	35,6	35,4	30,8	16,2		
Pasivo circulante	30,6	58,4	60,0	84,3	76,7	97,0	109,3	121,9		
<b>Total pasivo</b>	<b>135,1</b>	<b>175,5</b>	<b>126,6</b>	<b>174,2</b>	<b>203,6</b>	<b>228,0</b>	<b>246,7</b>	<b>267,5</b>		
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	16-20	20-23e
<b>Total Ingresos</b>	<b>28,3</b>	<b>70,2</b>	<b>136,9</b>	<b>173,3</b>	<b>196,1</b>	<b>258,8</b>	<b>294,9</b>	<b>340,0</b>	<b>62,3%</b>	<b>20,1%</b>
<i>Cto.Total Ingresos</i>	<i>-78,2%</i>	<i>148,2%</i>	<i>94,9%</i>	<i>26,6%</i>	<i>13,1%</i>	<i>32,0%</i>	<i>14,0%</i>	<i>15,3%</i>		
Coste de ventas	(15,5)	(30,0)	(58,3)	(69,5)	(82,8)	(103,3)	(118,6)	(136,5)		
<b>Margen Bruto</b>	<b>12,8</b>	<b>40,3</b>	<b>78,6</b>	<b>103,8</b>	<b>113,3</b>	<b>155,5</b>	<b>176,3</b>	<b>203,4</b>	<b>72,6%</b>	<b>21,6%</b>
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>45,1%</i>	<i>57,3%</i>	<i>57,4%</i>	<i>59,9%</i>	<i>57,8%</i>	<i>60,1%</i>	<i>59,8%</i>	<i>59,8%</i>		
Gastos de personal	(9,2)	(30,1)	(59,7)	(72,9)	(94,3)	(116,3)	(128,9)	(142,7)		
Otros costes de explotación	(1,2)	(5,8)	(9,6)	(15,0)	(19,1)	(24,1)	(26,9)	(30,5)		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>2,3</b>	<b>4,4</b>	<b>9,3</b>	<b>15,9</b>	<b>(0,1)</b>	<b>15,1</b>	<b>20,6</b>	<b>30,3</b>	<b>-19,9%</b>	<b>n.a.</b>
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>	<i>-88,2%</i>	<i>89,9%</i>	<i>112,5%</i>	<i>71,1%</i>	<i>-100,9%</i>	<i>n.a.</i>	<i>36,2%</i>	<i>47,2%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>8,1%</i>	<i>6,2%</i>	<i>6,8%</i>	<i>9,2%</i>	<i>n.a.</i>	<i>5,8%</i>	<i>7,0%</i>	<i>8,9%</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(1,0)	(0,3)	-	-	-	-	-	-		
<b>EBITDA</b>	<b>1,3</b>	<b>4,1</b>	<b>9,3</b>	<b>15,9</b>	<b>(0,1)</b>	<b>15,1</b>	<b>20,6</b>	<b>30,3</b>	<b>-20,6%</b>	<b>n.a.</b>
Depreciación y provisiones	(0,4)	(0,8)	(2,8)	(7,1)	(9,2)	(8,3)	(9,2)	(10,3)		
Gastos capitalizados	-	-	6,4	12,4	9,5	7,8	8,8	10,2		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	(1,0)	(1,4)	(1,4)	(1,4)	(1,4)		
<b>EBIT</b>	<b>0,9</b>	<b>3,3</b>	<b>12,9</b>	<b>20,2</b>	<b>(1,3)</b>	<b>13,2</b>	<b>18,8</b>	<b>28,8</b>	<b>-35,7%</b>	<b>n.a.</b>
<i>Cto.EBIT</i>	<i>-90,2%</i>	<i>261,9%</i>	<i>293,7%</i>	<i>56,9%</i>	<i>-106,2%</i>	<i>n.a.</i>	<i>42,3%</i>	<i>52,9%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>	<i>3,2%</i>	<i>4,7%</i>	<i>9,4%</i>	<i>11,7%</i>	<i>n.a.</i>	<i>5,1%</i>	<i>6,4%</i>	<i>8,5%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros	(0,1)	-	-	-	3,7	-	-	-		
Resultado financiero neto	0,0	(2,4)	(0,2)	(1,0)	(1,1)	(2,3)	(2,2)	(1,9)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	0,2	0,3	0,4	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)		
<b>Beneficio ordinario</b>	<b>0,9</b>	<b>1,1</b>	<b>13,0</b>	<b>19,6</b>	<b>1,3</b>	<b>10,9</b>	<b>16,5</b>	<b>26,8</b>	<b>11,3%</b>	<b>n.a.</b>
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>	<i>18,9%</i>	<i>23,5%</i>	<i>n.a.</i>	<i>50,7%</i>	<i>-93,3%</i>	<i>722,8%</i>	<i>52,0%</i>	<i>62,0%</i>		
Extraordinarios	4,7	-	-	2,4	-	-	-	-		
<b>Beneficio antes de impuestos</b>	<b>5,6</b>	<b>1,1</b>	<b>13,0</b>	<b>22,0</b>	<b>1,3</b>	<b>10,9</b>	<b>16,5</b>	<b>26,8</b>	<b>-30,2%</b>	<b>n.a.</b>
Impuestos	(0,5)	(0,4)	(1,0)	(1,5)	(0,1)	(1,6)	(2,5)	(4,0)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>9,2%</i>	<i>40,3%</i>	<i>7,9%</i>	<i>6,7%</i>	<i>5,7%</i>	<i>15,0%</i>	<i>15,0%</i>	<i>15,0%</i>		
Minoritarios	(4,7)	(6,4)	(7,4)	(1,1)	0,7	(0,6)	(0,8)	(1,4)		
Actividades discontinuadas	(3,1)	6,9	36,1	-	(0,8)	-	-	-		
<b>Beneficio neto</b>	<b>(2,7)</b>	<b>1,1</b>	<b>40,7</b>	<b>19,4</b>	<b>1,1</b>	<b>8,7</b>	<b>13,2</b>	<b>21,4</b>	<b>24,8%</b>	<b>n.a.</b>
<i>Cto.Beneficio neto</i>	<i>-103,0%</i>	<i>141,4%</i>	<i>n.a.</i>	<i>-52,2%</i>	<i>-94,1%</i>	<i>661,0%</i>	<i>52,0%</i>	<i>62,0%</i>		
<b>Beneficio ordinario neto</b>	<b>(3,0)</b>	<b>(5,5)</b>	<b>4,6</b>	<b>17,2</b>	<b>2,0</b>	<b>8,7</b>	<b>13,2</b>	<b>21,4</b>	<b>27,7%</b>	<b>n.a.</b>
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>-44,7%</i>	<i>-83,5%</i>	<i>183,7%</i>	<i>275,8%</i>	<i>-88,6%</i>	<i>342,2%</i>	<i>52,0%</i>	<i>62,0%</i>		
Cash Flow (EUR Mn)	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	16-20	20-23e
<b>EBITDA recurrente</b>						<b>15,1</b>	<b>20,6</b>	<b>30,3</b>	<b>-19,9%</b>	<b>n.a.</b>
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(1,4)	(1,4)	(1,4)		
Var.capital circulante						(2,3)	(3,9)	(4,9)		
<b>Cash Flow operativo recurrente</b>						<b>11,4</b>	<b>15,3</b>	<b>24,0</b>	<b>-57,8%</b>	<b>54,5%</b>
CAPEX						(2,3)	(2,9)	(3,4)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(2,3)	(2,2)	(1,9)		
Impuestos						(1,6)	(2,5)	(4,0)		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>						<b>5,1</b>	<b>7,6</b>	<b>14,7</b>	<b>-64,2%</b>	<b>39,2%</b>
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						(5,0)	(3,0)	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
<b>Free Cash Flow</b>						<b>0,1</b>	<b>4,6</b>	<b>14,7</b>	<b>-42,0%</b>	<b>32,8%</b>
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
<b>Variación de Deuda financiera neta</b>						<b>(0,1)</b>	<b>(4,6)</b>	<b>(14,7)</b>		

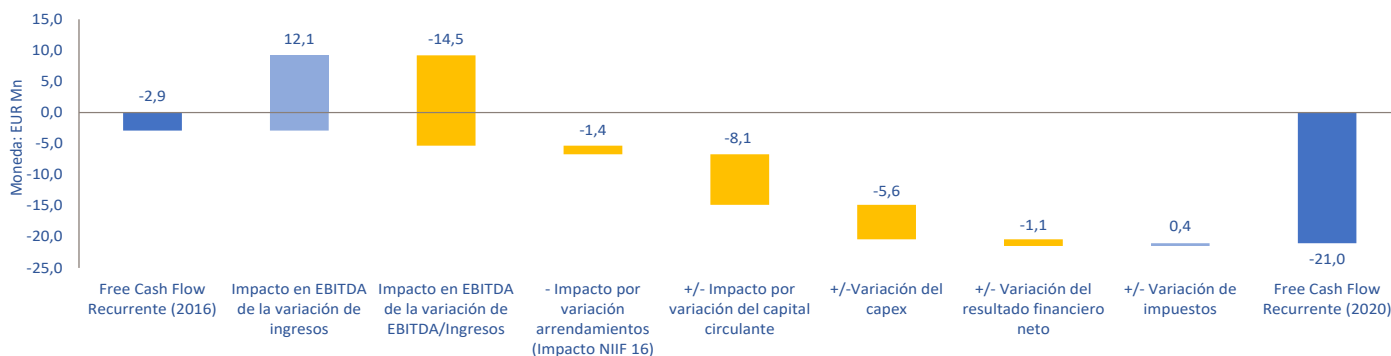
Nota 1: Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 1,0Mn mayor por la aplicación de NIIF 16.

## Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow<sup>(1)</sup>

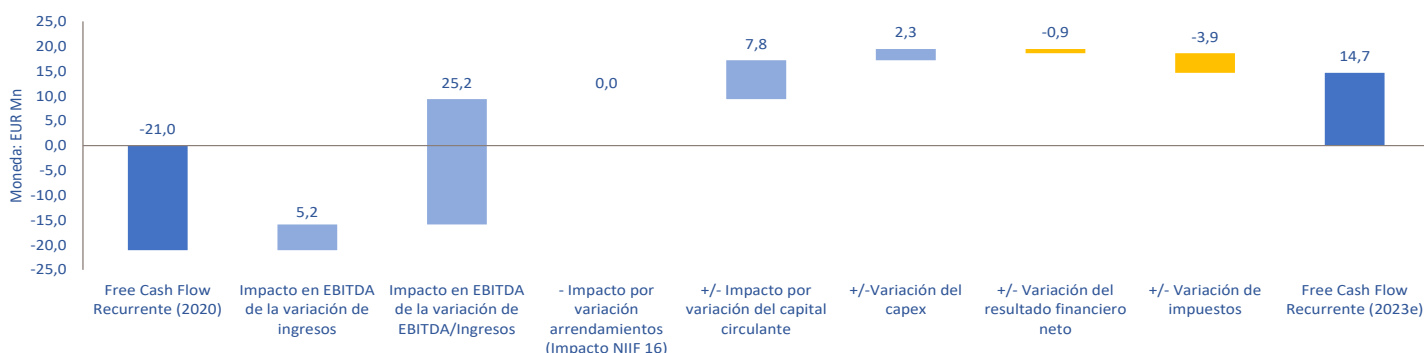
A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	TACC	
								17-20	20-23e
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>4,4</b>	<b>9,3</b>	<b>15,9</b>	<b>(0,1)</b>	<b>15,1</b>	<b>20,6</b>	<b>30,3</b>	<b>-26,7%</b>	<b>n.a.</b>
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	89,9%	112,5%	71,1%	-100,9%	n.a.	36,2%	47,2%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	6,2%	6,8%	9,2%	n.a.	5,8%	7,0%	8,9%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	(1,0)	(1,4)	(1,4)	(1,4)	(1,4)		
+/- Var. Capital circulante	(3,2)	3,6	(12,8)	(12,7)	(2,3)	(3,9)	(4,9)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>1,2</b>	<b>12,8</b>	<b>2,1</b>	<b>(14,2)</b>	<b>11,4</b>	<b>15,3</b>	<b>24,0</b>	<b>n.a.</b>	<b>54,5%</b>
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	151,2%	990,4%	-83,7%	-783,6%	180,1%	33,7%	57,2%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	1,7%	9,4%	1,2%	n.a.	4,4%	5,2%	7,1%		
- CAPEX	(4,6)	(1,4)	(2,4)	(5,7)	(2,3)	(2,9)	(3,4)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(2,4)	(0,2)	(1,2)	(1,1)	(2,3)	(2,2)	(1,9)		
- Impuestos	(0,4)	(1,0)	(1,5)	(0,1)	(1,6)	(2,5)	(4,0)		
<b>= Free Cash Flow recurrente</b>	<b>(6,2)</b>	<b>10,2</b>	<b>(3,0)</b>	<b>(21,0)</b>	<b>5,1</b>	<b>7,6</b>	<b>14,7</b>	<b>-50,1%</b>	<b>39,2%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	-114,9%	264,5%	-129,3%	-602,7%	124,4%	47,8%	92,9%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	n.a.	7,5%	n.a.	n.a.	2,0%	2,6%	4,3%		
- Gastos de reestructuración y otros	(0,3)	-	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(2,9)	(1,7)	(30,6)	(10,3)	(5,0)	(3,0)	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	3,3	-	9,6	(11,7)	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow</b>	<b>(6,0)</b>	<b>8,6</b>	<b>(23,9)</b>	<b>(43,0)</b>	<b>0,1</b>	<b>4,6</b>	<b>14,7</b>	<b>-92,5%</b>	<b>32,8%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	-129,0%	242,3%	-379,1%	-79,6%	100,3%	n.a.	218,8%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	n.a.	4,6%	n.a.	n.a.	2,3%	3,4%	6,5%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	n.a.	3,8%	n.a.	n.a.	0,1%	2,0%	6,5%		
<b>B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)</b>									
<b>Free Cash Flow recurrente (Año -1)</b>	<b>(2,9)</b>	<b>(6,2)</b>	<b>10,2</b>	<b>(3,0)</b>	<b>(21,0)</b>	<b>5,1</b>	<b>7,6</b>		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	3,4	4,1	2,5	2,1	(0,0)	2,1	3,1		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(1,3)	0,8	4,1	(18,1)	15,3	3,4	6,6		
<b>= Variación EBITDA recurrente</b>	<b>2,1</b>	<b>4,9</b>	<b>6,6</b>	<b>(16,0)</b>	<b>15,2</b>	<b>5,5</b>	<b>9,7</b>		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	(1,0)	(0,4)	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	1,4	6,7	(16,3)	0,1	10,4	(1,6)	(1,0)		
<b>= Variación del Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>3,5</b>	<b>11,6</b>	<b>(10,7)</b>	<b>(16,3)</b>	<b>25,7</b>	<b>3,9</b>	<b>8,7</b>		
+/- Variación del CAPEX	(4,5)	3,2	(1,0)	(3,3)	3,3	(0,6)	(0,5)		
+/- Variación del resultado financiero neto	(2,4)	2,2	(1,1)	0,2	(1,3)	0,1	0,3		
+/- Variación de impuestos	0,1	(0,6)	(0,4)	1,4	(1,6)	(0,8)	(1,5)		
<b>= Variación del Free Cash Flow recurrente</b>	<b>(3,3)</b>	<b>16,4</b>	<b>(13,2)</b>	<b>(18,0)</b>	<b>26,2</b>	<b>2,5</b>	<b>7,1</b>		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>	<b>(6,2)</b>	<b>10,2</b>	<b>(3,0)</b>	<b>(21,0)</b>	<b>5,1</b>	<b>7,6</b>	<b>14,7</b>		
<b>C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)</b>									
<b>EBIT</b>	<b>3,3</b>	<b>12,9</b>	<b>20,2</b>	<b>(1,3)</b>	<b>13,2</b>	<b>18,8</b>	<b>28,8</b>	<b>-33,6%</b>	<b>n.a.</b>
* Tasa fiscal teórica	30,0%	7,9%	6,7%	0,0%	15,0%	15,0%	15,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(1,0)	(1,0)	(1,3)	-	(2,0)	(2,8)	(4,3)		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>4,4</b>	<b>9,3</b>	<b>15,9</b>	<b>(0,1)</b>	<b>15,1</b>	<b>20,6</b>	<b>30,3</b>	<b>-26,7%</b>	<b>n.a.</b>
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	(1,0)	(1,4)	(1,4)	(1,4)	(1,4)		
+/- Var. Capital circulante	(3,2)	3,6	(12,8)	(12,7)	(2,3)	(3,9)	(4,9)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>1,2</b>	<b>12,8</b>	<b>2,1</b>	<b>(14,2)</b>	<b>11,4</b>	<b>15,3</b>	<b>24,0</b>	<b>n.a.</b>	<b>54,5%</b>
- CAPEX	(4,6)	(1,4)	(2,4)	(5,7)	(2,3)	(2,9)	(3,4)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(1,0)	(1,0)	(1,3)	-	(2,0)	(2,8)	(4,3)		
<b>= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente</b>	<b>(4,4)</b>	<b>10,4</b>	<b>(1,7)</b>	<b>(19,9)</b>	<b>7,1</b>	<b>9,5</b>	<b>16,3</b>	<b>-65,8%</b>	<b>41,3%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	-75,9%	338,3%	-116,0%	n.a.	135,7%	33,7%	71,5%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	n.a.	7,6%	n.a.	n.a.	2,7%	3,2%	4,8%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(2,9)	(1,7)	(30,6)	(10,3)	(5,0)	(3,0)	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	3,3	-	9,6	(11,7)	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow "To the Firm"</b>	<b>(3,9)</b>	<b>8,7</b>	<b>(22,6)</b>	<b>(41,8)</b>	<b>2,1</b>	<b>6,5</b>	<b>16,3</b>	<b>n.a.</b>	<b>33,7%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	-117,5%	325,3%	-358,3%	-85,1%	105,0%	208,7%	150,7%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	n.a.	3,7%	n.a.	n.a.	2,5%	3,3%	5,7%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	n.a.	3,1%	n.a.	n.a.	0,7%	2,3%	5,7%		

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

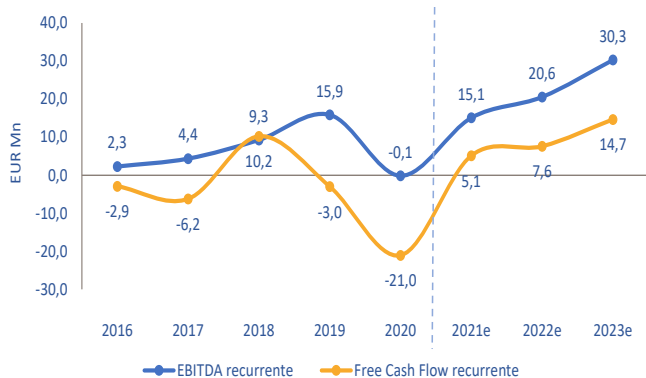
### Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2016 - 2020)



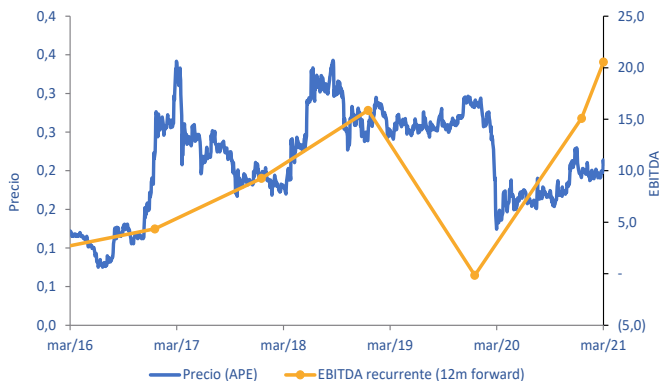
### Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2020 - 2023e)



### Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



## Anexo 3. Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	224,7	
+ Minoritarios	2,3	Rdos. 12m 2020
+ Provisiones y otros pasivos a LP	26,9	Rdos. 12m 2020
+ Deuda financiera neta	35,6	Rdos. 12m 2020
- Inmovilizado financiero	5,0	Rdos. 12m 2020
+/- Otros		
<b>Enterprise Value (EV)</b>	<b>284,4</b>	



## Anexo 4. Comportamiento histórico (1)(2)

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	10-20	20-23e	TACC
Total Ingresos	261,8	392,7	348,1	263,6	149,5	149,5	28,3	70,2	136,9	173,3	196,1	258,8	294,9	340,0	-2,8%	20,1%	
Cto. Total ingresos	-8,3%	50,0%	-11,4%	-24,3%	-43,3%	0,0%	-81,1%	148,2%	94,9%	26,6%	13,1%	32,0%	14,0%	15,3%			
EBITDA	(9,2)	22,7	10,1	8,0	(5,5)	(5,5)	1,3	4,1	9,3	15,9	(0,1)	15,1	20,6	30,3	33,7%	n.a.	
Cto. EBITDA	-266,6%	347,7%	-55,7%	-20,4%	-169,3%	0,0%	123,2%	216,0%	127,7%	71,1%	-100,9%	n.a.	36,2%	47,2%			
EBITDA/Ingresos	n.a.	5,8%	2,9%	3,0%	n.a.	n.a.	4,6%	5,8%	6,8%	9,2%	n.a.	5,8%	7,0%	8,9%			
Beneficio neto	(32,7)	(4,4)	(24,6)	(72,1)	(74,4)	(75,1)	(2,7)	1,1	40,7	19,4	1,1	8,7	13,2	21,4	7,4%	n.a.	
Cto. Beneficio neto	-117,2%	86,6%	-459,0%	-193,2%	-3,1%	-1,0%	96,4%	141,4%	n.a.	-52,2%	-94,1%	661,0%	52,0%	62,0%			
Nº Acciones Ajustado (Mn)	215,6	230,6	237,0	289,1	317,7	326,3	698,3	856,4	1.043,2	1.082,0	1.084,0	1.075,3	1.075,3	1.075,3			
BPA (EUR)	-0,15	-0,02	-0,10	-0,25	-0,23	-0,23	0,00	0,00	0,04	0,02	0,00	0,01	0,01	0,02	7,2%	n.a.	
Cto. BPA	n.a.	87,4%	n.a.	n.a.	6,2%	1,7%	98,3%	n.a.	n.a.	-54,0%	-94,1%	n.a.	52,0%	62,0%			
BPA ord. (EUR)	-0,16	-0,04	-0,10	-0,24	-0,23	-0,22	0,00	-0,01	0,00	0,02	0,00	0,01	0,01	0,02	7,2%	n.a.	
Cto. BPA ord.	-93,2%	76,9%	n.a.	n.a.	1,6%	5,9%	98,1%	-49,6%	n.a.	n.a.	-88,6%	n.a.	52,0%	62,0%			
CAPEX	(1,3)	(1,2)	(12,0)	(3,9)	(1,9)	(1,9)	(0,1)	(4,6)	(1,4)	(2,4)	(5,7)	(2,3)	(2,9)	(3,4)			
CAPEX/Vtas % <sup>1</sup>	0,5%	0,3%	3,4%	1,5%	1,3%	1,3%	0,4%	6,5%	1,0%	1,4%	2,9%	0,9%	1,0%	1,0%			
Free Cash Flow	(13,9)	25,0	(15,9)	9,2	(28,2)	(34,3)	20,8	(6,0)	8,6	(23,9)	(43,0)	0,1	4,6	14,7	-12,0%	32,8%	
DN/EBITDA (x) <sup>(2)</sup>	n.a.	3,3x	11,9x	15,3x	n.a.	n.a.	3,1x	3,9x	1,2x	-0,3x	n.a.	2,3x	1,5x	0,5x			
PER (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	6,1x	15,7x	n.a.	25,8x	17,0x	10,5x			
EV/Vtas (x)	0,21x	0,40x	0,59x	0,69x	0,70x	1,06x	7,55x	3,39x	1,95x	1,72x	1,23x	1,10x	0,96x	0,84x			
EV/EBITDA (x) <sup>(2)</sup>	n.a.	6,9x	20,4x	22,6x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	28,8x	18,7x	n.a.	18,8x	13,8x	9,4x			
Comport. Absoluto	-48,6%	-42,8%	-3,6%	-33,8%	-67,0%	154,5%	76,8%	-13,1%	27,5%	18,0%	-32,2%	9,3%					
Comport. Relativo vs Ibex 35	-37,8%	-34,1%	1,1%	-45,4%	-68,1%	174,1%	80,5%	-19,1%	50,0%	5,5%	-19,8%	2,6%					

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

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

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

## Anexo 5. Principales comparables 2021e

Datos Mercado	Tecnología y comunicaciones					Industrial				
	EUR Mn	Ezentis	Global Dominion	Allegrion	ADVA Optical	Average	Bravida	Caverion	Average	AMP
Ticker (Reuters)	EZEN.MC	DOMI.MC	ALLE.N	ADAG.DE		BRAV.ST	CAVIV.HE			APE.MC
País	Spain	Spain	Ireland	Germany		Sweden	Finland			Spain
Market cap	161,5	711,5	9.283,8	460,5		2.309,7	738,4			224,7
Enterprise value (EV)	328,9	655,5	10.078,9	489,3		2.251,5	862,1			284,4
Total Ingresos	499,0	1.050,6	2.275,1	600,1		2.172,6	2.198,2			258,8
Cto.Total Ingresos	10,6%	2,0%	0,2%	6,2%	4,8%	4,0%	2,0%	3,0%	3,0%	32,0%
2y TACC (2021e - 2023e)	n.a.	4,3%	4,5%	4,2%	4,3%	3,4%	3,6%	3,5%	3,5%	14,6%
EBITDA	62,3	103,5	528,4	107,7		184,8	137,2			15,1
Cto. EBITDA	10,0%	27,6%	-2,9%	14,5%	12,3%	5,0%	16,8%	10,9%	10,9%	n.a.
2y TACC (2021e - 2023e)	n.a.	7,4%	7,0%	6,0%	6,8%	4,8%	11,7%	8,2%	8,2%	41,6%
EBITDA/Ingresos	12,5%	9,8%	23,2%	18,0%	15,9%	8,5%	6,2%	7,4%	7,4%	5,8%
EBIT	28,7	58,8	461,1	40,0		141,3	63,2			13,2
Cto. EBIT	28,4%	79,5%	-3,3%	36,0%	35,2%	6,2%	39,9%	23,0%	23,0%	n.a.
2y TACC (2021e - 2023e)	n.a.	10,5%	8,0%	11,7%	10,1%	5,6%	20,8%	13,2%	13,2%	47,5%
EBIT/Ingresos	5,7%	5,6%	20,3%	6,7%	9,6%	6,5%	2,9%	4,7%	4,7%	5,1%
Beneficio Neto	6,0	37,7	369,1	30,3		106,3	46,6			8,7
Cto. Beneficio Neto	200,0%	189,0%	40,6%	48,9%	119,6%	7,9%	435,6%	221,7%	221,7%	661,0%
2y TACC (2021e - 2023e)	n.a.	13,6%	6,5%	9,9%	10,0%	6,6%	25,6%	16,1%	16,1%	56,9%
CAPEX/Ventas	1,4%	2,6%	2,0%	11,0%	4,3%	0,7%	1,2%	1,0%	1,0%	0,9%
Free Cash Flow	n.a.	54,4	345,9	22,9		123,4	70,6			0,1
Deuda financiera Neta	135,5	(120,3)	735,1	4,0		83,1	93,6			35,4
DN/EBITDA (x)	2,2	(1,2)	1,4	0,0	0,6	0,4	0,7	0,6	0,6	2,3
Pay-out	0,0%	27,7%	27,9%	0,0%	13,9%	52,0%	45,6%	48,8%	48,8%	0,0%
P/E (x)	17,5	19,1	25,4	14,9	19,2	21,8	16,5	19,1	19,1	25,8
P/BV (x)	10,2	2,0	12,1	1,5	6,5	3,7	3,9	3,8	3,8	3,6
EV/Ingresos (x)	0,7	0,6	4,4	0,8	1,6	1,0	0,4	0,7	0,7	1,1
EV/EBITDA (x)	5,3	6,3	19,1	4,5	8,8	12,2	6,3	9,2	9,2	18,8
EV/EBIT (x)	11,5	11,2	21,9	12,2	14,2	15,9	13,6	14,8	14,8	21,5
ROE	43,0	11,1	49,8	9,7	28,4	17,5	21,4	19,5	19,5	15,0
FCF Yield (%)	n.a.	7,6	3,7	5,0	5,4	5,3	9,6	7,5	7,5	2,3
DPA	0,00	0,06	1,11	0,00	0,29	0,27	0,16	0,21	0,21	0,00
Dvd Yield	0,0%	1,5%	1,1%	0,0%	0,6%	2,4%	2,9%	2,6%	2,6%	0,0%

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

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

## Anexo 6. Inputs de valoración

### Inputs de valoración por DCF

	2021e	2022e	2023e	Perpetuo <sup>(1)</sup>			
Free Cash Flow "To the Firm"	2,1	6,5	16,3	189,2			
Market Cap	224,7	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	35,6	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2020)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	3,3%	Coste de la deuda neta			3,0%	3,5%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
<b>Coste de la deuda neta</b>	<b>2,6%</b>	<b>Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)</b>			<b>2,4%</b>	<b>2,8%</b>	
Risk free rate (rf)	0,4%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	9,0%	R (estimación propia)			8,5%	9,5%	
Beta (B)	1,2	B (Refinitiv y Lighthouse)			1,1	1,3	
<b>Coste del Equity</b>	<b>11,2%</b>	<b>Ke = Rf + (R * B)</b>			<b>9,7%</b>	<b>12,7%</b>	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	86,3%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	13,7%	D			=	=	
<b>WACC</b>	<b>10,0%</b>	<b>WACC = Kd * D + Ke * E</b>			<b>8,7%</b>	<b>11,4%</b>	
<b>G "Razonable"</b>	<b>2,0%</b>				<b>2,5%</b>	<b>1,0%</b>	

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

### Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker Reuters	Mkt. Cap	PER 21e	BPA 21e-23e	EV/EBITDA 21e	EBITDA 21e-23e	EV/Vtas. 21e	Ingresos 21e-23e	EBITDA/Vtas. 21e	FCF Yield 21e	FCF 21e-23e
Ezentis	EZEN.MC	161,5	17,5	n.a.	5,3	n.a.	0,7	n.a.	12,5%	n.a.	n.a.
Global Dominion	DOMI.MC	711,5	19,1	18,3%	6,3	7,4%	0,6	4,3%	9,8%	7,6%	4,6%
Allegion	ALLE.N	9.283,8	25,4	8,8%	19,1	7,0%	4,4	4,5%	23,2%	3,7%	10,5%
ADVA Optical	ADAG.DE	460,5	14,9	13,7%	4,5	6,0%	0,8	4,2%	18,0%	5,0%	14,0%
<b>Tecnología y servicios</b>			<b>19,2</b>	<b>13,6%</b>	<b>8,8</b>	<b>6,8%</b>	<b>1,6</b>	<b>4,3%</b>	<b>15,9%</b>	<b>5,4%</b>	<b>9,7%</b>
Bravida	BRAV.ST	2.309,7	21,8	6,6%	12,2	4,8%	1,0	3,4%	8,5%	5,3%	12,5%
Caverion	CAVIV.HE	738,4	16,5	24,4%	6,3	11,7%	0,4	3,6%	6,2%	9,6%	13,3%
<b>Mantenimiento Industrial</b>			<b>19,1</b>	<b>15,5%</b>	<b>9,2</b>	<b>8,2%</b>	<b>0,7</b>	<b>3,5%</b>	<b>7,4%</b>	<b>7,5%</b>	<b>12,9%</b>
AMP	APE.MC	224,7	25,8	56,9%	18,8	41,6%	1,1	14,6%	5,8%	2,3%	n.a.

### Análisis de sensibilidad (2022e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 22e	EBITDA 22e	EV/EBITDA 22e
Max	7,7%	22,6	12,6x
Central	7,0%	20,6	13,8x
Min	6,3%	18,5	15,4x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 22e			Escenario	FCF Rec./Yield 22e		
	0,9%	1,0%	1,1%				
EBITDA 22e				Max	4,4%	4,3%	4,2%
22,6	10,0	9,7	9,4	Central	3,5%	3,4%	3,2%
20,6	7,9	7,6	7,3	Min	2,6%	2,5%	2,3%
18,5	5,8	5,5	5,2				

## INFORMACIÓN LEGAL IMPORTANTE SOBRE ESTE INFORME

### LIGHTHOUSE

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

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

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

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

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

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

### DISCLAIMER

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

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

### Normas de confidencialidad y conflictos de interés

Ninguna de las siguientes normas (12) de confidencialidad y conflictos de interés son de aplicación a este informe:

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

Los Analistas de Inversiones que han elaborado el presente Análisis de Inversiones son empleados de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Dichos analistas han recibido (o recibirán) una remuneración en función de los beneficios generales de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Para obtener una copia del Código de Conducta de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. (para la Gestión de Conflictos de Interés en el departamento de Análisis), contacte por correo electrónico con [secretaria@ieaf.es](mailto:secretaria@ieaf.es) o consulte el contenido de este Código en [www.ieaf.es](http://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 IFAF Servicios de Análisis S.L.U. La información contenida en este informe se aprueba para su distribución a clientes profesionales, contrapartes elegibles y asesores profesionales, no a clientes particulares o minoristas. Se prohíbe su reproducción, distribución o publicación para cualquier fin sin la autorización por escrito de IFAF Servicios de Análisis S.L.U. El Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) y/o su filial IFAF Servicios de Análisis S.L.U., sus empleados y directivos, pueden tener una posición (larga o corta) en una inversión sabiendo que ese emisor será objeto de análisis y que ese análisis se distribuirá a inversores institucionales. Cualquier información adicional sobre el contenido de este informe se remitirá previa solicitud. IFAF Servicios de Análisis tiene como objetivo la publicación de (al menos) un informe o nota trimestral de actualización de la compañía analizada.

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

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

#### Histórico de notas e informes

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
18-Mar-2021	n.a.	0,209	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones	David López Sánchez
01-Mar-2021	n.a.	0,191	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2020	David López Sánchez
16-Nov-2020	n.a.	0,182	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2020	David López Sánchez
30-Jul-2020	n.a.	0,152	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2020	David López Sánchez
06-May-2020	n.a.	0,188	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2020	David López Sánchez
27-Feb-2020	n.a.	0,257	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2019	David López Sánchez
13-Nov-2019	n.a.	0,268	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2019	David López Sánchez
11-Sep-2019	n.a.	0,280	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2019	David López Sánchez
09-May-2019	n.a.	0,268	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2019	David López Sánchez
04-Abr-2019	n.a.	0,262	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	David López Sánchez

