

Full Company Report

Reason: Initiation of coverage

27 January 2022

Buy

Initiating Coverage

Share price: EUR **6.30**

closing price as of 26/01/2022

Target price: EUR **7.70**

Upside/Downside Potential **22.2%**

Reuters/Bloomberg NBIB.MC/NBI SM

Market capitalisation (EURm) **78**

Current N° of shares (m) **12**

Free float **22%**

Daily avg. no. trad. sh. 12 mth (k) **10**

Daily avg. trad. vol. 12 mth (k) **20.22**

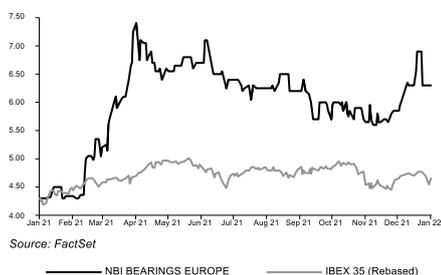
Price high/low 12 months **7.40 / 4.30**

Abs Perfs 1/3/12 mths (%) **7.69/5.88/46.51**

Key financials (EUR)	12/20	12/21e	12/22e
Sales (m)	24	41	49
EBITDA (m)	3	6	9
EBITDA margin	13.2%	15.5%	18.7%
EBIT (m)	1	2	5
EBIT margin	3.0%	5.3%	9.9%
Net Profit (adj.)(m)	0	1	3
ROCE	2.9%	5.3%	8.5%
Net debt/(cash) (m)	21	22	23
Net Debt Equity	1.4	1.3	1.2
Net Debt/EBITDA	6.7	3.5	2.5
Int. cover(EBITDA/Fin.int)	9.7	9.7	16.6
EV/Sales	3.2	2.4	2.0
EV/EBITDA	24.5	15.2	10.9
EV/EBITDA (adj.)	20.0	14.1	10.9
EV/EBIT	nm	44.9	20.6
P/E (adj.)	nm	nm	25.2
P/BV	3.7	4.7	4.1
OpFCF yield	-1.4%	-1.3%	2.8%
Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%
EPS (adj.)	0.04	0.09	0.25
BVPS	1.20	1.29	1.54
DPS	0.00	0.00	0.00

Shareholders

Pakel 38%; Teknor 15%; Global Portfolio Investments 8%;



Analyst(s)

Iñigo Recio Pascual

inigo.recio@gvcgaesco.es

+34 91 436 7814

Un actor de nicho que sigue creciendo

NBI facturaba 8,2 m EUR en 2015. Va a terminar 2021 con unas ventas de 41 m EUR y estimamos que en 2027 estará en 82 m EUR (10x). Su EBITDA ha pasado de 1,6 m EUR en 2015 a 6,3 m EUR y en 2027 alcanzará los 16,4 m EUR (10,2x). NBI es una compañía que combina el crecimiento orgánico, actualmente en una fase de expansión de capacidad, tanto en rodamientos como en componentes de aluminio, con el crecimiento inorgánico, habiendo adquirido varias compañías entre 2016 y 2020. NBI está homologando con los clientes varios tipos de rodamientos y, con la finalización de ese proceso, se espera aumentar de forma relevante la utilización de las fábricas. Iniciamos la cobertura de NBI Bearings Europe con una recomendación de Comprar y un valor teórico de 7,70 EUR, con un potencial del 22%.

- ✓ NBI es un grupo de empresas que desde 2002 se dedica al diseño, fabricación y comercialización de rodamientos de precisión y productos de alto valor técnico para los sectores industriales. Los rodamientos se encuentran en la mayor parte de las actividades industriales y, según Grand View Research, su mercado, que estaba valorado en 2020 en 118.700 m USD, **se espera que crezca a una tasa anual compuesta del 8,5% desde 2021 hasta los 226.800 m USD en 2028.**
- ✓ En nuestras estimaciones consideramos una tasa de crecimiento anual compuesto (tacc) del 23,6% en las ventas del periodo 2020-25e y del 34,1% en el EBITDA. Estimamos que el margen EBITDA de 2020 (13,2%), mejore hasta el 15,5% (16,7% ajustado) en 2021 y hasta niveles del 19,8% en 2025, a medida que aumente la utilización de la capacidad productiva de las diferentes fábricas.
- ✓ **En 2020 NBI adquirió varias compañías (FKL Bearings, Industrias Metalúrgicas Galindo y Turnatorie)** aumentando de forma notable su endeudamiento. Estimamos que la deuda neta de NBI podría finalizar el año 2021 en 21,9 m EUR, 3,47x DN/EBITDA. Si consideramos la autocartera y el EBITDA ajustado, la deuda neta podría situarse en 2021 en 3x DN/EBITDA ajustado.
- ✓ **NBI mantiene su Plan 50/22 (lanzado en mayo de 2018) que tiene varios objetivos.** Entre los objetivos del Plan está alcanzar unos ingresos de 50,98 m EUR en 2022 y un EBITDA de 10,61 m EUR, con un margen EBITDA del 20,8%. La evolución de NBI es buena y nuestras estimaciones apuntan a que NBI cumplirá buena parte de dicho Plan.
- ✓ La media del sector cotiza a un EV/EBITDA22 de 7,0x y a un EV/EBIT22 de 11,3x, mientras que NBI cotiza con prima, a 10,9x y 20,6x, respectivamente, debido al importante crecimiento esperado en NBI.
- ✓ Aunque NBI está en plena fase inversora y tiene por delante un importante crecimiento orgánico, **la compañía se mantiene alerta por si aparecen nuevas oportunidades de crecimiento inorgánico**, que aporten valor al Grupo, con un precio razonable, principalmente para la unidad de transformación metálica. Pensamos que en el sector podríamos ver operaciones de concentración dada su fragmentación, con compañías de mediano/pequeño tamaño. Asimismo, pensamos que NBI podría tener interés para otros grupos por sus márgenes, tecnología y posicionamiento en China.



CONTENTS

Investment Case	3
Catalizadores y otros focos de atención.	3
Estrategia	3
Estructura del negocio	3
Estimaciones	3
Situación financiera	4
Valoración	4
Riesgos	4
Valoración de NBI Bearings Europe	6
Valoración por DFC	6
Multiplicadores comparables	7
Una aproximación al sector de los rodamientos	9
¿Qué es un rodamiento?	9
Aplicaciones de los rodamientos	10
Perspectivas del mercado	12
Principales fabricantes de rodamientos	12
NBI Bearings Europe.	18
Trayectoria histórica de NBI	18
Unidades de negocio de NBI	20
Estimaciones de NBI	24
Evolución de 2021	24
Evolución histórica de las ventas de NBI por mercados.	25
Estimaciones de Ventas	25
Estimaciones de EBITDA	27
Análisis del cash flow	29
Evolución de la deuda neta	32
Evolución del ROCE	34
Accionariado de NBI	35
Guías de NBI	36

Investment Case

NBI es un grupo de empresas que desde 2002 se dedica al **diseño, fabricación y comercialización de rodamientos de precisión y productos de alto valor técnico** para los sectores industriales. NBI cuenta con ocho plantas productivas y mantiene un acuerdo estratégico con una fábrica de rodamientos china.

El eje giratorio es una de las aplicaciones más comunes en el mundo y **los rodamientos de NBI se utilizan en una gran variedad de aplicaciones**, que van desde las industrias pesadas, como la minería, metalurgia, la pasta y el papel, hasta las energías renovables, como la eólica, así como en automóviles y vehículos comerciales.

Catalizadores y otros focos de atención.

La atención se centra en aspectos como el **crecimiento económico global y la evolución de Cronos**, en China, como proveedor estratégico. La compañía está en **proceso de homologación de piezas** para varios clientes, lo que permitirá aumentar la utilización de la capacidad productiva de la planta de Oquendo, que actualmente funciona a un nivel bajo, debido a los retrasos. NBI tiene por delante **el reto de ir traspasando a los clientes el incremento de los precios de las materias primas** para recuperar márgenes.

Estrategia

La estrategia de NBI se centra en ofrecer rodamientos de máxima calidad y requerimientos técnicos, que han superado procesos de homologación complejos y **con tiradas medias - bajas, nichos de mercado donde los grandes no llegan**. Además, NBI ofrece a sus clientes la ingeniería de aplicaciones que es un servicio comercial en todo el mundo y la posibilidad de tener inventarios para los clientes.

En rodamientos, la estrategia se centra en el crecimiento orgánico, manteniendo la atención a las posibles oportunidades de M&A. En el resto de negocios industriales, la compañía combina el crecimiento orgánico con el inorgánico.

Estructura del negocio

El grupo NBI está compuesto por cuatro unidades de negocio, **Rodamientos**, que aporta un 30% de las ventas del grupo y contribuye con un 41% del EBITDA, y otros tres negocios industriales (**Transformación Metálica, Mecanizado e Inyección y mecanizado de aluminio**) que permiten la integración vertical y, al mismo tiempo, un desarrollo de los propios negocios de las filiales.

Estimaciones

La fábrica de Oquendo va a tener una mayor utilización de su capacidad, lo mismo que la fábrica de rodamientos de Ahmedabad (India), donde se han hecho inversiones de mejora en la fabricación de los rodamientos. Además, la planta rumana de Turnatorie se está ampliando en un 50%, y se está impulsando de forma notable la comercialización de rodamientos en Brasil. Con todos estos hitos, esperamos un fuerte crecimiento de las ventas y del EBITDA en el período 2020-25e. **En nuestras estimaciones consideramos una tasa de crecimiento anual compuesto (tacc) del 23,6% en las ventas del período 2020-25e y del 34,1% en el EBITDA**. Estimamos que el margen EBITDA de 2020 (13,2%), mejore hasta el 15,5% (16,7% ajustado) en 2021 y hasta niveles del 19,8% en 2025, a medida que aumente la utilización de la capacidad productiva de las diferentes fábricas.

Situación financiera

En 2020 NBI adquirió varias compañías (FKL Bearings, Industrias Metalúrgicas Galindo y Turnatorie) aumentando de forma notable su endeudamiento, pasando de 2,1x DN/EBITDA en 2019 a 6,7x DN/EBITDA en 2020. Estimamos que en 2021 finalizará en 3,5x, reduciéndose de forma notable hasta 2,46x en 2022. La compañía mantiene como autocartera un 4,4% del capital, lo que no hemos considerado en nuestro cálculo de la deuda neta.

NBI es una compañía centrada en el crecimiento, con un gran volumen de inversiones de expansión y, aunque en el pasado se pagó algún porcentaje de forma puntual, **no se contempla, por ahora, el pago de dividendos.**

Valoración

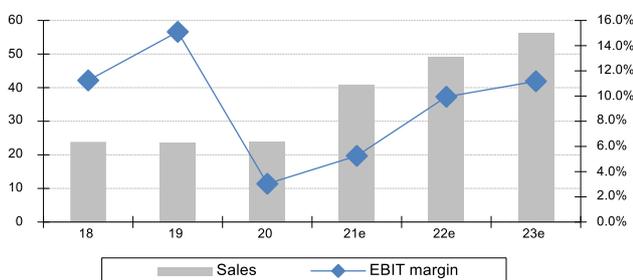
Nuestra valoración por DFC, con una WACC del 8,20% y una g del 1,5%, es de 7,70 EUR. El potencial del 22% nos permite recomendar Comprar.

Riesgos

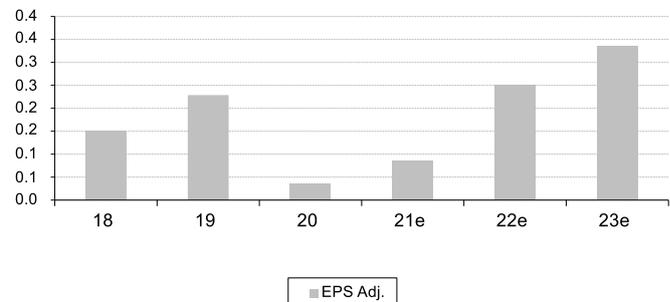
Entre los riesgos principales que podrían impactar en los resultados de la compañía están:

- China es un mercado importante para los suministros de NBI, donde está sus principales proveedores, como Cronos. **Los cambios regulatorios** que pudieran afectar, por ejemplo, a las exportaciones del país, podría impactar en los resultados de NBI.
- NBI ha adquirido varias compañías. La integración de alguna compañía adquirida podría ser más complicada de lo previsto.
- La pérdida de competitividad en un entorno de gran competencia entre proveedores.
- Competencia de tecnologías alternativas (rodamientos magnéticos).
- Riesgo reputacional en algún mercado.
- Ruptura del acuerdo de suministro y comercialización con Cronos.
- El reto de traspasar los incrementos de costes de las materias primas.
- Retrasos en el avance de la fabricación en la planta de Oquendo.

Sales, EBIT margin



EPS development



Source: ESN Estimates



SWOT Analysis

Strengths

- Barreras entrada. Homologaciones y capital
- Márgenes altos: rodamientos y Turnatorie.
- Elevada gama de productos. Plantas China, India, Europa.
- Buen track record en cumplimiento de objetivos. Alineación intereses fundadores con resto accionistas.

Opportunities

- Altos márgenes, con capacidad disponible y capex desembolsado: potencial para crecer.
- Mercado en consolidación, posible objetivo.
- Empresa pequeña en mercado potencial muy grande.
- La depreciación del EUR favorece exportaciones

Weaknesses

- Menor crecimiento en Industrial.
- Largos procesos de homologación
- Empresa pequeña, dependencia del fundador
- Compras concentradas en pocos proveedores

Threats

- Competencia países emergentes
- Retrasos Oquendo e India
- Necesidad de homologaciones para llenar fábricas
- Dificultad de traspasar la inflación de costes

Valoración de NBI Bearings Europe

Valoración por DFC

Hemos valorado NBI Bearings Europe mediante un descuento de flujos de caja, tomando como período explícito los años 2022e-2029e, aplicando una tasa de descuento del 8,2%.

Figure 1: NBI BEARINGS EUROPE DCF

CASH FLOW (EUR m)	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	Norm. Year
Net sales	11.2	21.6	23.9	23.6	23.9	40.8	49.2	56.1	62.7	68.9	75.5	81.8	86.6	90.5	93.7
% change		92%	11%	-1%	1%	71%	20%	14%	12%	10%	10%	8%	6%	5%	3.5%
EBIT	1.0	1.6	2.7	3.6	0.7	2.1	4.9	6.3	7.7	8.8	10.1	11.2	12.1	12.8	12.4
% margin	9.3%	7.4%	11.2%	15.1%	3.0%	5.3%	9.9%	11.2%	12.2%	12.8%	13.4%	13.7%	14.0%	14.2%	13.25%
Normative Tax Rate	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
NOPLAT	0.8	1.2	2.0	2.7	0.5	1.6	3.7	4.7	5.8	6.6	7.6	8.4	9.1	9.6	9.3
Depreciation	0.7	1.2	2.2	1.3	2.4	4.2	4.3	4.5	4.7	4.8	5.0	5.2	5.4	5.6	5.6
Gross Operating Cash Flow	1.4	2.4	4.2	4.0	3.0	5.8	8.0	9.2	10.4	11.4	12.6	13.6	14.5	15.2	14.9
Capex	-2.8	-4.5	-1.9	-1.1	-1.5	-4.6	-6.5	-6.5	-6.5	-3.6	-3.6	-3.7	-3.7	-3.8	-3.8
Change in Net Working Capital	-2	0	1.0	-3.0	-1.9	-0.8	-1.3	-1.2	-1.2	-0.9	-1.3	-1.5	-1.3	-1.0	-1.0
Cash Flow to be discounted	-3.4	-2.2	3.3	-0.1	-0.5	0.3	0.2	1.5	2.7	7.0	7.7	8.5	9.5	10.5	10.2
DCF VALUATION (EUR m)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	Norm. Year
WACC							8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%
Discount Rate factor							1.00	0.92	0.85	0.79	0.73	0.67	0.62	0.58	0.53
Discounted Cash Flow							0.2	1.4	2.3	5.5	5.7	5.7	5.9	6.0	152.1
Cumulated DCF							0.2	1.6	3.9	9.4	15.1	20.8	26.8	32.8	81.0

GVC Gaesco Valores estimates

En el descuento de flujos consideramos una tasa de crecimiento anual compuesto (tacc) del 23,6% en las ventas del período 2020-25e y del 7,7% en el período 2025-28e. En el EBITDA esperamos que esos crecimientos sean del 34,1% y del 8,3%, respectivamente. En las estimaciones incorporamos una progresiva mejoría del margen EBITDA, desde el 15,5% de 2021 hasta el hasta el 20,0% de 2026e. Incorporamos inversiones relativamente altas en los primeros años, desde el 11,3% de las ventas en 2021 hasta el 4,8% s/ventas en 2026. Estimamos también inversiones en el circulante, en línea con el crecimiento de las ventas. El resumen de la valoración es el siguiente:

Figure 2: WACC

Free Risk Rate (10y Govn.Bonds)	3,5%
Company Risk Factor or Beta	1,30
Mkt Risk Premium	5,0%
Cost of Equity (Ke or COE)	10,0%
Cost of Debt (gross)	3,70%
Cost of Debt net (Kd or COD)	2,8%
Target gearing (D/(D+E)) or % kd	25%
% ke	75%
Normative Tax Rate	25%
WACC	8,2%

GVC Gaesco Valores estimates

Figure 3: DCF analysis

Cumulated DCF	32.8	29%
Perpetual Growth Rate (g)	1.5%	
Normalised Annual CF	10.2	
Terminal Value Multiple	14.9	
Terminal Value	152.1	
Discounted Rate of Terminal Value	0.53	
Discounted Terminal Value	81.0	71%
Enterprise Value NBI (EUR m)	113.8	100%

GVC Gaesco Valores estimates

Figure 4: DCF

	EUR/ acción	EBITDA21e	EV/EBITDA21e	EBITDA22e	EV/EBITDA22e	WACC	g
EV NBI Bearings Europe (m EUR)	113.8	9.2	6.3	18.0x	9.2	12.3x	8.2% 1.5%
- Consolidated net debt 21e	-21.9	-1.8					
- Employee benefits, pension deficit	0.0	0.0					
- Minority interest	-0.5	0.0					
+ Associates, JV and others	3.5	0.3		PER21e	PER22e	P/BV21e	PBV22e
EQUITY VALUE	94.9	7.7		90.4	30.7	6.0	5.0
Number shares	12.33						
Fair value per share in EUR	7.70						

GVC Gaesco Valores estimates

En la valoración por esta metodología obtenemos un valor teórico de la acción de NBI 7,70 EUR.

En el análisis de sensibilidad vemos el efecto en el valor teórico de los cambios en la WACC, y en la tasa de crecimiento perpetuo "g".

Figure 5: DCF sensitivity to WACC-g

	WACC	g, growth				
		0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%
7.69%		7.5	8.0	8.6	9.2	10.0
7.94%		7.2	7.6	8.1	8.7	9.4
8.2%		6.8	7.2	7.70	8.2	8.8
8.44%		6.5	6.9	7.3	7.8	8.4
8.69%		6.2	6.6	7.0	7.4	7.9

GVC Gaesco Valores estimates

Multiplicadores comparables

SKF es el líder mundial de rodamientos y, junto a otros competidores como Schaeffler, Timken, NSK, NTN y JTEKT, tienen una cuota del mercado mundial de rodamientos del 60%. Es un mercado con una gran fragmentación, con numerosas compañías que facturan menos de 30 m EUR.

En el segmento de pequeñas compañías, la propia NBI destaca a Fersa, Meter Spa y CPM Spa como compañías que han crecido de forma notable en los últimos años. Más adelante hacemos una descripción de algunas de las compañías más relevantes en este sector. Destacamos que en este sector los procesos de homologación son muy largos y actúan como barreras de entrada aunque, una vez conseguida la homologación de los productos, se convierte también en una barrera de salida.

Es difícil encontrar un buen comparable de NBI ya que, tanto en NBI como en otras compañías, el negocio de rodamientos suele formar parte de un grupo con más actividades, a veces muy diferentes. En otras ocasiones, las compañías no cotizan o están muy especializadas en determinadas actividades.

Figure 6: Main bearings manufacturers

EUR m	Country	Company Market Cap.	% Change YTD	% Change 1 Month	Mean EBITDA 2021	Mean EBIT Margin 2020	Mean EBIT Margin 2021	Mean EBIT Margin 2022	Mean EBITDA Margin 2021	Mean EBITDA Margin 2022	Mean Net Div Yield 2021
SKF AB Class B	SWEDEN	9,010	-5.6%	-3.6%	1,316.8	12.0%	13.4%	13.9%	17.1%	17.4%	3.5%
Schaeffler AG	GERMANY	4,296	-11.5%	-11.6%	2,186.8	6.4%	8.9%	8.8%	15.9%	15.2%	6.9%
Timken Company	USA	4,641	0.4%	2.7%	644.3	14.1%	13.6%	14.7%	17.7%	18.7%	1.7%
Regal Rexnord Corporation	USA	9,510	-6.2%	-3.9%	618.1	11.6%	14.0%	16.4%	18.4%	21.2%	0.8%
RBC Bearings Incorporated	USA	4,729	-7.8%	-9.7%	220.6	19.4%	16.7%	17.7%	27.1%	28.1%	0.0%
MinebeaMitsumi Inc.	JAPAN	8,830	-17.4%	-16.5%	1,085.6	5.2%	8.5%	9.5%	13.0%	14.1%	1.4%
NSK Ltd.	JAPAN	3,313	6.3%	5.2%	784.3	0.9%	5.4%	6.4%	11.7%	12.5%	3.1%
NTN Corporation	JAPAN	945	-3.5%	-3.0%	367.4	-0.6%	1.6%	3.3%	7.4%	8.5%	0.7%
JTEKT Corporation	JAPAN	2,579	-2.5%	-2.9%	833.9	1.3%	3.2%	4.7%	7.7%	8.7%	1.8%
Average					895.3	7.8%	9.5%	10.6%	15.1%	16.1%	2.2%
NBI Bearings Europe	SPAIN	78	5.0%	7.7%	6.3	3.0%	5.3%	9.9%	16.8%	18.8%	0.0%

Source: Factset 25/01/2022. GVC Gaesco Valores for NBI.

Los principales fabricantes de rodamientos cotizados son compañías enormes comparativamente con NBI que, aunque crece muy rápido, capitaliza solamente 78 m EUR. Sin embargo, el margen EBITDA de NBI de 2021-22 está por encima de la media del sector.

Figure 7: Main bearings manufacturers

EUR m	Mean Ev/Sales 2021	Mean Ev/Sales 2022	Mean Ev/EBITDA 2021	Mean Ev/EBITDA 2022	Mean Ev/EBIT 2021	Mean Ev/EBIT 2022	Mean P/E 2021	Mean P/E 2022	Mean Price/Book 2021	Mean Price/Book 2022
SKF AB Class B	1.4 x	1.2 x	8.0 x	6.6 x	10.1 x	8.3 x	12.7 x	11.4 x	2.4 x	2.1 x
Schaeffler AG	0.6 x	0.5 x	3.7 x	3.2 x	6.5 x	5.6 x	5.9 x	5.4 x	1.7 x	1.4 x
Timken Company	1.6 x	1.4 x	8.8 x	7.6 x	11.5 x	9.6 x	14.2 x	12.1 x	2.2 x	2.0 x
Regal Rexnord Corporation	3.2 x	2.1 x	17.6 x	10.1 x	23.0 x	13.1 x	18.2 x	15.2 x		
RBC Bearings Incorporated	6.9 x	3.7 x	25.3 x	13.2 x	41.3 x	20.9 x	48.3 x	32.4 x	2.3 x	2.2 x
MinebeaMitsumi Inc.	1.3 x	1.0 x	10.3 x	7.2 x	15.6 x	10.6 x	15.0 x	12.8 x	2.2 x	1.9 x
NSK Ltd.	0.6 x	0.5 x	4.9 x	4.3 x	10.5 x	8.3 x	12.1 x	9.5 x	0.7 x	0.7 x
NTN Corporation	0.6 x	0.6 x	8.7 x	6.8 x	39.8 x	17.5 x	25.1 x	10.3 x	0.7 x	0.7 x
JTEKT Corporation	0.4 x	0.4 x	5.6 x	4.3 x	13.6 x	8.1 x	13.9 x	7.7 x	0.6 x	0.5 x
Average	1.8 x	1.3 x	10.3 x	7.0 x	19.1 x	11.3 x	18.4 x	13.0 x	1.6 x	1.4 x

Source: Factset 25/01/2022.

La media del sector cotiza a un EV/EBITDA22 de 7,0x y a un EV/EBIT22 de 11,3x, mientras que NBI cotiza con prima, a 10,9x y 20,6x, respectivamente, debido al importante crecimiento esperado en NBI.

Una aproximación al sector de los rodamientos

¿Qué es un rodamiento?

En una sencilla definición, un rodamiento está formado por un conjunto de bolas (cilindros o agujas) sujeto (por una jaula) entre dos anillos (exterior e interior), permitiendo que un anillo gire respecto al otro. Los elementos rodantes pueden ser de bolas, rodillos o agujas. **Se trata de un elemento mecánico que reduce la fricción entre un eje en movimiento y las piezas conectadas a éste.** Los rodamientos tienen un componente metalúrgico importante. Un eje que gira sin un rodamiento produce un deslizamiento con pérdidas por fricción y un desgaste que llevaría a tener que, al menos, engrasar de forma continuada el eje y posteriormente se tendría que reparar.

Los rodamientos pueden ser radiales, oblicuos o axiales dependiendo de la dirección de la carga. Radiales diseñados para resistir fuerzas perpendiculares a la dirección del eje. Los oblicuos soportan cargas tanto perpendiculares como axiales. Los axiales resisten la fuerza en la misma dirección que el eje.

Figure 8: Bearings



Timken

En general, los rodamientos se componen de cuatro partes: anillo interior, anillo exterior, elementos rodantes y jaula.

El anillo interior suele estar fijado al eje y gira con éste. En la superficie exterior del anillo interior hay ranuras para que rueden las bolas de acero o los rodillos, llamadas ranuras interiores o pistas de rodadura interiores. **El anillo exterior** suele fijarse en el alojamiento del rodamiento o en la caja de la maquinaria para soportar los cuerpos rodantes. También hay ranuras en la superficie interior del anillo exterior para que rueden las bolas de acero o los rodillos. **Elementos rodantes.** Cada rodamiento incorpora varios elementos rodantes que se instalan entre el anillo interior y el anillo exterior, que tienen la función de transmitir la fuerza de rodadura y su forma, tamaño y número determinan la capacidad de los rodamientos para soportar cargas y su funcionamiento a alta velocidad. Los elementos rodantes del rodamiento están espaciados uniformemente entre sí por la jaula, de tal forma que cada elemento rodante rueda ordenadamente entre el anillo interior y el anillo exterior. **La jaula** tiene la función de guiar el movimiento de los elementos rodantes, mejorar las condiciones de lubricación interna de los rodamientos y evitar que los elementos rodantes se caigan.

Aplicaciones de los rodamientos

Los rodamientos hacen su trabajo de forma silenciosa, en entornos difíciles, escondidos en la maquinaria donde no se pueden ver. Sin embargo, estos mecanismos tienen una gran importancia en la industria. Los rodamientos reducen la fricción entre un eje y las piezas fijadas a él, facilitando el desplazamiento. **La fiabilidad de la rotación es fundamental para numerosas industrias y los rodamientos son uno de los elementos más utilizados en la fabricación de cualquier tipo de maquinaria**, ayudando a ahorrar energía.

Los rodamientos se utilizan en automoción, energía eólica, solar, en los trenes, en los aviones, en lavadoras, en fotocopiadoras, en los satélites, en cualquier industria como la papelera, la siderurgia, ingeniería de túneles, grúas, dispositivos de elevación, maquinaria de construcción, excavadoras, fabricación de engranajes, fundiciones, máquinas de envasado y llenado, ingeniería general, extracción y procesamiento de materias primas, rodamientos para máquinas herramienta, tecnología de producción, tecnología médica, aeronáutica, aeroespacial, antenas y telescopios e ingeniería militar.

Figure 9: Paper industry bearings



Valmet, Guangxi Jingui Pulp and Paper

Figure 11: Crane, hoist & winch



Regal Rexnord

Figure 13: Wind energy



thyssenkrupp rothe erde

Figure 10: Stainless Steel industry



Acerinox

Figure 12: Packaging machinery



Regal Rexnord

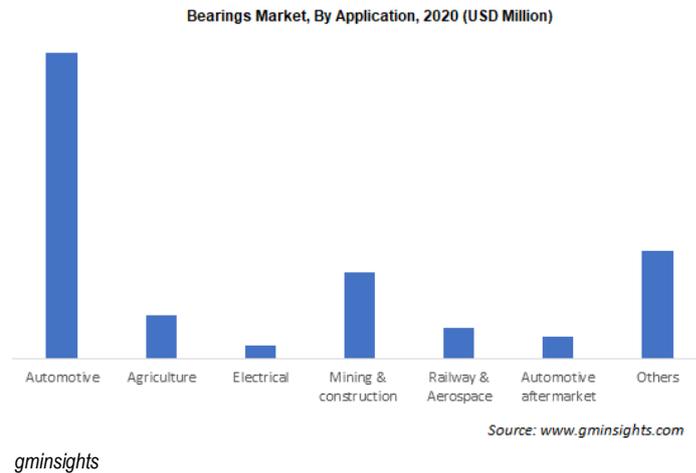
Figure 14: gear manufacturing



thyssenkrupp rothe erde

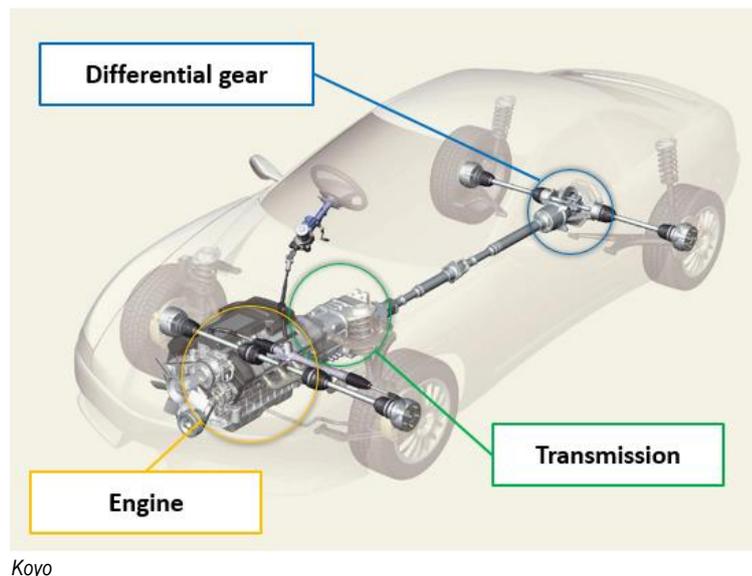
Según Grand View Research, la automoción suponía cerca de un 50% del mercado en 2020, influido en parte por la demanda de vehículos con mejores prestaciones tecnológicas y por un progresivo crecimiento del mercado secundario de la automoción, que demandan más rodamientos. Se prevé que el segmento ferroviario y el aeroespacial registren los mayores crecimientos hasta 2028 debido, en parte, a la necesidad de renovar las flotas envejecidas.

Figure 15: Bearings market by application



Algunas indicaciones apuntan hacia una cifra mínima de 36 rodamientos, en un pequeño vehículo, hasta los 100-150 rodamientos en vehículos de combustión tradicional más sofisticados, lo que es una muestra del volumen que mueve el sector de automoción. Además, las piezas móviles de los vehículos como los limpiaparabrisas, las bisagras del capó, etc, requieren rodamientos para funcionar.

Figure 16: bearings in cars using conventional engines.



La tendencia hacia la electrificación va a afectar al sector de automoción al cambiarse la fabricación de coches de combustión interna por vehículos híbridos (HEVs) y coches de batería eléctrica (BEVs), entre otros. De acuerdo con NSK, dependiendo del diseño, el número de rodamientos por vehículo en los HEVs se espera que aumente mientras que en los BEVs se espera que baje.

Perspectivas del mercado

Según Grand View Research, en un estudio de fecha abril 2021, el mercado de rodamientos estaba valorado en 2020 en 118.700 m USD y **se espera que crezca a una tasa anual compuesta del 8,5% desde 2021 hasta 226.800 m USD en 2028.**

Además, se prevé un aumento de la demanda de soluciones de rodamientos especializadas que satisfagan los desafíos de cada industria. Así, por ejemplo, los aerogeneradores utilizan los rodamientos para mejorar el rendimiento y la fiabilidad de las turbinas, aumentar la producción de energía y reducir el consumo de lubricantes, por lo que va a seguir siendo uno de los sectores de mayor demanda. Además, la mayor dimensión de las turbinas necesitará de rodamientos mayores. Los fabricantes trabajan constantemente en la mejora de los diseños de los productos para aumentar el rendimiento y la eficiencia energética. El uso de materiales ligeros puede ser otro catalizador para la industria. Por aquí va la adquisición de Turnatorie, centrada en la fabricación de piezas de aluminio para el sector de automoción, principalmente. **NBI espera aumentar su conocimiento en aluminio para desarrollar nuevas aplicaciones.**

Las innovaciones tecnológicas están haciendo que en los rodamientos se incorporen sensores que permiten controlar digitalmente el movimiento axial, la desaceleración, la aceleración, la velocidad de rotación y la capacidad de carga del producto. Otros avances permitirán ofrecer rodamientos que se puedan monitorizar constantemente para predecir fallos antes de que ocurran, lo que reduciría el coste de la inactividad.

De acuerdo con los datos de Freedonia, se espera que la demanda mundial de rodamientos crezca un 5,2% anual hasta alcanzar los 100.000 m USD en 2025, después de la caída del 10-13% (SKF) en 2020. El mayor impacto se vio en el sector automoción y en el industrial, compensado por un fuerte crecimiento de las renovables.

Se espera una rápida recuperación debido a la mejora de las condiciones económicas en todo el mundo y la recuperación del gasto del consumidor mundial (desde los mínimos de 2020) y al aumento de la actividad de fabricación de bienes duraderos.

Se espera que China lidere el crecimiento y que Asia represente el 61% de toda la demanda de rodamientos nuevos del período 2020-25. Se espera un rápido crecimiento de las ventas de rodamientos utilizados en el sector aeroespacial y en los vehículos de motor, que en 2020 sufrieron una notable caída.

Principales fabricantes de rodamientos

SKF es el líder mundial de rodamientos y junto a otros competidores como Schaeffler, Timken, NSK, NTN y JTEKT, tienen una cuota del mercado mundial de rodamientos del 60%. Las empresas chinas de rodamientos, grandes y pequeñas representan el 20% del mercado y sus ventas se destinan principalmente a Asia. El 20% restante incluye muchos competidores pequeños, más regionales, y de nicho.

Figure 17: Spherical Roller Bearing for mining application



SKF. 8 tonne bearing, diameter of 1.25 m

De acuerdo con SKF, el mercado asiático de rodamientos supone el 50% del total y China representa un 30%. Europa supone el 22% del total (Alemania el 33% de este mercado) y Norteamérica el 22%, mientras que Latam alcanza el 3% del mercado (Brasil el 50%) y Oriente Medio y Africa suman el 3% global.

SFK señalaba en el 3T21 que el sector industrial mantenía un buen momento a pesar de las adversidades logísticas y la inflación de costes. El crecimiento orgánico del 3T21 fue del 8%, gracias al negocio industrial (75% de las ventas) que creció un 13% y que compensó la caída del 5% en automoción, impactado por la reducción de la producción. Según la compañía sueca, se apreciaba crecimiento en todas las regiones, con algo de desaceleración en Asia. Según SKF, para el 4T21 se esperan condiciones difíciles por la inflación de costes y las restricciones logísticas, aunque en términos de ventas **la compañía sueca espera que la sólida demanda se mantenga en el negocio industrial.**

Figure 18: SKF Xinchang Factory Machine Hall



SKF

Figure 19: SKF Xinchang Factory

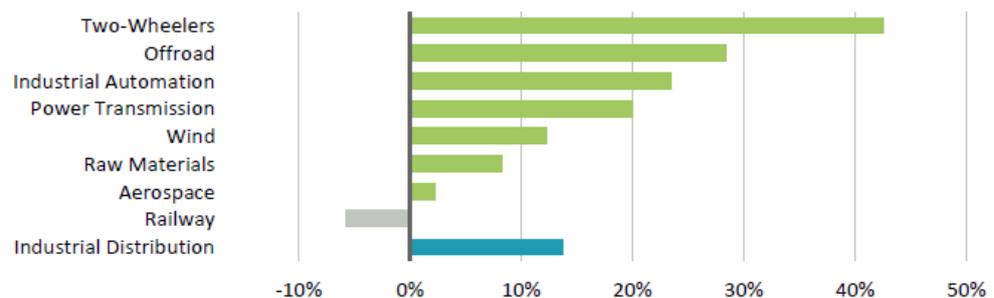


SKF

Schaeffler (Alemania) cuenta con varios negocios, Industrial (25% de las ventas), Tecnologías de automoción (62%), Mantenimiento de automoción (13%). La división Industrial, entre varios tipos de productos, incluye desde rodamientos en miniatura de unos pocos milímetros de ancho hasta rodamientos de gran tamaño con un diámetro exterior de varios metros. **El objetivo para esta división es pasar de un margen EBIT del 10,2% en 2019 a un margen EBIT del 12-14%, como muy tarde en 2023.** En los 9M21 el margen EBIT ya fue del 12,1%. La compañía está invirtiendo en nueva capacidad para rodamientos grandes en Nanjing (China) y en una nueva sala de rodamientos ferroviarios en Brasov (Rumania). Schaeffler destacó en el 3T21 que la eólica y el ferrocarril son los sectores que no están evolucionando como los demás sectores, que crecen cerca o muy por encima del 20%. **Schaeffler es el líder del mercado mundial de rodamientos eólicos de gran tamaño** y, aunque en el 3T21, la evolución no ha sido buena, las perspectivas eólicas a largo plazo son muy positivas, ya que la energía eólica es uno de los de las columnas vertebrales para la reducción del CO2 y la generación de energía sostenible.

Figure 20: Schaeffler 9M21 sales

Industrial sales growth by sector cluster 9M 2021¹



Q3 and 9M 2021 Schaeffler AG earnings

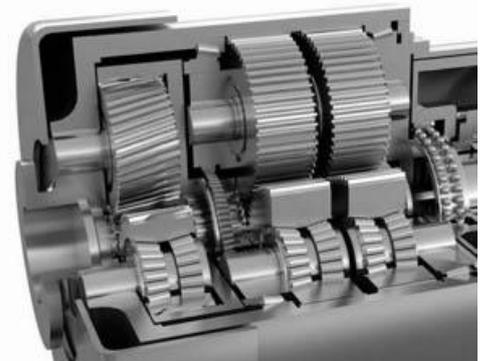
La estadounidense Timken es una compañía reconocida mundialmente por su gestión de la fricción, la metalurgia y la transmisión de potencia. Está centrada en el mercado de rodamientos de ingeniería y productos de transmisión de potencia. Timken aprovecha su conocimiento sobre transmisión de potencia para atender mejor las necesidades de movimiento industrial de sus clientes. **Además de los rodamientos, ofrecen transmisiones, sistemas de lubricación automática, productos de movimiento lineal, cadenas, correas, embragues y frenos industriales.** En 2008 se centraba en rodamientos en un 97% y ha ido diversificando hacia los productos de transmisión de potencia. **Actualmente los rodamientos suponen el 66% de las ventas y la transmisión de potencia el 44%.** Timken tiene un objetivo a largo plazo en margen EBITDA ajustado del 20%, **con una tasa de crecimiento orgánico anual del 3-4%.** La compañía espera que en 2022 la solidez de la demanda continúe, con algunos problemas en la cadena de suministro hasta, al menos, la primera parte del año, lo que esperan compensar con iniciativas en precios y otras medidas operativas, por lo que esperan mejorar la rentabilidad en 2022.

Figure 21: Cylindrical bearings



Timken

Figure 22: Gearboxes overhaul



Timken.

Otra compañía estadounidense es **Regal Rexnord Corporation**, que en 2020 tuvo unos ingresos de 4.100 m USD. Es un líder mundial en la ingeniería y fabricación de soluciones de tren de potencia industrial, componentes de transmisión de potencia, motores y controles electrónicos, productos de movimiento de aire y electrónica especializada

En EEUU también destaca **RBC Bearings**, que cotiza en el Nasdaq (ROLL). Se fundó en 1919 y es un fabricante y comercializador internacional de rodamientos y productos de precisión de alta ingeniería. Estos rodamientos forman parte integral de la fabricación y el funcionamiento de multitud de máquinas, aeronaves y sistemas mecánicos, **permitiendo reducir el desgaste de las piezas móviles.** Además, los rodamientos facilitan la transmisión adecuada de la energía, reducen los daños y la pérdida de energía causada por la fricción, y controlan la presión y el flujo. RBC Bearings fabrica productos en todas las categorías principales, pero se centra, principalmente, en rodamientos altamente técnicos o regulados, y en productos de ingeniería para mercados especializados. RBC cuenta con 42 instalaciones, con fábricas en EEUU, Mexico, Francia, Alemania, Polonia y China. La compañía ha crecido de forma constante, incluyendo un amplio historial de adquisiciones.

El mercado industrial supone el 42% de las ventas (año fiscal finalizado en abril de 2021) y el mercado aeroespacial representa el 58% en el mismo período, con parte del negocio orientado a la industria militar. En 2021(abril) cerró con una facturación de 609 m USD (-16,3%) y en los últimos 26 años sus ventas han crecido a una tasa anual compuesta del 8%, con unos márgenes EBITDA que en los últimos 6 años se han movido en el rango 26%-29%.

La japonesa NSK comenzó la fabricación de rodamientos en 1916. Tiene dos negocios principales, Industrial Machinery Business, centrada en los rodamientos industriales, maquinaria de precisión y componentes y la división Automotive Products Business (rodamientos de automoción y componentes de automoción). En 2019 el negocio de maquinaria industrial suponía el 37% de las ventas y el 62% del EBIT de NSK. El margen EBIT del negocio industrial ha evolucionado del 6,5% de 2016 al 12,2% de 2018, con el 2,8% en 2020. El margen EBIT de automoción ha pasado del 9,3% de 2016 al 6,5% de 2018 y el

-0,9% en 2020. NSK espera traspasar entre un 80% y un 90% del incremento del acero a los clientes de forma progresiva. Por otro lado, la tendencia hacia la electrificación va a afectar al negocio de NSK, al cambiar la fabricación de coches de combustión interna por vehículos híbridos (HEVs) y coches de batería eléctrica (BEVs), entre otros. **Dependiendo del diseño, el número de rodamientos por vehículo en los HEVs se espera que aumente mientras que en los BEVs se espera que bajen.** NSK trabaja en una estrategia para desarrollar nuevas tecnologías y nuevos productos adecuados para los BEVs.

NTN, también japonesa, en los últimos tres años ha obtenido márgenes EBIT del 11% en el negocio de mantenimiento (16% de las ventas). En el negocio de maquinaria industrial (18% de las ventas) los márgenes EBIT han evolucionado del -1,8% en 2019 al 2,3% del 1S21. El negocio de automoción, la mayor parte, ha contribuido de forma negativa en los últimos 3 años, desde el -0,8% de 2019, al -3,4% de 2020 y al -3,5% del 1S21.

Otras compañías japonesas son JTEKT, Minebea Mitsumi esta última con márgenes EBIT entre el 7,8% de 2018, 6% de 2020 y 5,2% de 2021. Sin embargo, el negocio de maquinaria de Minebea sí que ha obtenido buenos márgenes EBIT en los últimos años, que van del en algunos trimestres del 18% al 27%.

Dentro de las numerosas compañías chinas fabricantes de rodamientos, **Wafangdian Bearing Co., Ltd. (ZWZ)**, comenzó como una empresa que producía piezas de rodamientos y equipos de rodamientos. ZWZ se ha convertido gradualmente en una empresa moderna que produce principalmente rodamientos para los principales equipos técnicos.

Figure 23: ZWZ Factory



Wafangdian Bearing

Figure 24: Factory, grinding centre



Wafangdian Bearing

Otra compañía china es **C&U**, que está en el top ten de fabricantes de rodamientos, **y que tiene 8 fábricas de rodamientos en China, capaces de producir más de 30.000 tipos de rodamientos** que varían desde un diámetro interior de 1 mm hasta un diámetro exterior de 6.000 mm. C&U tiene experiencia en el suministro de rodamientos especializados a más de 40 industrias como el automóvil, los electrodomésticos, los motores, las motocicletas, la maquinaria de ingeniería, las herramientas eléctricas, la maquinaria agrícola y forestal, la maquinaria textil, los robots industriales, la energía eólica, los equipos médicos, etc.

Figure 25: C&U: Industrial robot



C&U. Robot bearing is a kind of bearing with special structure and requirements

Figure 26: C&U: Engineering machinery



C&U. Due to the working conditions it requires the reliability of rolling bearings.

La compañía china **BSPD Bearing** se fundó en 1990. Tiene más de 300 empleados, y casi 40 tecnologías patentadas para varios rodamientos. Cuenta con cuatro fábricas de rodamientos en Shanghai, Ningbo, Luoyang y Wuxi, con 55 líneas de producción de rodamientos automáticas. Produce más de 5.000 modelos de rodamientos desde 1mm hasta 5.000 mm, incluyendo rodamientos de bolas de ranura profunda, rodamientos ultra-miniatura, rodamientos de bolas de contacto angular, rodamientos de rodillos cilíndricos, rodamientos de rodillos esféricos, rodamientos de acero inoxidable, etc.

QC Bearing es una división de Wanxiang America Corporation y se dedica a la producción de rodamientos y componentes de alta calidad tanto para el sector OEM como para el mercado secundario.

Otras compañías destacables de China son Tianma Bearing Group Co Ltd, Jiangsu NanFang Bearing y Changzhou Nrb Corporation.

Zhejiang Tianma Bearing Group Co., Ltd es uno de los mayores fabricantes de rodamientos en China con más de 30 años de experiencia en la comercialización. Se fundó en 1987. La compañía tiene 5 plantas, y su marca es "TMB". Produce más de 8.000 tipos de rodamientos. **TMB destaca también porque es un fabricante de rodamientos chino que tiene su propia acería.**

Figure 27: Zhejiang Tianma Bearing Group Co



Zhejiang Tianma Bearing Group Co

Figure 28: Fully automatic production line



TMB

TMB fabrica rodamientos de rodillos cilíndricos (de una y dos hileras, cuatro hileras), rodamientos rígidos de bolas, rodamientos de rodillos cónicos, rodamientos de rodillos de alineación y de bolas de alineación, rodamientos de bolas de contacto angular (de una y dos hileras), etc. Los mercados a los que van destinados son el aeroespacial, militar, ferroviario, mercado de vehículos comerciales, industrial, naval, de máquinas-herramienta, de motores y de agricultura, por citar algunos.

Jiangsu Nanfang Bearing se centra en el diseño, la producción y la venta de rodamientos de agujas, embragues unidireccionales y piezas de automóvil para los segmentos de la automoción, las motocicletas y la industria.

Changzhou Nrb Corporation está situada en Changzhou. Desde su creación en 1994, la empresa se dedica a la I+D, la fabricación y la venta de rodamientos de precisión para automóviles. Los principales productos son los rodamientos de agujas, los rodamientos de rodillos, los rodamientos de desembrague y los rodamientos de cubo. Se aplican principalmente a conjuntos importantes como la transmisión de automóviles, el embrague, el eje de camiones pesados. Entre sus clientes se encuentran grupos de fabricación de vehículos como FAW, Dongfeng, SAIC y las mayores fábricas de transmisión de camiones pesados, autobuses, coches y minicoches como Shaanxi Fast Auto Drive, Qijiang Gear, SAGW y Chongqing Tsingshan.

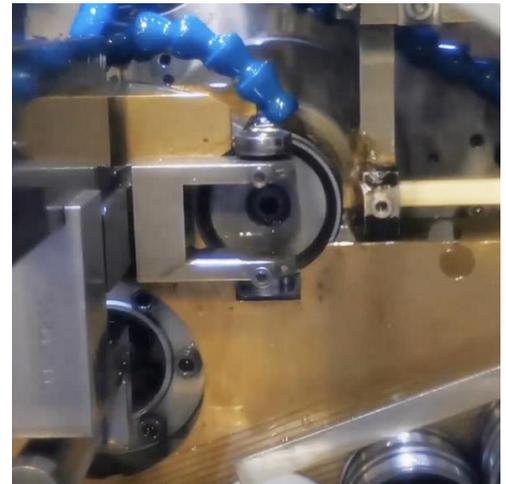
La italiana **CPM SpA** diseña y fabrica rodamientos especiales, coronas giratorias y anillos de precisión. Cuenta con una plantilla de 160 empleados y produce cada año más de 3 millones de piezas para el mercado nacional e internacional. Está especializada en la producción de volúmenes medios y altos de rodamientos en una gama de tamaños que va desde los 10 mm de diámetro interior hasta los 800 mm de diámetro exterior. En esta compañía, todo el proceso de producción es interno.

Figure 29: Grinding



CPM, grinding (rectificado)

Figure 30: Lapping



CPM, lapping, lapeado.

Otra compañía italiana es **Meter S.p.A.**, fundada en 1981 y con sede en Turín. Diseña y produce rodamientos de rodillos y de bolas para numerosas y diversas aplicaciones. Cuenta con tres fábricas en Italia, en Shanghai (China) y en Walterboro, Carolina del Sur (EEUU).

Distitec (Italia) es una empresa que se dedica al desarrollo de proyectos, fabricación y venta de rodamientos especiales. Su producción es, en parte, interna, y subcontrata parte de la misma, apoyándose en subcontratistas cualificados y certificados. Cuenta con máquinas-herramienta con una gama dimensional amplia en función de las peticiones de tamaños, cargas y dimensiones totales. Distitec S.r.l. se ha centrado en sectores como la industria siderúrgica (con rodillos de apoyo para laminadores) y ha patentado un nuevo modelo para los rodamientos de rodillos cilíndricos para los trenes de laminación: estos rodamientos se caracterizan por una mayor capacidad de carga y velocidad admisible que los rodamientos tradicionales. También tiene productos para el handling, maquinaria para la automatización y la elevación (carretillas elevadoras, paletizadores), rodamientos para la industria minera y cementera, la industria eólica

En España destacamos **Fersa Group**, que se creó en 2016 con la unión de dos fabricantes europeos de rodamientos: Fersa Bearings, en España, y NKE Bearings, en Austria. Hace poco también se ha incorporado la marca A&S Automotive Solutions para aplicaciones de vehículo ligero. Fersa Bearings se dedica al diseño, desarrollo, fabricación y distribución de soluciones completas de rodamientos para el sector global de la automoción, destacando, especialmente, en las soluciones para vehículo industrial. NKE Bearings diseña y produce rodamientos para el mercado industrial centrado en transmisiones mecánicas, motores eléctricos, bombas hidráulicas y compresores y aplicaciones agrícolas. Fersa emplea a unos 510 trabajadores, 200 de ellos en su planta de Plaza, en Zaragoza, otros 200 en la factoría de Jiaxing (China) y unos 90 en la planta de Steyr (Austria). En 2019 cerró con una facturación de 82 m EUR y un EBITDA de unos 9 m EUR. **En 2020 Fersa compensó la caída en el sector de la automoción con su nueva apuesta eólica, alcanzando una facturación de 88 m EUR.** Uno de los contratos más relevantes firmados por Fersa es el de la compañía china de vehículo comercial Dongfeng, para suministrar los rodamientos de la nueva generación de cajas de cambios manuales de 14 velocidades Dongfeng-Volvo.

Thyssenkrupp Rothe Erde forma parte del grupo internacional de empresas Thyssenkrupp AG desde 1992. Tiene más de 15 plantas en 10 países.

Otras compañías que podemos mencionar son las alemanas, **SLF y KRW** y la rumana **URB** (Rulmenti S.A., Barlad, 1.400 empleados).

NBI Bearings Europe.

Trayectoria histórica de NBI

La Sociedad originaria fue constituida el 13 de junio de 2002, por dos de los principales accionistas actuales (Roberto Martínez con un 50% y Antonio Gonzalo con un 35%) más Javier Pérez de Eulate con un 15%. En octubre de 2009 se adoptó el nombre de NBI Bearings Europe S.A. La sede social está en la localidad de Oquendo (Álava).

Inicialmente la compañía era un distribuidor mayorista y minorista de rodamientos multi-marca y multi-producto enfocado a la venta a distribuidores, comercializando rodamientos, correas y cadenas. Se vendían rodamientos de primeras marcas y de marca propia.

En 2006 NBI inició una nueva estrategia, centrándose en el segmento de rodamientos de alta calidad y en ofrecer únicamente productos de marca propia. Además, se decidió vender **directamente al cliente final.** Este cambio se produjo porque la venta de rodamientos de segundas marcas a distribuidores no tenía visibilidad a medio plazo. Con este cambio, NBI comenzó a competir con menos empresas, en un mercado mayor.

Para ello, en 2006 se creó la sociedad Changzhou Cronos Special Bearing Manufacture (Cronos), con sede en China y un capital social de 7,5 m USD, mediante una joint venture con un socio local. Esta sociedad se centró en la integración vertical del proceso de fabricación de rodamientos. En 2007 se fabricaron las primeras piezas en la fábrica y en 2009 se amplió capacidad trasladando toda la actividad a esta fábrica en 2010. El hito que marcó el futuro de la compañía **en junio de 2010 fue la homologación de los productos de NBI por parte de Bosch Rexroth,** con un consumo de 150 m EUR en rodamientos.

En 2009- 2010 Cronos se expansionó comercialmente por China, hasta que en 2011 el socio local de Cronos aumentó su participación hasta el 70%, mediante una ampliación de capital, diluyéndose la participación de NBI hasta el 30%. **NBI, mantuvo todo el know how de este proceso gracias a la creación y expansión de Cronos y se centró en su Plan de Negocio,** que incluía la estrategia de fabricación propia en España.

Figure 31: Planta de Oquendo



NBI

A finales de 2014 NBI vendió su 30% en Cronos a NBI Bearings S.L que tenía los mismos accionistas que NBI aunque NBI Bearings, S.L. era independiente al grupo empresas de NBI y no formaba parte de su perímetro de consolidación, **manteniéndose la relación comercial como proveedor de NBI.** El precio de venta de este 30% fue de 5,63 m EUR. La razón de esa venta fue evitar que la fluctuación del valor de dicha participación afectara a valoraciones futuras de NBI.

NBI diseña, fabrica y comercializa su marca de rodamientos de alta calidad para aplicaciones complejas. **Proporciona a sus proveedores asistencia técnica** para la fabricación de los productos y vende sus productos a través de su propia red comercial a cinco sectores estratégicos: 1) Elevación 2) Compresores y bombas 3) Oil& Gas 4) reductoras 5) agricultura.

En 2015 NBI inició la construcción de la planta de Oquendo (Alava) y hasta la fecha ha invertido unos 10 m EUR. Cuenta con 2.500 m² de superficie para producción, ampliable.

En septiembre de 2016 NBI adquirió varias empresas para lograr la integración vertical de las tecnologías y procesos necesarios para la fabricación de los componentes de un rodamiento. **Compró Egikor, Industrias Betiko y Talleres Ermua, con una facturación en 2015 de unos 11,32 m EUR y un EBITDA de 1,42 m EUR**, con un margen EBITDA del 12,6%. La compra se hizo a un EV de 4,5 m EUR (3,17x). La adquisición de este grupo de empresas aportó una facturación adicional de rodamientos de 1,1 m EUR.

En marzo de 2018 adquirió el 75% de Aida Ingeniería, con una facturación cercana a 1 m EUR, especializada en calderería fina, construcción de estructuras metálicas complejas, procesos de plegado, soldadura, montaje, servicios de ingeniería.

El año 2020 fue un año de importantes adquisiciones por parte de NBI.

En enero de 2020 se compró el 91,2% de Industrias Metalúrgicas Galindo (Munguía, Bizkaia), posteriormente se alcanzó el 100%. Su actividad es el suministro de utillajes y soluciones dirigidas a los sectores aeronáutico e industrial. En 2018 facturó 2,2 m EUR con un EBITDA de 0,43 m EUR. La transacción incorporaba un desembolso de 1,5 m EUR, una ampliación de capital de 1 m EUR y una deuda neta de 1,8 m EUR. Con esta operación NBI tenía entró en el sector aeronáutico, de alto valor añadido y con grandes barreras de entrada, por las certificaciones exigidas. Asimismo, se reforzaba la unidad de mecanizado, generando ventas cruzadas.

Figure 32: FKL Bearings (NBI India)



NBI

En febrero de 2020 NBI llegó a un acuerdo para la adquisición del 51% del capital social de FKL Bearings, ubicada en India con una fábrica en Ahmedabad. Esta empresa fabrica y comercializa rodamientos SRB (Spherical Roller Bearings) y TRB (Taper Roller Bearings), con un diámetro interior máximo de 120 milímetros, facturando cerca de un millón de EUR, con una línea de producción y 38 empleados. Se desembolsaron 1,5 m EUR y se ha elaborado un plan de negocio con una inversión conjunta de 9 m EUR en 4 años. Se quiere desarrollar una fábrica moderna para vender en India y suministrar a NBI en Europa. Con estas inversiones se instalarán tres líneas productivas más y una planta de tratamiento térmico. **Con esta adquisición se espera aumentar las ventas en India y países del entorno y posibilita la entrada en el mercado estadounidense a precios competitivos. Además, se amplía la gama de rodamientos de fabricación interna y se disminuye la dependencia del suministro de rodamientos de terceros.**

En mayo de 2020 NBI adquirió el 100% de Turnatorie (Rumanía) que fabrica componentes de aluminio (fabricados mediante fundición, inyección y mecanizado) para la automoción en su mayor parte y el resto para la industria general. La facturación de 2019 ascendió a 15 m EUR, con un EBITDA de 3,8 m EUR. El precio ascendió a 15 m EUR, libre de deuda.

Unidades de negocio de NBI

El Grupo NBI está integrado por dos divisiones y cuatro unidades de negocio:

- **División Rodamientos:** integrada por NBI Bearings Europe, cabecera del Grupo (I&D, fabricación y comercialización), NBI Bearings Romania (ingeniería de aplicaciones), NBI Bearings do Brazil (comercialización) y NBI India (fabricación y comercialización).

División Industrial:

- **Transformación metálica:** Egikor (estampación) y Aida Ingeniería (calderería).
- **Mecanizado:** Industrias Betiko (decoletaje), Talleres Ermua (mecanizado de precisión) e Industrias Metalúrgicas Galindo (aeronáutica).
- **Fundición e inyección de aluminio:** Turnatorie Iberica.

División Rodamientos

Esta división es el buque insignia de NBI y cuenta con varias fábricas.

La fábrica de Oquendo es uno de los pilares de crecimiento y ya está funcionando, aunque a un ritmo inferior a lo esperado. La validación técnica de la maquinaria ya finalizó de forma positiva y se han producido prototipos de las series de rodamientos diseñadas. Se quiere industrializar las series de rodamientos pero antes son necesarias las homologaciones de los clientes, que son procesos largos. Los objetivos iniciales de NBI apuntaban a una contribución de la planta de 7,5 m EUR en 2022, año de finalización del Plan 50/22, cifra que nos parece que, debido a los retrasos, no se alcanzará en 2022.

La producción se centrará en productos complementarios a los que ofrece actualmente el principal proveedor de NBI, Cronos: rodamientos cónicos (TRB de gran tamaño) y esféricos (SRB pequeños) de gran calidad. El objetivo es que la calidad de los rodamientos fabricados en esta nueva planta sea similar a la de las grandes empresas del sector. En la primera fase, NBI se centra en el rectificado, y para la fabricación se seguirá utilizando la sobrecapacidad del horno de la planta de Cronos. En una segunda fase, se construirán 2 nuevas líneas de rectificado destinadas a rodamientos esféricos (SRB) y cilíndricos (CRB).

En la fábrica de India se están llevando a cabo importantes inversiones de crecimiento y mejora de los productos y las líneas de producción de la fábrica van a ser complementarias (en tipo de rodamiento y en diámetro) a las ya disponibles en las plantas de Oquendo y de Cronos.

En Brasil, NBI tiene un plan comercial para crecer en clientes de equipo original (OEM) como de mantenimiento (MRO). Se han conseguido varios pedidos de homologación para clientes MRO en Brasil y ya se han retomado (septiembre) las visitas presenciales a todos los clientes. Otra vía de crecimiento podría ser la entrada en el mercado estadounidense mediante el suministro de rodamientos fabricados en India y España.

Estrategia de la División de Rodamientos.

La estrategia tiene como objetivo el crecimiento orgánico, vigilando las oportunidades de M&A, que tendrían que ser muy claras, completando la gama de productos o rango de fabricación, posibilitando el acceso a nuevos mercados geográficos y permitiendo una integración vertical de los procesos de fabricación.

Como en el área industrial, es importante seguir captando y fidelizando talento, con un refuerzo permanente del equipo directivo y comercial.

En el plano comercial, los mercados objetivo son:

- Europa
- India y países limítrofes
- Brasil
- Apertura oficina en EEUU.

La atención comercial se sigue centrando en los OEM (Original Equipment Manufacturer) o fabricantes de equipos originales, y se está entrando en el mercado de mantenimiento en Brasil (MRO). El objetivo son las aplicaciones que requieran lotes de fabricación medios/bajos, con altos requerimientos técnicos, con soporte de la ingeniería de aplicaciones.

Las inversiones de esta división, 10 m EUR en Oquendo en 5 años y 9 m EUR en India (51% JV) en 4 años, las veremos en el apartado del capex. En general, se quiere ampliar la gama de rodamientos de fabricación interna en NBI.

NBI se especializó en el diseño de sus propios productos, comenzando con los rodamientos cilíndricos tipo NNF, para producirlos en la fábrica de Cronos en China, ampliando más tarde la gama de rodamientos. Posteriormente fue desarrollando sus instalaciones de Oquendo con más medios, personal y software de diseño propio.

Destacamos que los rodamientos de NBI, están en la parte alta en cuanto a calidad y cuentan con una vida útil 5-6x la vida calculada con la norma ISO 281.

El proceso de fabricación parte del suministro de barras de acero, cuya composición química es inspeccionada, pasando por la forja, torneado, tratamiento térmico, rectificado (aparición visual, rugosidad superficial, espesor de recubrimiento y uniformidad) y finalizando con el lavado, ensamblado y empaquetado.

Lo normal es que las empresas más pequeñas, con una facturación <30 m EUR, abarquen parte del proceso de fabricación de los productos, y que las mayores compañías estén más integradas verticalmente. **En el caso de Cronos**, que es un proveedor pequeño, tiene un nivel de integración vertical similar al de una de las compañías más grandes.

NBI cuenta con varias alianzas estratégicas con más de 13 proveedores y está desarrollando nuevas alianzas en la India y en China. **La planta de Cronos es el principal proveedor y existen acuerdos de suministro y de comercialización con NBI**, de tal forma que Cronos tiene limitado su mercado a China. Además, los dos cofundadores y accionistas mayoritarios de NBI mantienen un 30% de Cronos.

NBI fabrica una gran variedad de rodamientos que pueden ser:

- Rodamientos de rodillos cilíndricos (CRB, Cylindrical Roller Bearing)
- Rodamientos de rodillos cilíndricos Tipo NNF (CRB - Cylindrical Roller Bearing)
- Rodamientos de rodillos cónicos (TRB - Taper Roller Bearing)
- Rodamientos de rodillos esféricos (SRB – Spherical Roller Bearing)
- Rótulas

Figure 33: NBI, tipología de rodamientos por fábrica.

Tipología de rodamiento por planta productiva

Diámetro Interior (mm)	SRB	TRB	CRB 90% Ventas	SPB
25-120	1	1	4 1	5
120-240	2	2	4 2	5
240-500	5 3	5 3	4 3	5
500-1.000	5	5	4 5	

1	India	SRB Spherical Roller Bearings
2	Oquendo Fase I	TRB Taper Roller Bearings
3	Oquendo Fase II	CRB Cylindrical Roller Bearings
4	Cronos (acuerdo estratégico)	SPB Spherical Plain Bearings
5	Otros	

NBI

División Industrial

NBI fundó esta división para lograr la integración vertical en la fabricación de los componentes de los rodamientos, en tecnologías y procesos. Esta parte de la empresa está integrada por unas 315 personas.

Esta división diseña, fabrica y suministra componentes y conjuntos para la industria, en general, y para los sectores de automoción y aeronáutico, en particular, invirtiendo en la mejor tecnología para fabricar cada componente.

La división industrial tiene tres unidades de negocio, Transformación metálica, Mecanizado y Fundición e inyección de aluminio, cada una de ellas integrada, a su vez, por una o varias filiales.

En la unidad de Transformación metálica, Egikor es una planta de estampación que proporciona a NBI el conocimiento y la capacidad de diseño de las jaulas y de sus procesos de fabricación.

Figure 34: Proceso productivo



Egikor

Figure 35: Producción de componentes



Egikor

Aida Ingeniería, está especializada en el diseño y producción de componentes y subconjuntos de calderería fina para un gran número de industrias.

La unidad de Mecanizado es la que está teniendo una peor evolución y es la de menor valor añadido. **Betiko** es una planta de decoletaje que proporciona el conocimiento en la fabricación de rodillos torneados. Fabrica componentes y conjuntos para el sector automoción, industria electrónica, línea blanca, ascensores y elevación, domótica y calefacción, sistemas de fijación, carrocería, etc. **Industrias Metalúrgicas Galindo** es la última incorporación a la unidad de mecanizado. Se dedica al diseño y fabricación de utillaje y piezas seriadas para el sector aeronáutico.

A finales de 2020 NBI compró la rumana **Turnatorie**, **creando una nueva unidad de negocio**, centrada en el suministro de componentes de aluminio para el sector de automoción, aunque está abriéndose a otras actividades. Con esta fábrica se adquieren los procesos y el conocimiento sobre fundición, inyección y mecanizado de aluminio que pueden tener importancia en la fabricación futura de rodamientos más ligeros.

Estrategia de la División Industrial.

La estrategia de crecimiento combina el crecimiento orgánico y el inorgánico. El objetivo es encontrar compañías

- Que contribuyan con tecnologías diferentes, que permitan el acceso a nuevos mercados y que posibiliten las ventas cruzadas. Con la compra de Turnatorie se ha entrado en el sector automoción y en los próximos años se quiere potenciar las ventas cruzadas de las otras unidades industriales como Transformación metálica y Mecanizado al sector automoción.
- Que se encuentren localizadas en países low cost.

Dentro de la estrategia de esta división, también es importante seguir captando y fidelizando talento, con un refuerzo permanente del equipo directivo, personal técnico y comercial.

En el plano comercial, con un 90% de los ingresos generados fuera de España, se quiere desarrollar el **mercado europeo y el brasileño**. En Europa, el objetivo era que las ventas representaran el 25% del total, lo que ya se ha conseguido con la compra de Turnatorie. Se quiere conseguir **una utilización mínima del 75% de la capacidad productiva** de cada planta, desarrollando soluciones para sectores o aplicaciones diferentes.

Las inversiones de esta división, unos 5 m EUR en 4 años, las veremos en el apartado del capex, y se están centrando en la ampliación de Turnatorie.

Se quiere combinar la fabricación local con la fabricación low cost, siguiendo el modelo de Rodamientos, y potenciar la actividad de NBI en Rumanía.

Estimaciones de NBI

Antes de profundizar en las estimaciones de NBI introducimos un pequeño resumen de los resultados del 2021

Evolución de 2021

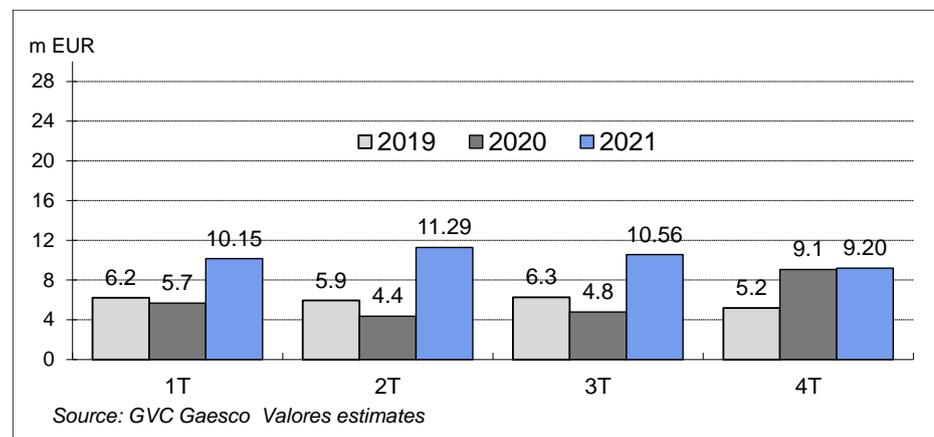
Las ventas de los 9M21 acumulan un crecimiento del 116% con respecto a los 9M20, en parte motivado porque Turnatorie solamente aportó en el 4T20, en comparación con los nueve meses de aportación en 2021. Sin este efecto, las ventas crecerían un 29,2%. Se mantiene la recuperación de la demanda aunque el sector de automoción sigue impactado, con menores volúmenes por la crisis de los semiconductores. La planta de Galindo (aeronáutica) sigue recuperando lentamente los ingresos.

La unidad de rodamientos ha incrementado un 39,6% sus ingresos vs. los 9M20 incluso con una aportación todavía poco relevante de la planta de Oquendo, cuya producción está ralentizada. Esto se debe a la parada de la actividad y a los menores recursos disponibles de los clientes (ajustes de plantilla, teletrabajo, restricciones para viajar...) para avanzar en los procesos de homologación de los productos NBI. Asimismo, la caída de las ventas dio lugar al incumplimiento de contratos de suministro con sus actuales proveedores, por lo que no tenían ninguna urgencia en buscar proveedores alternativos.

Asimismo, aunque la cadena de suministro de componentes para la planta de Oquendo estaba avanzada, durante el último año su desarrollo se ha visto ralentizado notablemente por la **imposibilidad de viajar a China e India**. Según NBI, en los últimos 2 meses ya se han vuelto a reactivar las visitas presenciales en Europa e India (no así en China) y **se han recuperado los procesos de homologación** iniciados antes de la pandemia.

La planta cuenta ya con varios procesos de homologación con una elevada probabilidad de finalizar con éxito. Esta fábrica puede salir reforzada por los problemas de suministro que los clientes objetivo de NBI están teniendo desde Asia.

Figure 36: Quarterly performance of sales



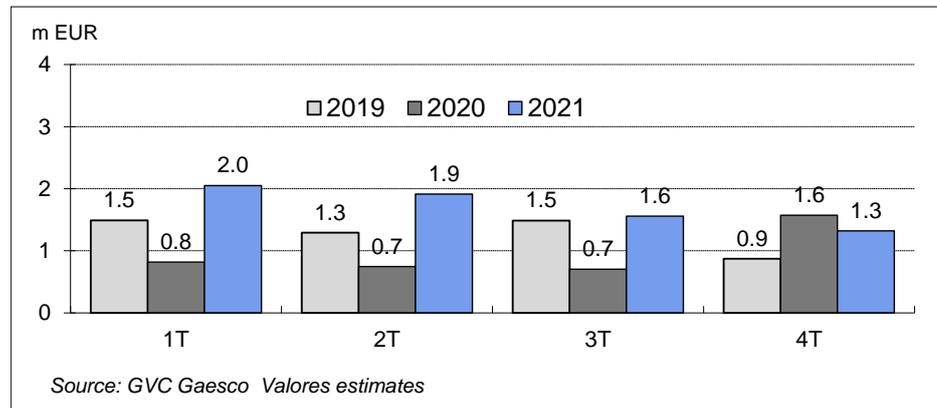
El EBITDA ajustado mejora un +143% y acumula un margen EBITDA del 17,3% vs. el 15,3% de los 9M20. Este margen es algo inferior al que tenía la compañía en los 9M19, 23,2%, debido al efecto de la integración de las últimas compañías y a la inflación de costes (subida del gas en Rumanía del +40%, costes del transporte, materias primas) que se irá transmitiendo a los clientes de forma progresiva.

Todas las unidades de negocio contribuyen con EBITDA positivo en los 9M21. **Rodamientos aporta el 42% del EBITDA y Turnatorie el 36%**, a pesar del incremento de costes medios del 17%. Galindo, centrada en aeronáutica, ha pasado a EBITDA positivo, dando la vuelta a la complicada situación de 2020. Talleres Ermua sigue con EBITDA negativo.

La compañía está tomando medidas para recuperar los márgenes objetivo durante 2022. **NBI mantiene un objetivo de ingresos de 8,5 m EUR en el 4T21 y de 1,3 m EUR en el EBITDA.**

La compañía indicaba en el 3T21 que los precios de las materias primas, costes salariales, transportes y energía se seguían incrementando desproporcionadamente y que era muy difícil repercutir a los clientes dichos incrementos en su totalidad y de manera inmediata.

Figure 37: Quarterly performance of EBITDA



En los 9M21 NBI acumula unas inversiones de 3,9 m EUR destinadas, en parte, a la ampliación de Turnatorie en un 50%. Según indica NBI, estas inversiones no sólo están destinadas al Plan 50/22 sino que **preparan a la compañía para otro salto de escala.**

La deuda neta del 3T21 finalizó en 21,4 m EUR (sin descontar la autocartera), nivel similar al de cierre de 2020, 21,2 m EUR. La cifra de deuda neta de NBI, descontando la autocartera, se situó en 20,03 m EUR. Nuestras estimaciones sitúan la deuda neta de 2021 en 21,9 m EUR, 3,47x DN/EBITDA.

Evolución histórica de las ventas de NBI por mercados.

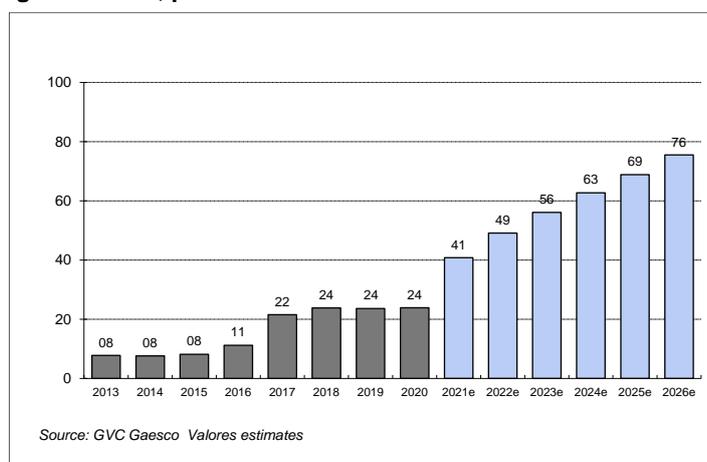
La compañía no ofrece un desglose detallado del destino de las ventas. En 2020 un 55,1% de las ventas fueron nacionales y un 44,9% se destinaron a mercados exteriores. En 2019 un 61,3% de las ventas tuvieron un carácter local, mientras que el 38,65% fueron exportaciones.

Estimaciones de Ventas

Las ventas de rodamientos, como en gran parte del sector industrial, dependen de la evolución del PIB. Somos moderadamente optimistas con el crecimiento económico y pensamos que compañías como NBI, que ha aguantado muy bien la crisis, incluso comprando nuevas compañías, van a seguir ganando clientes en la multitud de industrias que utilizan estos componentes.

Estimamos importantes crecimientos de la cifra de ventas, por la expansión de los principales negocios, rodamientos y la fabricación de piezas de aluminio.

Figure 38: NBI, performance of sales



En rodamientos, la planta de Oquendo está cerca de alcanzar varias homologaciones que van a permitir un notable aumento de la utilización de la capacidad. Asimismo, esperamos un progresivo aumento en la comercialización de los **rodamientos suministrados por la china Cronos y un gradual aumento de las ventas de India**, gracias a las inversiones realizadas en la fábrica, mejorando los diseños y los productos. Por otro lado, se está potenciando el crecimiento en Brasil, donde NBI cuenta con una infraestructura creciente. Estimamos que rodamientos aumente su peso en el mix desde el 37% de 2020 hasta el 43% de 2027, después de caer al 29% su contribución en 2021, por la consolidación de Turnatorie, que aportaba un 38% de las ventas.

Figure 39: Estimates by business

	2020	% tot	2021e	% tot	% var	2022e	% tot	% var	2023e	% tot	% var	2024e	% tot	% var	2025e	% tot	% var
ACCUMULATED SALES	24,9	100%	40,8	100%	64%	49,2	100%	20%	56,1	100%	14%	62,7	100%	12%	68,9	100%	10%
Rodamientos	9,2	37%	12,0	29%	30%	16,0	33%	33%	19,4	35%	21%	22,8	36%	18%	26,3	38%	15%
Transformación metálica	8,3	33%	8,8	22%	6%	9,7	20%	9%	10,4	18%	8%	10,9	17%	5%	11,5	17%	5%
Mecanizado	3,5	14%	4,5	11%	29%	4,7	10%	4%	4,9	9%	4%	5,0	8%	2%	5,1	7%	2%
Fundición e inyección aluminio	3,9	16%	15,5	38%	n.s.	18,8	38%	22%	21,5	38%	14%	24,0	38%	12%	26,0	38%	8%

Source: GVC Gaesco Valores estimates

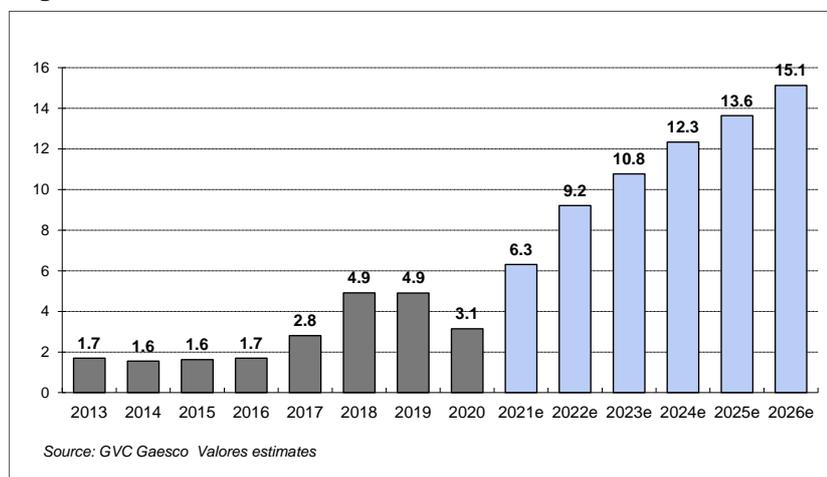
También esperamos que Turnatorie (piezas de aluminio) aporte notables crecimientos de las ventas. La filial, especializada en el proceso completo del aluminio, está ampliando la capacidad en un 50% y es muy competitiva. **Aunque está centrada en el sector de automoción**, impactado por la escasez de semiconductores, **está entrando en otros mercados y su evolución ha sido muy positiva en los últimos años.** En 2019 el margen fue del 25,3% cercano al de rodamientos (26,4%). **IHS en sus cifras de diciembre de 2021 espera un crecimiento de la producción de vehículos del +1,2% en 2021 y crecimientos del 9% y 10,1% en 2022 y en 2023, respectivamente.** Estimamos un crecimiento de Turnatorie del 21,6% en 2022 y del 14,4% en 2023.

En Transformación metálica, esperamos que en 2022 se alcancen niveles de facturación pre-Covid, con un crecimiento del 9,4%, impulsado por el negocio de estampación de Egikor, con crecimientos moderados a medio plazo. **En Mecanizado**, esperamos un crecimiento de las ventas del 4% en 2022 gracias a la recuperación del negocio aeronáutico en la filial Galindo. Sin embargo, Talleres Ermua no mejora y sigue aportando EBITDA negativo. Es el negocio en el que proyectamos menores crecimientos futuros.

Estimaciones de EBITDA

Como llevamos viendo en 2021, la inflación de costes (subida del gas en Rumanía del +40%, costes del transporte, materias primas) está impactando en las cuentas de resultados de las empresas en general y de NBI en particular.

Figure 40: Performance of EBITDA



A pesar de ello, esperamos una progresiva recuperación de márgenes en NBI gracias a que los productos de la compañía son de alto valor añadido, lo que podría facilitar el traspaso de costes a los clientes en estos productos. Además, gracias a la mayor utilización de las fábricas (principalmente Oquendo, NBI India y Turnatorie) se irán diluyendo los costes fijos, y la compañía continuará con las medidas de mejora de eficiencia.

NBI vende en euros y gran parte de sus compras son internacionales y se realizan en USD. NBI sigue la política de asegurar el tipo de cambio USD/EUR cuando se emite el pedido de compra, momento en el que se inicia el riesgo cambiario. El aumento o descenso del porcentaje de cobertura en cada momento se toma en función de la evolución prevista del tipo de cambio, la cartera de pedidos de venta y la estimación de compras. Se contratan seguros de cambio con la finalidad de reducir las incertidumbres que no son inherentes al negocio.

Estimamos que el **EBITDA del negocio de rodamientos** va a crecer de forma notable por el incremento de ventas, **pasando de aportar el 42% del EBITDA del grupo en 2020 al 47% en 2025 y al 52% en 2027.**

Figure 41: Estimates of EBITDA by divisions

	2020	% tot	2021e	% tot	% var	2022e	% tot	% var	2023e	% tot	% var	2024e	% tot	% var	2025e	% tot	% var
ACCUMULATED EBITDA	3,8	100%	6,8	100%	78%	9,2	100%	35%	10,8	100%	17%	12,3	100%	14%	13,6	100%	11%
Rodamientos	1,6	42%	2,8	41%	73%	3,8	42%	37%	4,7	43%	21%	5,6	45%	20%	6,4	47%	15%
Transformación metálica	1,5	40%	1,3	19%	-15%	1,5	17%	18%	1,7	15%	8%	1,8	14%	5%	1,8	13%	5%
Mecanizado	0,0	-1%	0,2	3%	n.s.	0,3	3%	14%	0,3	2%	4%	0,3	2%	2%	0,3	2%	2%
Fundición e inyección aluminio	0,7	19%	2,5	37%	n.s.	3,6	39%	43%	4,2	39%	17%	4,7	38%	12%	5,1	37%	8%
EBITDA margin	15,4%		16,8%			18,7%			19,2%			19,6%			19,8%		
Rodamientos margin	17,5%		23,3%			24,0%			24,0%			24,5%			24,5%		
Transf.metálica margin	18,5%		14,9%			16,0%			16,0%			16,0%			16,0%		
Mecanizado margin	-1,1%		5,0%			5,5%			5,5%			5,5%			5,5%		
Fundición aluminio margin	18,6%		16,2%			19,0%			19,5%			19,5%			19,5%		

Source: GVC Gaesco Valores estimates

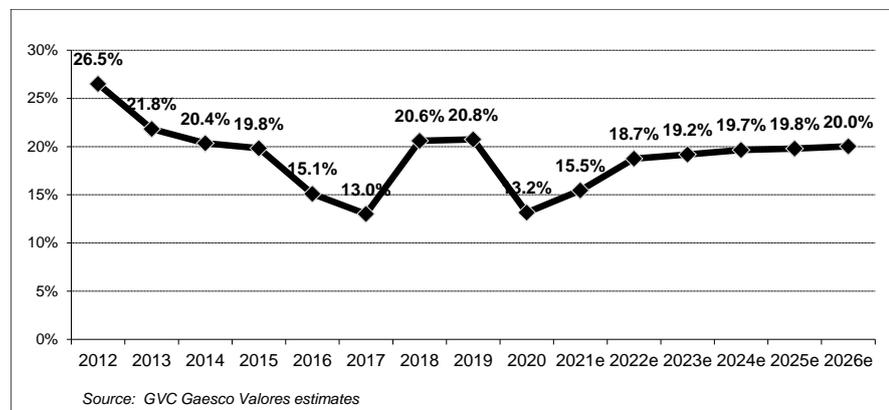
Estimamos que el **negocio de Transformación metálica** irá diluyendo su peso en el **EBITDA desde el 19% de 2021 al 13% de 2025** por el mayor crecimiento de los dos negocios principales. Nuestras proyecciones para el área de **Mecanizado** son de una contribución pequeña, el 3% en 2021, reduciéndose al 2% en 2025. Otro negocio que va a seguir

aportando al EBITDA del Grupo de forma notable es **Turnatorie**, con una contribución estimada del 37% en 2021.

Estimamos que el margen del negocio de rodamientos va a ir mejorando a medida que las fábricas tengan más actividad. **NBI ha obtenido históricamente buenos márgenes en rodamientos, superiores al 20%**. Estimamos que la rentabilidad de este negocio principal pueda llegar al 24,5% en 2025. En el caso de Turnatorie, calculamos que el margen EBITDA podría recuperarse en 2022 hasta el 19% y mantenerse en estos niveles, algo por encima de los márgenes esperados en Transformación Metálica, que podrían mantenerse en torno al 16%. En Mecanizado, por ahora, no esperamos que se supere el 5,5% de margen.

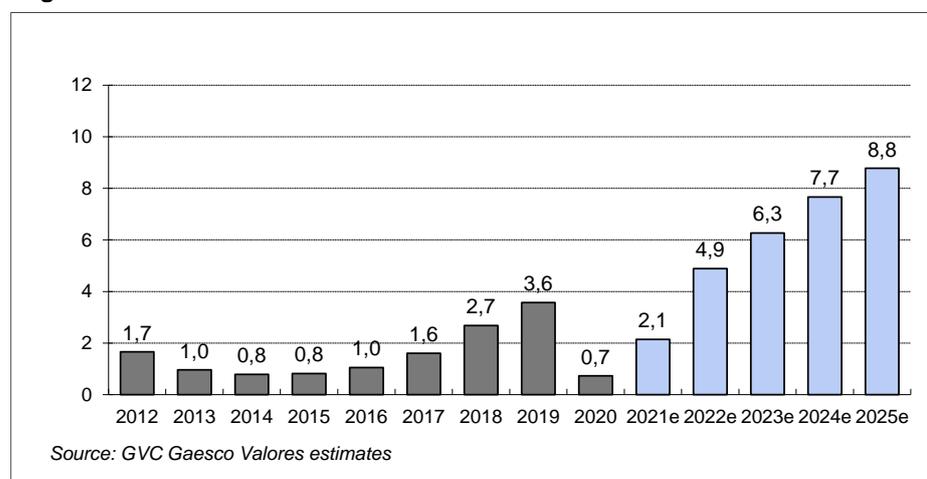
En 2016 NBI adquirió varias compañías de márgenes más bajos y ha sido capaz de recuperar la rentabilidad, con márgenes del Grupo algo por encima del 20% ya en 2018-19.

Figure 42: Performance of EBITDA margin



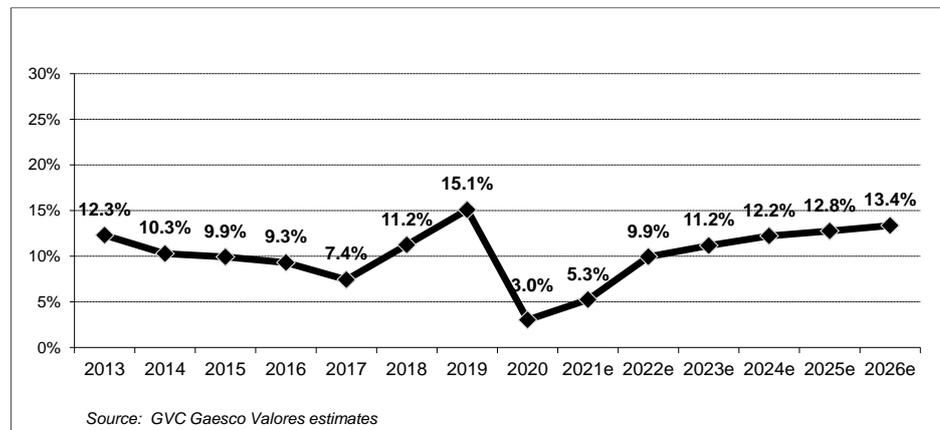
La materia prima que más importancia tiene es el acero de aleaciones especiales. Después de un año 2021 con una espectacular subida de las materias primas, los precios del acero han bajado desde agosto a diciembre en torno a un -20%-25% (dependiendo de las referencias), aunque todavía se mantienen mucho más altos que en otros ciclos. Asimismo, los precios del gas, después de marcar máximos en diciembre, han corregido de forma notable a finales de mes, lo que puede ayudar a la recuperación de los márgenes en 2022.

Figure 43: NBI: Performance of EBIT



Las importantes adquisiciones realizadas en los últimos años han generado un fondo de comercio de 10,6 m EUR, cuya amortización penaliza la cifra de EBIT reportado.

Figure 44: Performance of EBIT margin



Nuestras estimaciones de los próximos años las resumimos en el siguiente cuadro:

Figure 45: NBI estimates

m EUR	2017	% sles	%y/y	2018	% sles	%y/y	2019	% sles	%y/y	2020	% sles	%y/y	2021 e	% sles	%y/y	2022 e	% sles	%y/y	2023 e	% sles	%y/y
Sales	21,6	100%	92%	23,9	100%	11%	23,6	100%	-1%	23,9	100%	1%	40,8	100%	71%	49,2	100%	20%	56,1	100%	14%
EBITDA	2,8	13,0%	65%	4,9	20,6%	75%	4,9	20,8%	0%	3,1	13,2%	-36%	6,3	15,5%	101%	9,2	18,7%	46%	10,8	19,2%	17%
EBITDA ajustad	3,0	13,8%	0%	4,8	20,3%	0%	5,1	21,8%	6%	3,8	16,1%	-25%	6,8	16,8%	78%	9,2	18,7%	35%	10,8	19,2%	17%
Depreciation	-1,2	-6%	84%	-2,2	-9%	86%	-1,3	-6%	-40%	-2,4	-10%	81%	-4,2	-10%	72%	-4,3	-9%	4%	-4,5	-8%	4%
EBIT	1,6	7,4%	53%	2,7	11,2%	67%	3,6	15,1%	33%	0,7	3,0%	-80%	2,1	5,3%	195%	14,1	28,7%	558%	17,0	30,3%	21%
Financial results	-0,3	-1%		-0,3	-1%	12%	-0,3	-1%	n.a.	-0,4	-2%	n.a.	-0,7	-2%	n.a.	-0,5	-1%	-18%	-0,5	-1%	-7%
EBT	1,3	6%	51%	2,4	10%	n.a.	3,2	14%	35%	0,3	1%	-90%	1,5	4%	353%	13,6	28%	809%	16,5	29%	22%
Income tax	-0,2	-1%		-0,5	-2%	n.a.	-0,4	-2%	n.a.	-0,1	0%	n.a.	-0,6	-1%	n.a.	-1,2	-2%	n.a.	-1,5	-3%	26%
minority interests	0,0	0%	0%	0,0	0%	n.a.	0,0	0%	0%	0,2	1%	0%	0,2	0%	0%	-0,1	0%	0%	-0,1	0%	0%
Net profit	1,2	5%	61%	1,9	8%	n.a.	2,8	12%	51%	0,5	2%	-84%	1,0	3%	132%	12,3	25%		14,9	27%	21%

Source: GVC Gaesco Valores estimates

Después de alcanzar un margen EBITDA ajustado del 21,8% en 2019, el impacto del Covid hizo que el margen EBITDA ajustado cayera al 16,1% y esperamos que en 2021 se acerque al 17%, avanzando hacia niveles del 20%, que esperamos que se alcancen en torno a 2025.

Análisis del cash flow

La trayectoria de NBI ha sido de crecimiento, tanto orgánico como inorgánico, con un elevado volumen de inversiones que ha permitido pasar de unas ventas de 8,2 m EUR en 2015, a unas ventas estimadas de 49,2 m EUR en 2022. El EBITDA en ese período ha pasado de 1,6 m EUR a un EBITDA estimado de 9,2 m EUR.

Figure 46: Performance of cash flow

CASH FLOW (EURm)	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Cash Flow from Operations before change in NWC	4.1	4.2	2.6	4.5	7.0	8.2	9.5
Change in Net Working Capital	1.0	-3.0	-1.9	-0.8	-1.3	-1.2	-1.2
Cash Flow from Operations	5.1	1.2	0.7	3.6	5.7	7.0	8.4
Capex	-1.9	-1.1	-1.5	-4.6	-3.5	-3.5	-3.5
Net Financial Investments	-1.7	-0.7	-10.3	0.0	-3.0	-3.0	-3.0
Free Cash Flow	1.5	-0.6	-11.0	-1.0	-0.8	0.5	1.9
Dividends	-0.4	-0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other (incl. Capital Increase & share buy backs)	-0.7	2.0	0.0	0.3	0.0	0.0	0.0
Change in Net Debt	0.4	0.8	-11.1	-0.7	-0.8	0.5	1.9

Source: GVC Gaesco Valores estimates

GVC Gaesco Valores estimates

Destacamos que en la **compra de Turnatorie**, firmada el 27 de octubre de 2020, se pagaron en el momento de la firma 6 m EUR, quedando pendientes de pago otros 9 m EUR, que no se incluyen en la deuda neta de cierre de 2020 (21,2 m EUR). Esta cantidad pendiente de pago se engloba en la partida “proveedores de inmovilizado”, al no ser una deuda financiera que lleve asociada un coste financiero.

Incluimos en el cash flow las salidas de caja de los 3 pagos futuros pendientes: 3 m EUR en abril de 2022, 3 m EUR en abril de 2023 y 3 m EUR en abril de 2024.

Como garantía del segundo pago, NBI entregó un aval de 3 m EUR a 30 meses y adicionalmente, como garantía del último pago se pignoraron acciones de NBI, propiedad del principal accionista, por importe de 3 m EUR. Para financiar esta adquisición, NBI cuenta con un préstamo liderado por Cofides, de 9 m EUR, que se irá disponiendo en función del calendario de pagos. El vencimiento final es de 8 años (2 de carencia), con un tipo de interés variable Euribor + 280 p.b.

Pensamos que en el sector podríamos ver operaciones de concentración porque está muy fragmentado, con compañías de mediano/pequeño tamaño. **NBI podría tener interés para otros grupos por sus márgenes, tecnología y posicionamiento en China.**

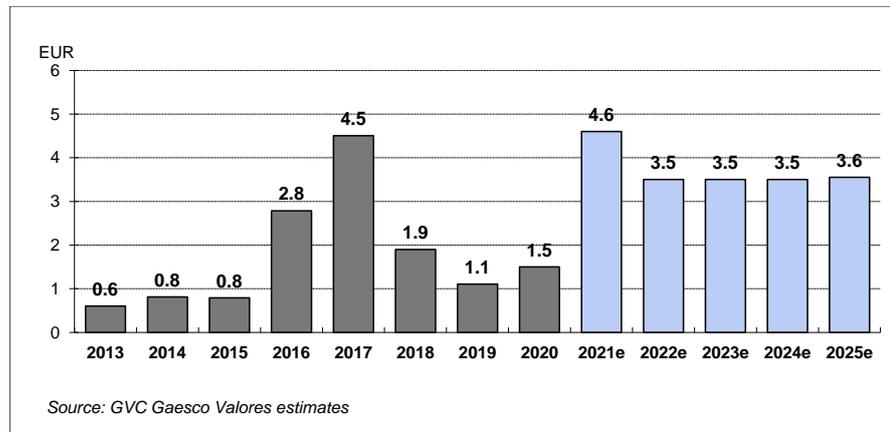
El capex, que en los 9M21 era de unos 3,9 m EUR, estimamos que finalizará el año en unos 4,6 m EUR. Buena parte de las inversiones de 2021 se han destinado al aumento de la capacidad de Turnatorie, la planta rumana de componentes de aluminio, que a finales de 2021 tendrá la capacidad para poder fabricar un 50% más. En Turnatorie se ha invertido en máquinas de estampación y se han incorporado este año 50 personas. Concretamente se han puesto en marcha 2 inyectores de 560 ton y se están instalando 5 nuevas prensas desde 450 ton hasta 900 ton, trasladando el área de mecanizado a una nueva nave adquirida. También se ha invertido en maquinaria para la planta de rodamientos en India.

El plan de inversiones que se había ralentizado por las incertidumbres se ha recuperado. **En las fábricas de Oquendo (Alava) e India** se mantiene el objetivo de instalar 8 líneas productivas y 1 planta de tratamiento térmico en cada planta: La inversión en Oquendo será de unos 10 m EUR en un plazo de 5 años, mientras que la inversión conjunta (NBI un 51%) en India va a ser de 9 m EUR en un plazo de 4 años. Los objetivos de estas importantes inversiones son:

- ampliar la gama de productos y la capacidad de fabricación en Oquendo e India,
- Integrar los procesos de forja y laminación, tratamiento térmico y tratamiento superficial.
- Mayor integración vertical con fabricación in-house de rodillos y jaulas de chapa, poliamida o latón.

Las inversiones previstas para Turnatorie, en 4 años (ya iniciadas en 2021) son de 5 m EUR. Se quiere ampliar el rango de fabricación, ampliar capacidad productiva de Turnatorie pasando de 13 celdas de inyección a 21 celdas (ya en 2021). Además, como hemos mencionado anteriormente, se está potenciando también la planta de mecanizado que cuenta ya con una nueva nave.

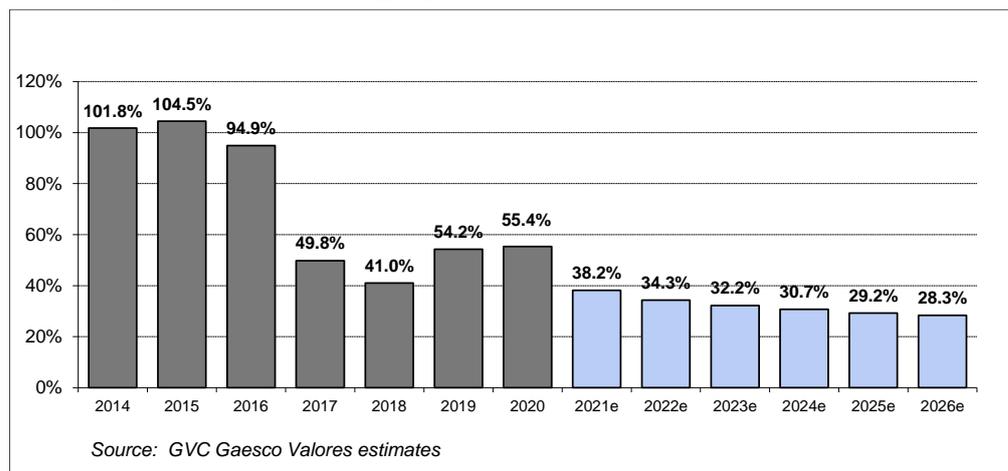
Figure 47: Performance of capex



Como vemos, queda por delante un importante crecimiento orgánico. Además, NBI se mantiene alerta por si aparecen nuevas oportunidades de crecimiento inorgánico, que aporten valor al Grupo, con un precio razonable, principalmente para la unidad de transformación metálica.

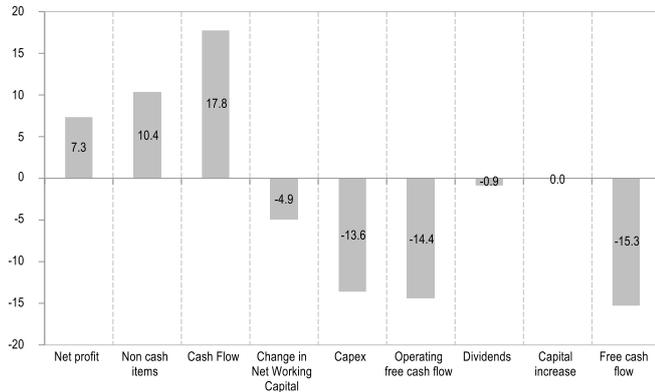
La evolución del circulante/ventas la representamos en el gráfico inferior.

Figure 48: NBI, performance of Working capital/sales

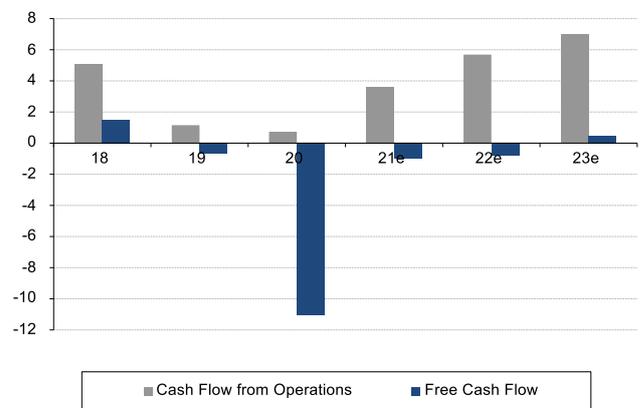


Estimamos que el circulante /Ventas de NBI se estabilizará en torno al 28% de las ventas en el año 2026, bajando desde niveles del 35% en 2022. Es un nivel algo alto, en nuestra opinión, pero se debe, en parte, al volumen de existencias que mantiene la compañía dentro de su política comercial, que permite vender rodamientos antiguos con muy buenos márgenes. En el caso del líder global SKF, el circulante neto/ventas se ha movido desde el 31% de 2017 al 28% de 2019 y al 26,1% de 2020, hasta el 30,5% del 3T21.

Breakdown of aggregate 5 yrs Free Cash Flow



Cash Flow Development



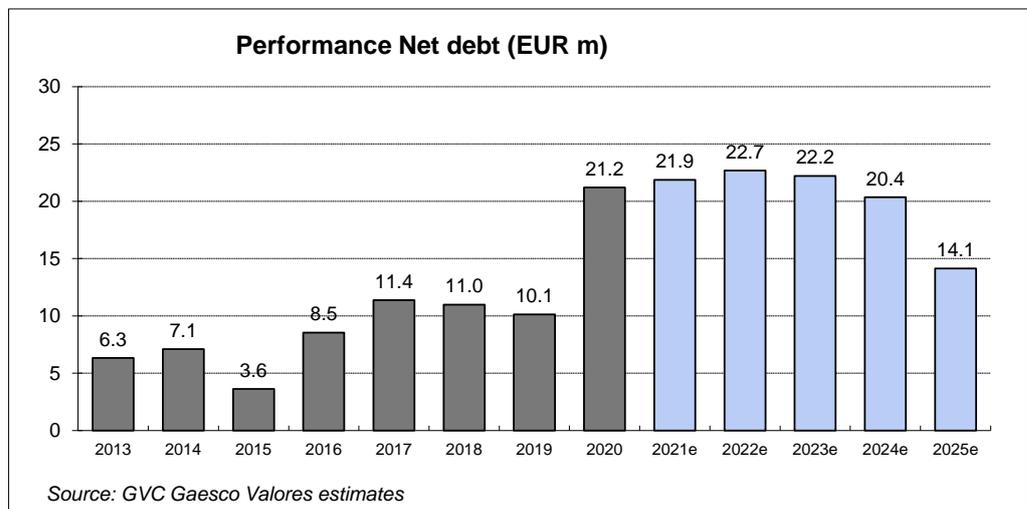
Source: GVC Gaesco Valores estimates

Evolución de la deuda neta

La evolución de la deuda neta de NBI está relacionada con la evolución de su relevante crecimiento orgánico e inorgánico.

Después de las importantes adquisiciones de 2020, estimamos que la deuda neta finalice el año 2021 en 21,9 m EUR, 3,47x DN/EBITDA. Si consideramos la autocartera y el EBITDA ajustado, la deuda neta podría finalizar el año en 3x DN/EBITDA ajustado.

Figure 49: Performance of net debt (m EUR)

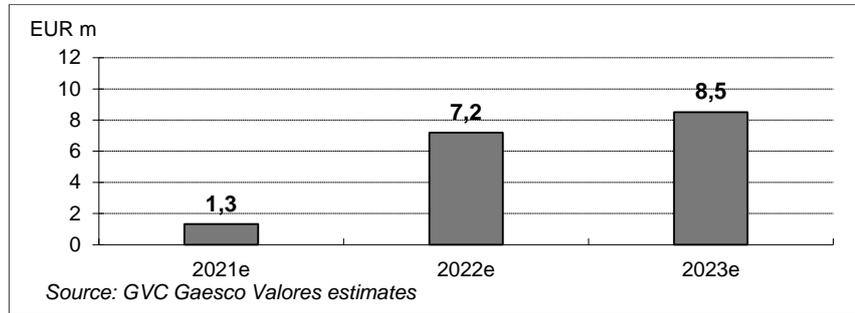


El coste medio de la deuda se sitúa en euribor +1,53% y un 87% de la deuda está contratada a tipo de interés fijo.

Al cierre del 3T21 el nivel de tesorería se mantenía en 21,66 m EUR, suficiente para afrontar los vencimientos de deuda hasta final de 2023 (17 m EUR). Asimismo, NBI mantiene cuentas de crédito sin disponer por importe de 1,8 m EUR.

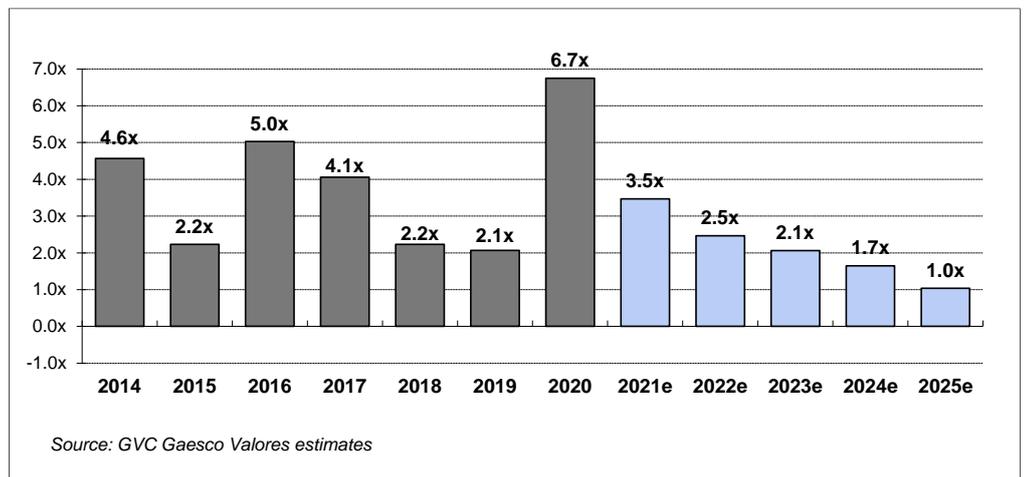
NBI cuenta con una autocartera que al cierre del 3T21 era de 545.068 acciones, a un precio medio de 2,53 EUR/acción, con importantes plusvalías latentes.

Figure 50: Debt maturities at the end of 3Q21



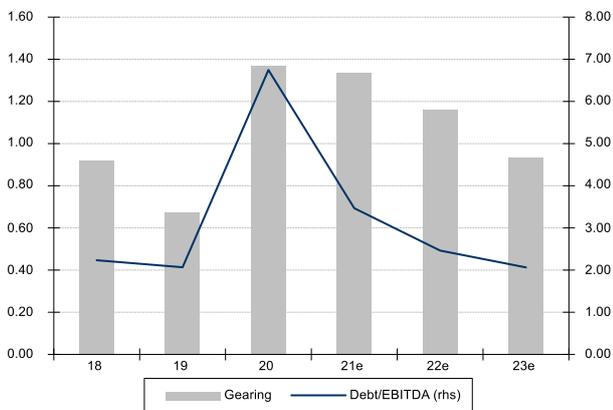
En términos de DN/EBITDA, la evolución desde 2014 ha sido la siguiente:

Figure 51: Performance of Net Debt/EBITDA

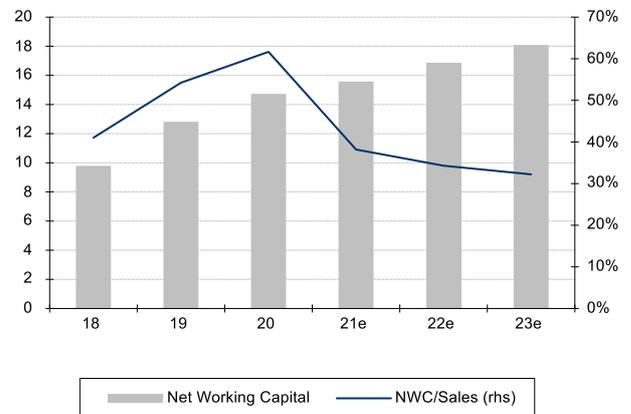


Históricamente NBI ha pagado algún dividendo pero, en la actualidad, la compañía está centrada en el crecimiento, por lo que el dividendo, por ahora, no es una prioridad.

Gearing , Debt/EBITDA



NWC, NWC/Sales



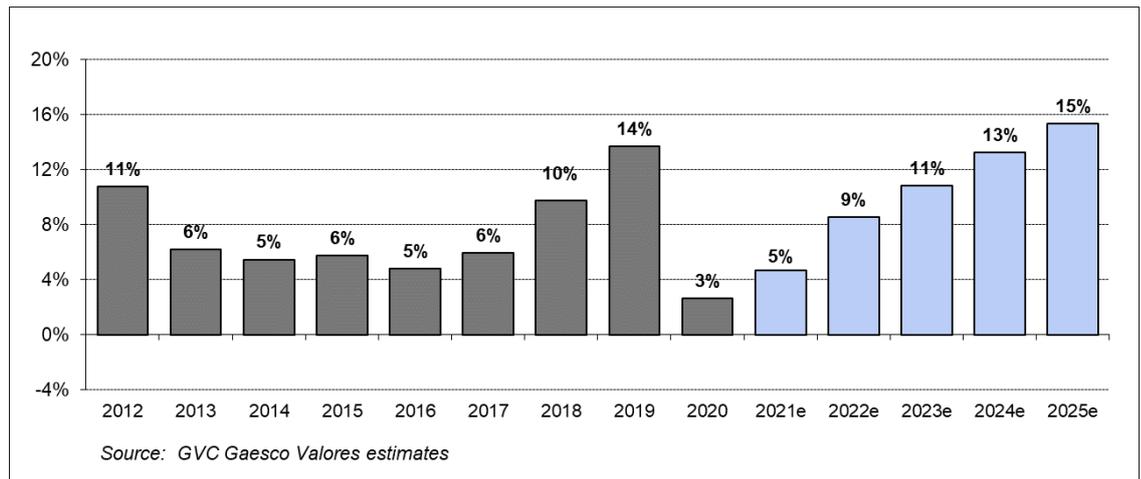
Source: Company data



Evolución del ROCE

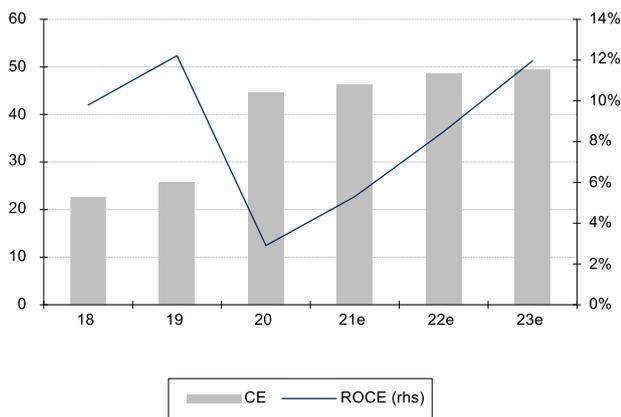
NBI, como hemos visto, mantiene elevadas existencias por motivos comerciales. Los elevados volúmenes de circulante penalizan la rentabilidad. Destacamos el salto en rentabilidad que se produjo en 2020, por un lado, al bajar el EBIT, en un año de resultados complicado, y, por otro lado, al aumentar las adquisiciones y el fondo de comercio. Estimamos que la rentabilidad se va a recuperar de forma progresiva a medida que aumente la utilización de las fábricas.

Figure 52: NBI, performance of ROCE

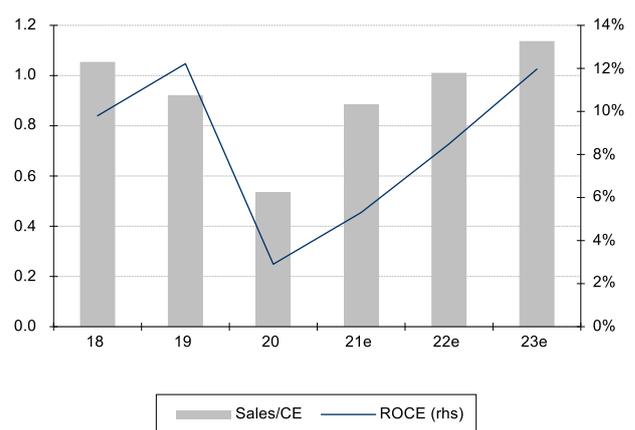


ROCE according to ESN. $ROCE (adj.) = NOPLAT / (CE - Net Financial Assets) = [EBIT (adj.) * (1 - Normative Tax Rate)] / (Capital Employed - Net Financial Assets)$.
 $CE = Net Fixed Tangible Assets + Net Fixed Intangible Assets (excluding Goodwill) + Goodwill + Right-of-Use assets (Lease Assets) + Net Financial Assets + Net Working Capital$.

ROCE & CE



Sales/CE, ROCE



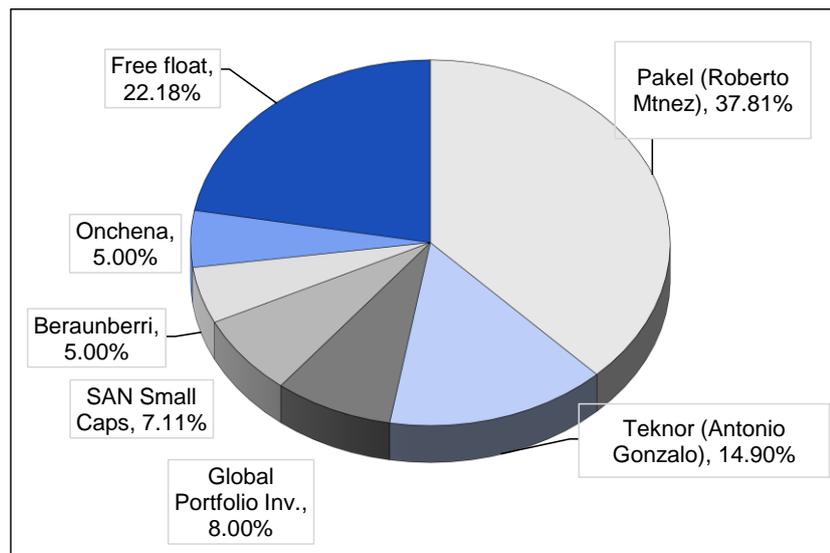
Source: Company data

Accionariado de NBI

Con fecha 24 enero se han incorporado dos nuevos accionistas al grupo de accionistas con una participación igual o superior al 5%. Se trata de Beraunberri (familia Galíndez), con un 5%, y Onchena (familia Ybarra Careaga), con otro 5%. Esta última transacción del 8,544% del capital se ha realizado mediante la venta de parte de la autocartera de NBI y la reducción del peso accionarial de los dos principales accionistas.

El accionariado de NBI se distribuye de la siguiente manera:

Figure 53: Shareholders



Source: NBI, CNMV, GVC Gaesco Valores Estimates.

Calendario de publicación de la información financiera

El calendario de publicación de la información financiera de NBI es el siguiente.

Información	Fecha límite publicación
Cuentas anuales 2021 e Informe de Auditoría 2021	31 marzo 2022
Avance resultados 1T22	29 abril 2022
Estados Financieros intermedios 2022 y Revisión limitada semestral	30 septiembre 2022
Avance Resultados 3T 2022	31 octubre 2022
Avance Resultados 4T 2022	28 febrero 2023
Cuentas Anuales 2022 e Informe Auditoría 2022	31 marzo 2023

Source: NBI

Guías de NBI

NBI tiene un objetivo a largo plazo de alcanzar una **facturación de 100 m EUR y un EBITDA de 20 m EUR**. Antes de esa meta, NBI se ha fijado un objetivo intermedio, marcado por su Plan 50/22.

NBI mantiene su **Plan 50/22** (lanzado en mayo de 2018) que tiene el objetivo de alcanzar unos ingresos de **50,98 m EUR en 2022 y un EBITDA de 10,61 m EUR, con un margen EBITDA del 20,8%**. ¿Cómo se llegaría a este objetivo de ventas?, según NBI:

- Con el perímetro de 2019, formado por las empresas NBI Bearings Europe, Egikor, Betiko, Talleres Ermua y Aida, se recuperaría en 2022 todo el importe perdido durante el Covid-19, pasando de una facturación de 24,5 m EUR en 2019 a 25 m EUR en 2022.
- Otros 5-10 m EUR serán aportados por varias unidades de negocio nuevas, que no aportaron en 2019, integradas por la planta de Oquendo, NBI do Brazil, NBI India y Galindo.
- La compañía rumana Turnatorie, adquirida en 2020, contribuirá con unos 15-20 m EUR.

Nuestras estimaciones son de unas ventas de 49,2 m EUR, con un EBITDA de 9,2 m EUR, lo que supone un margen EBITDA del 18,75%, superior al margen EBITDA ajustado estimado para 2021 del 16,76%. Estas estimaciones suponen que NBI alcanza, prácticamente las ventas del Plan aunque en EBITDA estamos un poco más conservadores por toda la inflación de costes existente y las dificultades de traspasar estos costes a los clientes.

Otro objetivo de NBI es situar la deuda neta de 2022 por debajo de 2,5x. Nuestra estimación (sin descontar la autocartera) es de 2,46x, cumpliendo este objetivo, aunque también dependerá del nivel de capex empleado en 2022.

NBI tiene también el objetivo de alcanzar un 65% en el flujo operativo. Nuestra estimación es del 56%, razonablemente en línea con lo esperado por NBI.

El objetivo de ROCE de la compañía es alcanzar el 16% en 2022. La fórmula de ROCE que se utiliza como base es ROCE: $(\text{EBIT} - \text{Activación I+D} - \text{Subvenciones} + \text{Amortización I+D} + \text{Amortización fondo de comercio consolidación}) / (\text{Fondos propios} + \text{Pasivo L/P (con coste)} - \text{Excedente de tesorería})$. Si aplicamos esta fórmula a nuestras estimaciones, calculamos que NBI obtendría un ROCE del 16,5%, cumpliendo también su objetivo.

El flujo de caja libre recurrente esperado por NBI para 2022 es del 10%. **Nuestra estimación, 9,7%, está prácticamente en línea**.

El Plan 50/22 no contempla el reparto de dividendos durante su vigencia.



NBI Bearings Europe: Summary tables

PROFIT & LOSS (EURm)	12/2018	12/2019	12/2020	12/2021e	12/2022e	12/2023e
Sales	23.9	23.6	23.9	40.8	49.2	56.1
Cost of Sales & Operating Costs	-19.8	-19.6	-21.8	-35.1	-40.4	-45.9
Non Recurrent Expenses/Income	0.0	-0.2	-0.7	-0.5	0.0	0.0
EBITDA	4.9	4.9	3.1	6.3	9.2	10.8
EBITDA (adj.)*	4.9	5.1	3.8	6.8	9.2	10.8
Depreciation	-2.2	-1.3	-2.4	-4.2	-4.3	-4.5
EBITA	2.7	3.6	0.7	2.1	4.9	6.3
EBITA (adj)*	2.7	3.8	1.4	2.7	4.9	6.3
Amortisations and Write Downs	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBIT	2.7	3.6	0.7	2.1	4.9	6.3
EBIT (adj.)*	2.7	3.8	1.4	2.7	4.9	6.3
Net Financial Interest	-0.3	-0.3	-0.3	-0.7	-0.6	-0.6
Other Financials	-0.0	-0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0
Associates	0.0	0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0
Other Non Recurrent Items	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Earnings Before Tax (EBT)	2.4	3.2	0.3	1.5	4.3	5.7
Tax	-0.5	-0.4	-0.1	-0.6	-1.2	-1.5
<i>Tax rate</i>	<i>21.7%</i>	<i>11.9%</i>	<i>30.2%</i>	<i>39.7%</i>	<i>27.6%</i>	<i>26.2%</i>
Discontinued Operations	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Minorities	0.0	-0.0	0.2	0.2	-0.1	-0.1
Net Profit (reported)	1.9	2.8	0.5	1.0	3.1	4.1
Net Profit (adj.)	1.9	2.8	0.5	1.0	3.1	4.1
CASH FLOW (EURm)	12/2018	12/2019	12/2020	12/2021e	12/2022e	12/2023e
Cash Flow from Operations before change in NWC	4.1	4.2	2.6	4.5	7.0	8.2
Change in Net Working Capital	1.0	-3.0	-1.9	-0.8	-1.3	-1.2
Cash Flow from Operations	5.1	1.2	0.7	3.6	5.7	7.0
Capex	-1.9	-1.1	-1.5	-4.6	-3.5	-3.5
Net Financial Investments	-1.7	-0.7	-10.3	0.0	-3.0	-3.0
Free Cash Flow	1.5	-0.6	-11.0	-1.0	-0.8	0.5
Dividends	-0.4	-0.5	0.0	0.0	0.0	0.0
Other (incl. Capital Increase & share buy backs)	-0.7	2.0	-0.0	0.3	0.0	0.0
Change in Net Financial Debt	0.4	0.8	-11.1	-0.7	-0.8	0.5
NOPLAT	2.1	3.0	1.1	2.1	3.8	4.9
BALANCE SHEET & OTHER ITEMS (EURm)	12/2018	12/2019	12/2020	12/2021e	12/2022e	12/2023e
Net Tangible Assets	9.9	9.4	15.5	15.9	15.1	14.1
Net Intangible Assets (incl. Goodwill)	2.3	2.8	12.9	12.9	12.9	12.9
Net Financial Assets & Other	0.6	0.7	1.4	1.7	3.7	4.2
Total Fixed Assets	12.8	12.8	29.9	30.6	31.8	31.3
Inventories	10.2	12.8	14.6	18.8	20.6	22.9
Trade receivables	5.9	5.3	6.9	9.4	11.0	12.2
Other current assets	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
Cash (-)	-11.3	-14.3	-22.0	-22.0	-22.0	-22.0
Total Current Assets	27.6	32.5	43.5	50.2	53.7	57.1
Total Assets	40.4	45.3	73.4	80.8	85.5	88.4
Shareholders Equity	11.7	14.8	14.9	15.9	19.0	23.1
Minority	0.3	0.3	0.6	0.5	0.5	0.6
Total Equity	12.0	15.0	15.5	16.4	19.5	23.7
Long term interest bearing debt	20.6	21.5	37.4	40.8	41.5	41.1
Provisions	-0.5	0.1	1.5	1.5	0.0	0.0
Other long term liabilities	0.2	0.4	6.4	6.4	6.4	3.4
Total Long Term Liabilities	20.3	22.0	45.3	48.7	47.9	44.5
Short term interest bearing debt	1.7	3.0	5.8	3.1	3.1	3.1
Trade payables	6.0	5.2	4.7	9.1	10.8	12.4
Other current liabilities	0.5	0.1	2.1	3.6	4.1	4.7
Total Current Liabilities	8.2	8.3	12.6	15.8	18.0	20.2
Total Liabilities and Shareholders' Equity	40.4	45.3	73.4	80.8	85.5	88.4
Net Capital Employed	22.6	25.6	44.6	46.2	48.6	49.4
Net Working Capital	9.8	12.8	14.7	15.6	16.9	18.1
GROWTH & MARGINS	12/2018	12/2019	12/2020	12/2021e	12/2022e	12/2023e
<i>Sales growth</i>	<i>10.6%</i>	<i>-0.9%</i>	<i>1.1%</i>	<i>70.8%</i>	<i>20.5%</i>	<i>14.2%</i>
EBITDA (adj.)* growth	64.1%	4.6%	-25.3%	78.0%	34.7%	16.8%
<i>EBITA (adj.)* growth</i>	<i>49.5%</i>	<i>42.0%</i>	<i>-62.5%</i>	<i>87.4%</i>	<i>82.8%</i>	<i>28.4%</i>
<i>EBIT (adj)* growth</i>	<i>49.5%</i>	<i>42.0%</i>	<i>-62.5%</i>	<i>87.4%</i>	<i>82.8%</i>	<i>28.4%</i>



NBI Bearings Europe: Summary tables

GROWTH & MARGINS	12/2018	12/2019	12/2020	12/2021e	12/2022e	12/2023e
Net Profit growth	62.5%	50.9%	-83.9%	131.6%	194.1%	34.0%
EPS adj. growth	62.5%	50.9%	-83.9%	131.6%	194.1%	34.0%
DPS adj. growth	33.3%	n.m.				
EBITDA (adj)* margin	20.6%	21.8%	16.1%	16.8%	18.7%	19.2%
EBITA (adj)* margin	11.2%	16.1%	6.0%	6.6%	9.9%	11.2%
EBIT (adj)* margin	11.2%	16.1%	6.0%	6.6%	9.9%	11.2%
RATIOS	12/2018	12/2019	12/2020	12/2021e	12/2022e	12/2023e
Net Debt/Equity	0.9	0.7	1.4	1.3	1.2	0.9
Net Debt/EBITDA	2.2	2.1	6.7	3.5	2.5	2.1
Interest cover (EBITDA/Fin.interest)	16.8	15.2	9.7	9.7	16.6	19.3
Capex/D&A	85.1%	82.6%	62.1%	110.4%	80.9%	77.9%
Capex/Sales	8.0%	4.7%	6.3%	11.3%	7.1%	6.2%
NWC/Sales	41.0%	54.2%	61.7%	38.2%	34.3%	32.2%
ROE (average)	16.6%	21.3%	3.1%	6.8%	17.7%	19.6%
ROCE (adj.)	9.8%	12.2%	2.9%	5.3%	8.5%	12.0%
WACC	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%
ROCE (adj.)/WACC	1.2	1.5	0.4	0.6	1.0	1.5
PER SHARE DATA (EUR)***	12/2018	12/2019	12/2020	12/2021e	12/2022e	12/2023e
Average diluted number of shares	12.3	12.3	12.3	12.3	12.3	12.3
EPS (reported)	0.15	0.23	0.04	0.09	0.25	0.34
EPS (adj.)	0.15	0.23	0.04	0.09	0.25	0.34
BVPS	0.95	1.20	1.20	1.29	1.54	1.88
DPS	0.04	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
VALUATION	12/2018	12/2019	12/2020	12/2021e	12/2022e	12/2023e
EV/Sales	2.2	2.5	3.2	2.4	2.0	1.8
EV/EBITDA	10.8	12.3	24.5	15.2	10.9	9.3
EV/EBITDA (adj.)*	10.8	11.7	20.0	14.1	10.9	9.3
EV/EBITA	19.9	16.8	105.9	44.9	20.6	16.0
EV/EBITA (adj.)*	19.9	15.8	53.9	36.0	20.6	16.0
EV/EBIT	19.9	16.8	n.m.	44.9	20.6	16.0
EV/EBIT (adj.)*	19.9	15.8	53.9	36.0	20.6	16.0
P/E (adj.)	22.6	17.7	n.m.	n.m.	25.2	18.8
P/BV	3.6	3.4	3.7	4.7	4.1	3.4
Total Yield Ratio	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
EV/CE	2.4	2.4	1.8	2.2	2.2	2.2
OpFCF yield	7.5%	0.1%	-1.4%	-1.3%	2.8%	4.5%
OpFCF/EV	5.9%	0.1%	-1.0%	-1.0%	2.2%	3.5%
Payout ratio	26.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Dividend yield (gross)	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EV AND MKT CAP (EURm)	12/2018	12/2019	12/2020	12/2021e	12/2022e	12/2023e
Price** (EUR)	3.42	4.04	4.48	6.00	6.30	6.30
Outstanding number of shares for main stock	12.3	12.3	12.3	12.3	12.3	12.3
Total Market Cap	42.2	49.8	55.2	74.0	77.7	77.7
Gross Financial Debt (+)	22.3	24.5	43.2	43.8	44.7	44.2
Cash & Marketable Securities (-)	-11.3	-14.3	-22.0	-22.0	-22.0	-22.0
Net Financial Debt	11.0	10.1	21.2	21.9	22.7	22.2
Lease Liabilities (+)						
Net Debt	11.0	10.1	21.2	21.9	22.7	22.2
Other EV components	0.2	0.1	0.5	0.3	0.4	0.4
Enterprise Value (EV adj.)	53.3	60.1	76.9	96.2	100.7	100.3

Source: Company, GVC Gaesco Valores estimates.

Notes

* Where EBITDA (adj.) or EBITA (adj.)= EBITDA (or EBITA) +/- Non Recurrent Expenses/Income and where EBIT (adj.)= EBIT +/- Non Recurrent Expenses/Income - PPA amortisation

**Price (in local currency): Fiscal year end price for Historical Years and Current Price for current and forecasted years

***EPS (adj.) diluted= Net Profit (adj.)/Avg DIL. Ord. (+ Ord. equivalent) Shs. EPS (reported) = Net Profit reported/Avg DIL. Ord. (+ Ord. equivalent) Shs.

Sector: Industrial Goods & Services/Industrial Engineering

Company Description: NBI is a group of companies, which since 2002 have been specialised in designing, manufacturing and marketing precision bearings and high value-added technical products that are primarily intended for the industrial sectors. NBI has 8 production plants distributed throughout Spain and Asia.

European Coverage of the Members of ESN

Automobiles & Parts	Mem(*)	Kering	CIC	Banca Mediolanum	BAK	Biesse	BAK
Brembo	BAK	L'Oreal	CIC	Banca Sistema	BAK	Bollore	CIC
Faurecia	CIC	Lvmh	CIC	Bff Bank	BAK	Bureau Veritas	CIC
Ferrari	BAK	Maisons Du Monde	CIC	Dea Capital	BAK	Caf	GVC
Gestamp	GVC	Moncler	BAK	Finacobank	BAK	Catenon	GVC
Indelb	BAK	Monnalisa	BAK	Illimity Bank	BAK	Cellnex Telecom	GVC
Michelin	CIC	Ovs	BAK	Mediobanca	BAK	Cembre	BAK
Pirelli & C.	BAK	Piaggio	BAK	Poste Italiane	BAK	Clasquin	IAC
Plastic Omnium	CIC	Richemont	CIC	Rothschild & Co	CIC	Cnh Industrial	BAK
Sogefi	BAK	Safilo	BAK	Food & Beverage	Mem(*)	Corticeira Amorim	CBI
Stellantis	BAK	Salvatore Ferragamo	BAK	Advini	CIC	Ctt	CBI
Valeo	CIC	Smcp	CIC	Bonduelle	CIC	Danieli	BAK
Banks	Mem(*)	Swatch Group	CIC	Campari	BAK	Datalogic	BAK
Banca Mps	BAK	Technogym	BAK	Danone	CIC	Enav	BAK
Banco Sabadell	GVC	Tod'S	BAK	Diageo	CIC	Enogia	CIC
Banco Santander	GVC	Trigano	CIC	Ebro Foods	GVC	Exel Industries	CIC
Bankinter	GVC	Ubisoft	CIC	Enervit	BAK	Fiera Milano	BAK
Bbva	GVC	Energy	Mem(*)	Fleury Michon	CIC	Fincantieri	BAK
Bnp Paribas	CIC	Cgg	CIC	Italian Wine Brands	BAK	Getlink	CIC
Bper	BAK	Ecoslops	CIC	Lanson-Bcc	CIC	Global Dominion	GVC
Caixabank	GVC	Eni	BAK	Laurent Perrier	CIC	Haulotte Group	CIC
Credem	BAK	Galp Energia	CBI	Ldc	CIC	Interpump	BAK
Credit Agricole Sa	CIC	Gas Plus	BAK	Lindt & Sprüngli	CIC	Inwit	BAK
Intesa Sanpaolo	BAK	Gtt	CIC	Nestle	CIC	Leonardo	BAK
Societe Generale	CIC	Maurel Et Prom	CIC	Orsero	BAK	Logista	GVC
Unicaja Banco	GVC	Plc	BAK	Pernod Ricard	CIC	Manitou	CIC
Unicredit	BAK	Repsol	GVC	Remy Cointreau	CIC	Nicolas Correa	GVC
Basic Resources	Mem(*)	Rubis	CIC	Tipiak	CIC	Openjobmetis	BAK
Acerinox	GVC	Saipem	BAK	Vilmorin	CIC	Osai	BAK
Altri	CBI	Technip Energies	CIC	Viscofan	GVC	Prima Industrie	BAK
Arcelormittal	GVC	Technipfmc Plc	CIC	Vranken	CIC	Prosegur	GVC
Ence	GVC	Tecnicas Reunidas	GVC	Healthcare	Mem(*)	Prosegur Cash	GVC
Imerys	CIC	Tenaris	BAK	Abionyx Pharma	CIC	Prysmian	BAK
Neodecortech	BAK	Totalenergies	CIC	Amplifon	BAK	Rai Way	BAK
Semapa	CBI	Vallourec	CIC	Atrys Health	GVC	Rexel	CIC
The Navigator Company	CBI	Fin. Serv. Holdings	Mem(*)	Biomerieux	CIC	Saes	BAK
Tubacex	GVC	Cir	BAK	Crossject	CIC	Salcef	BAK
Chemicals	Mem(*)	Corp. Financiera Alba	GVC	Diasorin	BAK	Talgo	GVC
Air Liquide	CIC	Digital Magics	BAK	Ei.En.	BAK	Teleperformance	CIC
Arkema	CIC	Eurazeo	CIC	Fermentalg	CIC	Verallia	CIC
Plasticos Compuestos	GVC	Gbl	CIC	Fine Foods	BAK	Vidrala	GVC
Consumer Products & Services	Mem(*)	Peugeot Invest	CIC	Genfit	CIC	Zardoya Otis	GVC
Abeo	CIC	Rallye	CIC	Gpi	BAK	Insurance	Mem(*)
Beneteau	CIC	Tip Tamburi Investment Partners	BAK	Guerbet	CIC	Axa	CIC
Brunello Cucinelli	BAK	Wendel	CIC	Korian	CIC	Catalana Occidente	GVC
Capelli	CIC	Fin. Serv. Industrials	Mem(*)	Oncodesign	CIC	Cattolica Assicurazioni	BAK
De Longhi	BAK	Abitare In	BAK	Orpea	CIC	Generali	BAK
Europcar	CIC	Dovalue	BAK	Prim Sa	GVC	Linea Directa Aseguradora	GVC
Fila	BAK	Nexi	BAK	Recordati	BAK	Mapfre	GVC
Geox	BAK	Tinexta	BAK	Shedir Pharma	BAK	Net Insurance	BAK
Givaudan	CIC	Financial Services Banks	Mem(*)	Theraclion	CIC	Unipolsai	BAK
Groupe Seb	CIC	Amundi	CIC	Vetoquinol	CIC	Materials, Construction	Mem(*)
Hermes Intl.	CIC	Anima	BAK	Virbac	CIC	Acs	GVC
Hexaom	CIC	Azimut	BAK	Industrial Goods & Services	Mem(*)	Aena	GVC
Interparfums	CIC	Banca Generali	BAK	Applus	GVC	Atlantia	BAK
Kaufman & Broad	IAC	Banca Ifis	BAK	Avio	BAK	Buzzi Unicem	BAK

		Retail	Mem(*)	Utilities	Mem(*)
Cementir	BAK				
Cementos Molins	GVC	Burberry	CIC	A2A	BAK
Clerhp Estructuras	GVC	Fnac Darty	CIC	Acciona	GVC
Eiffage	CIC	Inditex	GVC	Acea	BAK
Fcc	GVC	Unieuro	BAK	Albioma	CIC
Ferrovial	GVC	Technology	Mem(*)	Alerion Clean Power	BAK
Groupe Adp	CIC	Agile Content	GVC	Audax	GVC
Groupe Poujoulat	CIC	Akka Technologies	CIC	Derichebourg	CIC
Groupe Sfp S.A.	CIC	Almawave	BAK	Edp	CBI
Herige	CIC	Alten	CIC	Edp Renováveis	CBI
Holcim	CIC	Amadeus	GVC	Enagas	GVC
Maire Tecnimont	BAK	Atos	CIC	Encavis Ag	CIC
Mota Engil	CBI	Axway Software	CIC	Endesa	GVC
Obrascon Huarte Lain	GVC	Capgemini	CIC	Enel	BAK
Sacyr	GVC	Cast	CIC	E-Pango	CIC
Saint Gobain	CIC	Esi Group	CIC	Erg	BAK
Sergeferrari Group	CIC	Exprivia	BAK	Falck Renewables	BAK
Spie	CIC	Gigas Hosting	GVC	Greenalia	GVC
Tarkett	CIC	Indra Sistemas	GVC	Greenvolt	CBI
Thermador Groupe	CIC	Lleida.Net	GVC	Hera	BAK
Vicat	CIC	Memscap	IAC	Holaluz	GVC
Vinci	CIC	Neurones	CIC	Iberdrola	GVC
Webuild	BAK	Reply	BAK	Iren	BAK
Media	Mem(*)	Sii	CIC	Italgas	BAK
Arnoldo Mondadori Editore	BAK	Sopra Steria Group	CIC	Naturgy	GVC
Atresmedia	GVC	Stmicroelectronics	BAK	Red Electrica Corporacion	GVC
Cairo Communication	BAK	Tier 1 Technology	GVC	Ren	CBI
Digital Bros	BAK	Visiativ	CIC	Snam	BAK
GI Events	CIC	Vogo	CIC	Solaria	GVC
Il Sole 24 Ore	BAK	Telecommunications	Mem(*)	Terna	BAK
Ipsos	CIC	Bouygues	CIC	Volitalia	CIC
Jcdecaux	CIC	Ekinops	CIC		
Lagardere	CIC	Ezèntis	GVC		
M6	CIC	Iliad	CIC		
Mediaset	BAK	Nos	CBI		
Mediaset Espana	GVC	Orange	CIC		
Nrj Group	CIC	Telecom Italia	BAK		
Publicis	CIC	Telefonica	GVC		
Rcs Mediagroup	BAK	Tiscali	BAK		
Tf1	CIC	Unidata	BAK		
Universal Music Group	CIC	Vodafone	BAK		
Vivendi	CIC	Travel & Leisure	Mem(*)		
Personal Care, Drug & Grocery S	Mem(*)	Accor	CIC		
Carrefour	CIC	Autogrill	BAK		
Casino	CIC	Compagnie Des Alpes	CIC		
Jeronimo Martins	CBI	Edreams Odigeo	GVC		
Marr	BAK	Elior	CIC		
Sonae	CBI	Fdj	CIC		
Unilever	CIC	Groupe Partouche	IAC		
Winfarm	CIC	I Grandi Viaggi	BAK		
Real Estate	Mem(*)	Ibersol	CBI		
Almagro Capital	GVC	Int. Airlines Group	GVC		
Igd	BAK	Melia Hotels International	GVC		
Lar España	GVC	Nh Hotel Group	GVC		
Merlin Properties	GVC	Pierre Et Vacances	CIC		
Realia	GVC	Sodexo	CIC		

LEGEND: BAK: Banca Akros; CIC: CIC Market Solutions; CBI: Caixa-Banco de Investimento; GVC: GVC Gaesco Valores, SV, SA

as at 11 October 2021



List of ESN Analysts (**)

Artur Amaro	CBI	+351 213 89 6822	artur.amaro@caixabi.pt
Andrea Bonfà	BAK	+39 02 4344 4269	andrea.bonfa@bancaakros.it
Giada Cabrino, CIIA	BAK	+39 02 4344 4092	giada.cabrino@bancaakros.it
Pierre Chédeville	CIC	+33 1 53 48 80 97	pierre.chedeville@cic.fr
Emmanuel Chevalier	CIC	+33 1 53 48 80 72	emmanuel.chevalier@cic.fr
David Da Maia	CIC	+33 1 53 48 89 36	david.damaia@cic.fr
Dominique Descours	CIC	+33 1 53 48 81 12	dominique.descours@cic.fr
Christian Devismes	CIC	+33 1 53 48 80 85	christian.devismes@cic.fr
Andrea Devita, CFA	BAK	+39 02 4344 4031	andrea.devita@bancaakros.it
Enrico Esposti, CIIA	BAK	+39 02 4344 4022	enrico.esposti@bancaakros.it
Rafael Fernández de Heredia	GVC	+34 91 436 78 08	rafael.fernandezdeheredia@gvgaesco.es
Gian Marco Gadini	BAK	+39 02 4344 4236	gianmarco.gadini@bancaakros.it
Gabriele Gambarova	BAK	+39 02 43 444 289	gabriele.gambarova@bancaakros.it
Alexandre Gérard	CIC	+33 1 53 48 80 93	alexandre.gerard@cic.fr
Ebrahim Homani	CIC	+33 1 53 48 80 94	ebrahim.homani@cic.fr
Carlos Jesus	CBI	+351 21 389 6812	carlos.jesus@caixabi.pt
Jean-Christophe Lefèvre-Moulenq	CIC	+33 1 53 48 80 65	jeanchristophe.lefevre-moulenq@cic.fr
João Miguel Lourenço	CBI	+35 121 389 6841	joao.lourenco@caixabi.pt
Marisa Mazo, Ph.D, CFA	GVC	+34 91 436 7817	marisa.mazo@gvgaesco.es
Fanny Meindre, PhD	CIC	+33 1 53 48 80 84	fanny.meindre@cic.fr
Jaime Pallares Garcia	GVC	+34 91 436 7818	jaime.pallares@gvgaesco.es
Victor Peiro Pérez	GVC	+34 91 436 7812	victor.peiro@gvgaesco.es
Juan Peña	GVC	+34 91 436 78 16	juan.pena@gvgaesco.es
Alexandre Plaud	CIC	+33 1 53 48 80 90	alexandre.plaud@cic.fr
Francis Prêtre	CIC	+33 4 78 92 02 30	francis.pretre@cic.fr
Eric Ravary	CIC	+33 1 53 48 80 71	eric.ravary@cic.fr
Iñigo Recio Pascual	GVC	+34 91 436 7814	inigo.recio@gvgaesco.es
Beatriz Rodriguez Fernandez	GVC	+34 914 367 871	beatriz.rodriguez@gvgaesco.es
Jean-Luc Romain	CIC	+33 1 53 48 80 66	jeanluc.romain@cic.fr
Virginie Royère	CIC	+33 1 53 48 76 52	virginie.royere@cic.fr
Paola Saglietti	BAK	+39 02 4344 4287	paola.saglietti@bancaakros.it
Francesco Sala	BAK	+39 02 4344 4240	francesco.sala@bancaakros.it
Luigi Tramontana	BAK	+39 02 4344 4239	luigi.tramontana@bancaakros.it

(**) excluding: strategists, macroeconomists, heads of research not covering specific stocks, credit analysts, technical analysts



Information regarding Market Abuse and Conflicts of Interests and recommendation history available in our web page: www.gvcgaesco.es. GVC Gaesco Valores S.V., S.A., is a company regulated by the CNMV and is registered under number 182 in the Official Register of Securities Companies and Agencies of the CNMV.

All the information contained in this report has been compiled and prepared in good faith by GVC Gaesco Valores S.V., S.A. from sources we believe to be reliable (including public accounts and audits). The opinions expressed in this report are those of our research department at the time of publication and may be changed at any time without notice and without communication. There is no scheduled frequency for updating the recommendations. The recommendation contained in this document has not been communicated in advance to the issuer. This document does not constitute an invitation to buy or sell securities. GVC Gaesco Valores S.V., S.A. accepts no responsibility for the use of this report. GVC Gaesco Valores S.V., S.A. has no proprietary investment positions in the securities mentioned in this report. There may be a business relationship between GVC Gaesco Valores S.V., S.A., and the issuer on which this report is issued, and if so, this is detailed in the following section. This and other documents are only one source of information, among others, which is not intended in itself to constitute an investment decision tool. In no way can this or any other analysis documents produced by us be used for investment decisions. Each investor is responsible for his or her own decisions and this document or others are only a source of supplementary information. This document has been distributed only to professional, qualified and selected investors or potential investors and has not been distributed in a generic form. Any use of this document implies an understanding and explicit acceptance of these warnings.

As of the date of this report, GVC Gaesco Valores S.V., S.A.,

- acts as **registered advisor, agent or liquidity provider** for the following companies: Catenon SA; Clever Global SA; Facephi Biometría SA.; Griñó Ecologic SA, NBI Bearings Europe S.A.; Trajano Iberia (Socimi), SA; Asgard Investment Hotels (antes Obsido Socimi SA); Eurona Telecom SA; IFFE Futura, S.A.; Secuoya Grupo de Comunicación SA; Mercal Inmuebles (Socimi); Student Properties Spain (Socimi); Solaria Casiopea (bonos MARF); Atrys Health; Quonia (Socimi); TIER1 Technology; Excem Capital Partners Sociedad de Inversión Residencial (Socimi YEXR); Agile Content; Imaginarium, SA. ENCE Energia y Celulosa; Plásticos Compuestos SA; Clerhp Infraestructuras, S.A., Holaluz Clidom SA; ASPY Global Services, S.A. Pangaea Oncology, S.A.; Investment Media Optimisation SA, Inmobiliaria del Sur S.A., Club de Futbol Intercity, S.A.D (CITY); Profithol S.A. (SPH)
- has participated and/or participates as **lead or co-lead manager** in corporate operations with the following companies: Lleidanetworks Serveis Telematics SA; ADL Bionatur Solutions; Plásticos Compuestos SA; Holaluz Clidom SA; ASPY Global Services, S.A; The Nimo's Holding; Parlem Telecom Companyia de Telecomunicaciones SA; Almagro Capital Socimi SA; Profithol S.A. (SPH)
- has a **liquidity contract** as outlined by the CNMV's Circular 1/2017 with: Melia Hotels International; Española de Viviendas en Alquiler S.A. (CEVASA); eDreams ODIGEO; ENCE Energia y Celulosa; Cementos Molins, Deoleo;
- has signed a **Corporate Brokerage agreement** that includes a contractually agreed provision of research services that in return, GVC Gaesco Valores receives a compensation. These reports may/could have been previously shown to the companies: Agile Content; Atrys Health; Audax Renovables; Gigas Hosting; Catenon; Greenalia; Quabit Inmobiliaria; TIER1 Technology; ADL Bionatur Solutions; Codere SA. Dichos servicios incluyen informes que han podido ser vistos previamente por las empresas citadas.

Recommendation history for NBI BEARINGS EUROPE

Date	Recommendation	Target price	Price at change date
27-Jan-22	Buy	7.70	6.30

Source: Factset & ESN, price data adjusted for stock splits.

This chart shows GVC Gaesco Valores continuing coverage of this stock; the current analyst may or may not have covered it over the entire period.

Current analyst: Iñigo Recio Pascual (since 28/01/2022)



ESN Recommendation System

The ESN Recommendation System is **Absolute**. It means that each stock is rated based on **total return**, measured by the upside/downside potential (including dividends and capital reimbursement) over a **12-month time horizon**. The final responsible of the recommendation of a listed company is the analyst who covers that company. The recommendation and the target price set by an analyst on one stock are correlated but not totally, because an analyst may include in its recommendation also qualitative elements as market volatility, earning momentum, short term news flow, possible M&A scenarios and other subjective elements.



The ESN spectrum of recommendations (or ratings) for each stock comprises 5 categories: **Buy (B), Accumulate (A), Neutral (N), Reduce (R) and Sell (S)**.

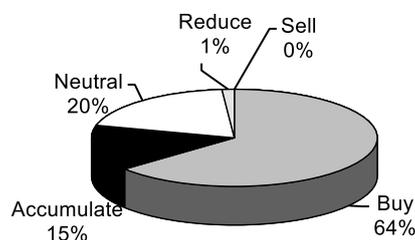
Furthermore, in specific cases and for a limited period of time, the analysts are allowed to rate the stocks as **Rating Suspended (RS)** or **Not Rated (NR)**, as explained below.

Meaning of each recommendation or rating:

- **Buy:** the stock is expected to generate total return of **over 15%** during the next 12-month
- **Accumulate:** the stock is expected to generate total return of **5% to 15%** during the next 12-month
- **Neutral:** the stock is expected to generate total return of **-5% to +5%** during the next 12-month
- **Reduce:** the stock is expected to generate total return of **-5% to -15%** during the next 12-month
- **Sell:** the stock is expected to generate total return **under -15%** during the next 12-month
- **Rating Suspended:** the rating is suspended due to: a) a capital operation (take-over bid, SPO, etc.) where a Member of ESN is or could be involved with the issuer or a related party of the issuer; b) a change of analyst covering the stock; c) the rating of a stock is under review by the Analyst.
- **Not Rated:** there is no rating for a stock when there is a termination of coverage of the stocks or a company being floated (IPO) by a Member of ESN or a related party of the Member.

Note: a certain flexibility on the limits of total return bands is permitted especially during higher phases of volatility on the markets.

GVC Gaesco Valores, S.V., S.A. Ratings Breakdown



For full ESN Recommendation and Target price history (in the last 12 months) please see ESN Website [Link](#)

Date and time of production: **27 January 2022, 9:35 CET**

First date and time of dissemination: **27 January 2022, 9:45 CET**

Disclaimer:

These reports have been prepared and issued by the Members of European Securities Network LLP ("ESN"). ESN, its Members and their affiliates (and any director, officer or employee thereof), are neither liable for the proper and complete transmission of these reports nor for any delay in their receipt. Any unauthorised use, disclosure, copying, distribution, or taking of any action in reliance on these reports is strictly prohibited. The views and expressions in the reports are expressions of opinion and are given in good faith, but are subject to change without notice. These reports may not be reproduced in whole or in part or passed to third parties without permission. The information herein was obtained from various sources. ESN, its Members and their affiliates (and any director, officer or employee thereof) do not guarantee their accuracy or completeness, and neither ESN, nor its Members, nor its Members' affiliates (nor any director, officer or employee thereof) shall be liable in respect of any errors or omissions or for any losses or consequential losses arising from such errors or omissions. Neither the information contained in these reports nor any opinion expressed constitutes an offer, or an invitation to make an offer, to buy or sell any securities or any options, futures or other derivatives related to such securities ("related investments"). These reports are prepared for the professional clients of the Members of ESN only. They do not have regard to the specific investment objectives, financial situation and the particular needs of any specific person who may receive any of these reports. Investors should seek financial advice regarding the appropriateness of investing in any securities or investment strategies discussed or recommended in these reports and should understand that statements regarding future prospects may not be realised. Investors should note that income from such securities, if any, may fluctuate and that each security's price or value may rise or fall. Accordingly, investors may receive back less than originally invested. Past performance is not necessarily a guide to future performance. Foreign currency rates of exchange may adversely affect the value, price or income of any security or related investment mentioned in these reports. In addition, investors in securities such as ADRs, whose value are influenced by the currency of the underlying security, effectively assume currency risk. ESN, its Members and their affiliates may submit a pre-publication draft (without mentioning neither the recommendation nor the target price/fair value) of its reports for review to the Investor Relations Department of the issuer forming the subject of the report, solely for the purpose of correcting any inadvertent material inaccuracies. Like all members employees, analysts receive compensation that is impacted by overall firm profitability. For further details about the analyst certification, the specific risks of the company and about the valuation methods used to determine the price targets included in this report/note, please refer to the specific disclaimer pages prepared by the ESN Members. In the case of a short note please refer to the latest relevant published research on single stock or contact the analyst named on the front of the report/note for detailed information on the valuation methods, earning estimates and risks. A full description of all the organisational and administrative measures taken by the Members of ESN to manage interest and conflicts of interest are available on the website of the Members or in the local disclaimer of the Members or contacting directly the Members. Research is available through the ESN Members sales representative. ESN and/or ESN Members will provide periodic updates on companies or sectors based on company-specific developments or announcements, market conditions or any other publicly available information. Unless agreed in writing with an ESN Member, this research is intended solely for internal use by the recipient. Neither this document nor any copy of it may be taken or transmitted into Australia, Canada or Japan or distributed, directly or indirectly, in Australia, Canada or Japan or to any resident thereof. This document is for distribution in the U.K. only to persons who have professional experience in matters relating to investments and fall within article 19(5) of the financial services and markets act 2000 (financial promotion) order 2005 (the "order") or (ii) are persons falling within article 49(2)(a) to (d) of the order, namely high net worth companies, unincorporated associations etc (all such persons together being referred to as "relevant persons"). This document must not be acted on or relied upon by persons who are not relevant persons. Any investment or investment activity to which this document relates is available only to relevant persons and will be engaged in only with relevant persons. The distribution of this document in other jurisdictions or to residents of other jurisdictions may also be restricted by law, and persons into whose possession this document comes should inform themselves about, and observe, any such restrictions. By accepting this report, you agree to be bound by the foregoing instructions. You shall indemnify ESN, its Members and their affiliates (and any director, officer or employee thereof) against any damages, claims, losses, and detriments resulting from or in connection with the unauthorized use of this document. For disclosure upon "conflicts of interest" on the companies under coverage by all the ESN Members, on the "interests" and "conflicts" of the analysts and on each "company recommendation history", please visit the ESN website: http://www.esnpartnership.eu/research_and_database_access or refer to the local disclaimer of the Members, or contact directly the Members:

www.bancaakros.it regulated by the CONSOB - Commissione Nazionale per le Società e la Borsa

www.caixabi.pt regulated by the CMVM - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

www.cic-marketsolutions.eu regulated by the AMF - Autorité des marchés financiers

www.gvcgaesco.es regulated by the CNMV - Comisión Nacional del Mercado de Valores

Members of ESN (European Securities Network LLP)

