

RENTA VARIABLE - ESPAÑA

Sector: Real Estate

Precio de Cierre: EUR 4,06 (13 may 2024)

Fecha del informe: 14 may 2024 (11:30h)

Inicio de cobertura

Análisis Independiente de Compañías

Clerhp Estructuras (CLR), es una Small Cap de ingeniería de estructuras (integrada verticalmente). En 2022, adquirió terrenos en la R. Dominicana (RD) para iniciar el proyecto Larimar (construcción de c.20.000 apartamentos, villas, hoteles...). Cambiando por completo la compañía. Que pasaría a ser (desde 2025e) esencialmente, una promotora turística y residencial en RD. CLR cotiza en BME Growth desde marzo de 2016.

Enrique Andrés Abad, CFA – enrique.andres@institutodeanalistas.com

+34 915 904 226

Rumbo a “otra dimensión”

UN FORTÍSIMO SALTO DE ESCALA EN INGRESOS... Entre 2016 – 2023, CLR crece en ingresos hasta los EUR 17,5Mn (+20% TACC 2016-23). Y su EBITDA Rec. hasta EUR 4,4Mn (+33% TACC 2016-23). Aunque no es representativo del potencial de los próximos años. Nuestro escenario central contempla un salto en ingresos en 2024e hasta EUR 29,3Mn (gracias a la cartera de proyectos) en el negocio tradicional de ejecución de estructuras (100% del mix de negocio 2024e). Que esperamos se acelere de forma “sideral” hasta los EUR 145,9Mn (+103% TACC 2023-26e) en ingresos 2026e (gracias al negocio de promoción inmobiliaria; 90% del mix 2026e).

... GRACIAS AL PROYECTO LARIMAR CITY & RESORT. En 2022, CLR adquirió en República Dominicana (RD) unos terrenos para construir una “pequeña ciudad” (20.000 apartamentos y villas, hoteles, restaurantes...). Que supondrá el despegue a nivel de ingresos (cambio casi total en el mix) y EBITDA Recurrente. Pasando a ser (desde 2025e), esencialmente, una promotora turística y residencial en RD.

QUE PERMITIRÁ MULTIPLICAR EL EBITDA REC 2023 (EUR 4,4MN) POR 8X EN 2026E, hasta EUR 33,9Mn (vs EUR 12,0Mn en 2024e). Mejora explicada esencialmente por el despegue en volumen de los ingresos por Larimar. Aunque la generación de caja estará marcada por la inversión en circulante hasta 2026e (año que se aceleran las entregas de viviendas). No esperamos generación de FCF positivo hasta 2026e.

CAMBIANDO EL PERFIL DE RIESGO DE LA COMPAÑÍA. Debido a un aumento significativo de la DN, sobre todo en 2025e (EUR 67Mn, 5x DN/EBITDA Rec.), que se reduciría significativamente en 2026e (EUR 26,9Mn). Y a la disparidad del balance actual de CLR (EUR 6,2Mn book value 2023) vs una inversión de c.EUR 310Mn en Larimar (2024e-26e). Que implica necesariamente un mayor riesgo comercial, operativo, macroeconómico (exposición a un “emergente”) y de financiación.

UNA OPORTUNIDAD SINGULAR DE HIPERCRECIMIENTO EN UN CONTEXTO DE ALTO RIESGO (LÓGICO Y, A DÍA HOY, BAJO CONTROL). Los años 2024e (comercialización) y 2025e (inicio de las entregas) serán claves para cuantificar el atractivo de la combinación de crec./riesgo que CLR ofrece hoy al mercado. Y en qué medida se materializará realmente la enorme reserva de valor que “sobre el papel” contiene Larimar. Nuestros números para 2024e (sin impacto del proyecto Larimar) estarían cotizando a un EV/EBITDA Rec. 5,6x (5,0x 2025e; 2,0x 2026e...). CLR es una opción de inversión realmente singular en el inmobiliario cotizado español. Y dados los números un valor que “obligatoriamente” hay que, al menos, vigilar.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	57,1	61,7
EV (Mn EUR y USD) ⁽¹⁾	66,9	72,3
Número de Acciones (Mn)	14,1	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	5,00 / 3,40 / 2,57	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,09	
Rotación ⁽²⁾	41,9	
Factset / Bloomberg	CLR-ES / CLR SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)⁽⁶⁾

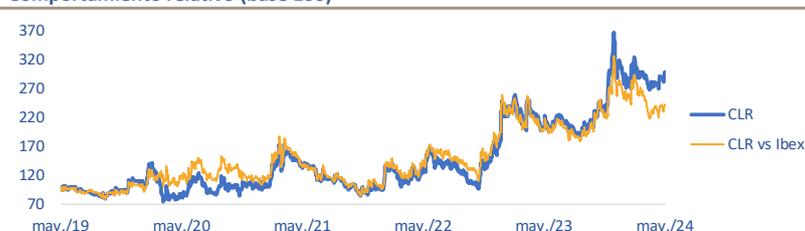
Familia Romero	26,5
Trina World Wide	10,1
Alejandro Clemares Sempere	7,5
Víctor Manuel Rodríguez Martín	6,4
Free Float	44,3

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2023	2024e	2025e	2026e
Nº Acc. ajustado (Mn)	13,6	14,1	14,1	14,1
Total Ingresos	17,5	29,3	59,2	145,9
EBITDA Rec.	4,4	12,0	13,3	33,9
% Var.	6,0	170,9	11,6	154,3
% EBITDA Rec./Ing.	25,2	40,8	22,6	23,3
% Var EBITDA sector ⁽³⁾	5,9	10,8	6,2	6,0
Beneficio neto	0,8	7,0	6,2	20,9
BPA (EUR)	0,06	0,50	0,44	1,48
% Var.	-50,5	758,9	-12,2	237,3
BPA ord. (EUR)	0,00	0,50	0,44	1,48
% Var.	-97,0	n.a.	-12,2	237,3
Free Cash Flow Rec. ⁽⁴⁾	-2,6	-15,3	-42,1	40,1
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	9,6	24,9	67,0	26,9
DN / EBITDA Rec.(x)	2,2	2,1	5,0	0,8
ROE (%)	19,0	72,7	37,9	70,0
ROCE (%) ⁽⁴⁾	37,4	31,3	14,8	31,1

Ratios y Múltiplos (x)⁽⁵⁾

PER	69,6	8,1	9,2	2,7
PER Ordinario	n.a.	8,1	9,2	2,7
P/BV	9,3	4,3	2,9	1,4
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	3,82	2,28	1,13	0,46
EV/EBITDA Rec.	15,1	5,6	5,0	2,0
EV/EBIT	13,1	5,6	5,2	2,0
FCF Yield (%) ⁽⁴⁾	n.a.	n.a.	n.a.	70,3

Comportamiento relativo (base 100)


Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	5,7	-5,8	47,6	-3,3	114,8	198,5
vs Ibex 35	1,3	-16,2	22,2	-12,4	72,7	142,2
vs Ibex Small Cap Index	-0,4	-15,9	29,9	-12,6	108,0	125,4
vs Eurostoxx 50	3,1	-13,0	25,5	-13,9	67,2	95,2
vs Índice del sector ⁽³⁾	0,8	-11,3	25,1	0,1	185,7	306,3

(1) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

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

(3) Sector: Stoxx Europe 600 Real State.

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

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

(6) Otros: Meca Alcázar 5,1%

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

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

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

CLERHP Estructuras (CLR) es una compañía de BME Growth

BME Growth es el segmento destinado a empresas medianas y pequeñas de BME MTF Equity, dirigido y gestionado por la Bolsa Española (BME), estando sujeto a la supervisión de la CNMV. BME MTF Equity no es un Mercado Regulado, estando considerado como un Sistema Multilateral de Negociación (SMN), tal y como se define en la Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID). En julio de 2020, BME Growth obtuvo el sello de SME Growth Market, nueva categoría de la normativa de la UE, en España denominada Mercado de Pymes en Expansión.

BME Growth es el mercado de renta variable español para las empresas de reducida capitalización que desean crecer, estando dotado de una regulación especial, diseñada específicamente para ellas, y con costes y procesos adaptados a sus características particulares. BME Growth (antiguo MAB) empezó a operar en julio del 2009. Actualmente cotizan en él c.140 compañías. Las empresas que cotizan en BME Growth pueden optar por presentar sus estados financieros bajo NIIF o el Plan General de Contabilidad (PGC) y el Real Decreto 1159/2010 (NOFCAC).

Un despegue “sideral” (sic) en ingresos y EBITDA. Con dos ingredientes: cambio radical de sector (pasando de ingeniería a real estate) y riesgo

Clerhp (CLR) es una pequeña empresa (integrada verticalmente) de ingeniería de estructuras con servicios de diseño, cálculo, asistencia técnica, gestión en la construcción y provisión de equipos y maquinaria de construcción. Con presencia internacional en Paraguay y la República Dominicana. A cierre de 2023, España representaba el 1% de los ingresos (vs 15% en 2022), Paraguay 20% (vs 27%) y la República Dominicana 79% (vs 58%). Su sede se encuentra en Murcia y cotiza en BME Growth desde marzo de 2016.

CLR es una pequeña empresa de ingeniería de estructuras.

Que en 2022 consigue un megaproyecto inmobiliario en la República Dominicana (RD).

En 2022, CLR adquirió terrenos en la República Dominicana para iniciar el proyecto Larimar City & Resort. Que consiste en el desarrollo de 2,7Mn de m2 de edificaciones residenciales (c.20.000 apartamentos y villas), hoteles, restaurantes, campos de golf... lo que supone un punto de inflexión para la compañía. Y que incrementará (aún más) la exposición a la República Dominicana. Aunque no tendrá impacto en P&L hasta 2025e. Lo que plantea algunas preguntas: ¿Qué es a día de hoy CLR y que supone, desde el punto de vista de un inversor, el proyecto Larimar City & Resort? ¿Qué se puede esperar de CLR en el periodo 2024e-2026e? ¿y en el más largo plazo? ¿Cuáles son los pilares del equity story de CLR? ¿y sus riesgos?

A) República Dominicana (RD), una economía con tres pilares: alto crecimiento (+5,2% TACC -10y), hiperdependiente del turismo y muy endeudada

Cuyo PIB Real ha aumentado un 5,2% TACC -10y.

La República Dominicana (RD) es la mayor economía del Caribe, con una población de c.11,2Mn de habitantes en 2023. Durante las últimas décadas ha disfrutado de un crecimiento estable, que ha permitido reducir la brecha de las condiciones de vida con los países más desarrollados. Desde 1993 hasta 2022 el PIB real aumentó c.5,2% anual según la OCDE.

Dos de sus sectores clave son la construcción y el turismo.

Turismo e inmobiliario, dos sectores clave. En 2023, el sector turístico recogió el 26,9% (vs 25,6% en 2022) de la inversión extranjera directa (IED) situándose en c.USD 1.182Mn, y el sector inmobiliario el 14,1% (vs 12,8% en 2022) alcanzando c.USD 620Mn. Desde 2010 y hasta 2023, la inversión extranjera media directa anual en el sector turístico e inmobiliario ha sido del 22,5% y 14,9% del total, respectivamente.

Tiene una calificación de la deuda a largo plazo de BB- (Fitch Ratings).

Con déficit fiscal y un nivel de deuda elevado. En 2022 y 2023 la RD tuvo un déficit fiscal del -3,2% y -3,3%, respectivamente. Además, desde (al menos) 2016 la RD no tiene un balance positivo. Por otro lado, la deuda pública de RD alcanzó los USD 70.946Mn en 2023, que en términos del PIB representó el 59,0%, en línea con 2022, y un aumento nominal de USD 4.182Mn (+6% vs 2022). Las agencias de calificación crediticia (a octubre 2023) calificaron la deuda soberana a largo plazo en moneda extranjera de RD de la siguiente forma: (i) Moody's: Ba3 (perspectiva positiva), (ii) S&P: BB (estable), y (iii) Fitch Ratings: BB- (estable).

Y una fuerte dependencia de la economía estadounidense.

En conclusión, una economía con capacidad de crecimiento del PIB (estructural/sostenido) del c.+5%, pero no libre de riesgos: (i) gran dependencia de la economía estadounidense. Por lo que una desaceleración de dicha economía daría lugar a un incremento del déficit por cuenta corriente y un descenso de los flujos de entrada de capital, (ii) alta dependencia de las importaciones de combustibles que hace que la balanza por cuenta corriente sea muy sensible a las fluctuaciones de los precios del petróleo y (iii) gran proporción de deuda en moneda extranjera.

A) Compañía integrada verticalmente con una TACC 2016-2023 del +20% en ingresos y del +33% en EBITDA Recurrente. Pero con limitada capacidad de generar FCF Recurrente

CLR 2016 – 2023: crecimiento de doble dígito en ingresos y EBITDA Recurrente.

Crecimiento en ingresos y EBITDA Recurrente a doble dígito alto. Desde 2016 hasta 2023, CLR creció en ingresos a una TACC del +20% y en EBITDA Recurrente del +33%. Recuperando en 2022 los niveles de actividad previos a la pandemia, gracias principalmente a la República Dominicana. Aunque la conversión del EBITDA Rec. en FCF ha sido hasta 2023 muy reducida. Lo que, junto al fuerte impacto de la pandemia, explica el aumento de la deuda neta, y posterior reestructuración.

En 2023 los ingresos totales se situaron en EUR 17,5Mn (vs EUR 14,2Mn en 2022) y el EBITDA Recurrente en EUR 4,4Mn (vs EUR 4,2Mn en 2022). Por línea de negocio, destaca ejecución de estructuras (principal línea de negocio hasta la fecha), que alcanzó unos ingresos de EUR 17,3Mn (vs EUR 12,0Mn en 2022), es decir, el 99% de los ingresos totales en 2023 (vs 85% en 2022).

Aunque el efecto de la pandemia y la baja conversión del EBITDA Rec. en caja, provocaron el incumplimiento de pagos de la deuda. Iniciando un proceso de reestructuración.

2021-2023: reestructuración de la deuda. En 2021 se produjeron tensiones de caja por las consecuencias económicas del Covid-19 y la limitada generación de caja en años previos. Que provocaron que se incumplieran compromisos de pago con entidades financieras y, por ende, se iniciara el proceso de reestructuración de la deuda. Finalmente, el 11 de octubre de 2023, CLR suscribió un acuerdo vinculante con entidades financieras por un importe de EUR 6Mn. A cierre de 2023, la deuda neta se ha situado en EUR 9,6Mn (vs EUR 11,7Mn en 2022). Lo que supone un múltiplo DN/EBITDA Rec. de 2,2x en 2023 (vs DN/EBITDA Rec. 2,8x en 2022).

La primera fase del proyecto Larimar consistirá en la construcción de 2.550 viviendas, 2 hoteles...

Desarrollo del proyecto Larimar City & Resort. La sociedad Inecar (99% CLR) es la encargada de realizar la construcción de todo el complejo (CLR estima una duración de 10/12 años). En la primera etapa se realizarán las fases 1 y 2. La primera de ellas comprende la construcción de 14 torres de dieciséis alturas con apartamentos de 1, 2 y 3 dormitorios. Es decir, cerca de 2.550 viviendas, 2 hoteles, club deportivo y otras instalaciones. La entrega de la fase 1 se estima en 2025e y 2026e.

Un análisis del modelo de negocio de CLR y el impacto del proyecto Larimar apunta varias ideas:

- CLR es una pequeña empresa de ingeniería (ejecución de estructuras) y construcción que pasaría a ser (desde 2025e), esencialmente, una promotora turística y residencial en República Dominicana
- Con capacidad de crecimiento a doble dígito alto en ingresos y EBITDA entre 2016-2023. Que entraría en fase de despegue en el periodo 2024e-2026e como resultado del proyecto Larimar City & Resort. La compañía estima en su plan de negocio multiplicar por c.17x los ingresos de 2023 (EUR 17,5Mn). Es decir, un auténtico salto de escala. Que cambia la compañía.
- Exposición de la demanda (en Larimar) a un tipo de cliente procedente de países desarrollados (no local) con mayor poder adquisitivo, procedente de EE.UU, Canadá...reduciendo el riesgo comercial.
- Exposición a un sector cíclico como la construcción durante (en el mejor de los casos) 10/12 años, muy sensible a la macro. Máxime en una economía emergente.
- Limitada capacidad de generación de FCF Recurrente hasta la fecha (2023). Y sin posibilidad de generar FCF positivo hasta 2026e.

Es decir, supone una gran oportunidad de negocio (despegue en ingresos, EBITDA Rec. y FCF). Aunque no libre de riesgos.

En conclusión, CLR representa una gran oportunidad de tener exposición a uno de los mayores proyectos inmobiliarios de RD (y todo lo que puede conllevar a largo plazo: despegue en ingresos, EBITDA Rec. y FCF). Aunque no libre de riesgos. Por lo que CLR aparece hoy como una historia de gran transformación, asociada a dos conceptos: crecimiento y riesgo. Ambos (especialmente el crecimiento) en altas dosis.

B) Salto de escala (Ingresos y EBITDA Rec. 2023 multiplicados por c.8x en 2026e). Con un cambio total en el mix de ingresos (hacia promoción inmobiliaria)

Llegado a este punto, toca preguntarse ¿Qué podemos esperar de CLR para el periodo 2024e – 2026e, desde un punto de vista de crecimiento, rentabilidad y generación de FCF Recurrente?

2024e – 2026e: fortísimo salto en ingresos hasta los EUR 145,9Mn en 2026e (vs EUR 17,5Mn en 2023) como consecuencias del proyecto Larimar.

Salto en tamaño en ingresos (ingresos 2026e: EUR 145,9Mn vs EUR 17,5Mn en 2023)... Nuestro escenario central para el período 2024e - 2026e contempla un crecimiento de los ingresos hasta alcanzar EUR 145,9Mn en 2026e (+123% TACC 2024e-2026e; vs EUR 302,9Mn estimado por la compañía) y EUR 29,3Mn en 2024e. Este fortísimo salto vendría exclusivamente explicado por el proyecto Larimar City & Resort (negocio de promoción). En los años 2025e y 2026e, estimamos entregas de 350 y 850 viviendas respectivamente (una "hipótesis conservadora" en comparación con la estimación de la compañía de entregar 2.100 viviendas según nuestras estimaciones). Este fortísimo crecimiento cambiaría el mix de ingresos, para 2025e y 2026e el 75% y el 90% corresponderían al negocio de promoción inmobiliaria, respectivamente (vs 0% en 2024e).

Multiplicando por 8x el EBITDA Rec. 2023 en 2026e hasta EUR 33,9Mn.

... y en EBITDA Recurrente (EBITDA 2026e: EUR 33,9Mn vs EUR 4,4Mn en 2023). Para 2024e, estimamos un EBITDA Rec. de EUR 12,0Mn (40,8% s/ventas; vs EUR 4,4Mn en 2023). Y una mejora progresiva hasta los EUR 33,9Mn en 2026e (23,3% s/ventas), gracias al cambio en el mix de ingresos. Es decir, la mejora en EBITDA Rec. vendría esencialmente por el despegue en volumen de ingresos.

La gestión del circulante marcará la generación de caja los próximos años. Impactando negativamente en 2024e y 2025e. Pero positivamente en 2026e.

Que impulsará la generación de caja en 2026e (los años previos estarían impactados por la fuerte inversión en circulante). Nuestros números recogen una generación de FCF Recurrente negativo en 2024e de EUR -15,3Mn, por la fuerte inversión en circulante. En 2026e, estimamos que se acelere significativamente el número de entregas que, unido al fuerte salto en EBITDA Rec., generaría un FCF Recurrente de EUR 40,1Mn (118% s/EBITDA recurrente).

Lo que tendrá su reflejo en la estructura de capital en el periodo proyectado.

Lo que tendrá su reflejo (inevitable) en un incremento del nivel de endeudamiento, que tocará máximos en 2025e (DN 2025e: EUR 67,0Mn; DN/EBITDA 25e: 5,0x). Para reducirse en 2026e hasta EUR 26,9Mn. El elevado nivel de inversión estimado para los próximos años incrementará la deuda neta hasta niveles de c. EUR 24,9Mn y EUR 67,0Mn en 2024e y 2025e, respectivamente. Es decir, el nivel de apalancamiento aumentará significativamente, suponiendo un múltiplo de 5,0x DN/EBITDA Rec 2025e. Aunque, en 2026e, la deuda neta se situará en EUR 26,9Mn (gracias a la aceleración del ritmo de entregas).

Es decir, un análisis de nuestras proyecciones financieras para los próximos deja ver varias ideas:

- Orientación del crecimiento hacia la línea de negocio con mayor potencial de crecer en volumen (promoción inmobiliaria). El EBITDA Recurrente pasaría de EUR 4,4Mn en 2023 a un EBITDA Recurrente de EUR 33,9Mn (23,3% s/ventas) en 2026e.
- Aumento significativo de las necesidades de inversión en circulante (compra de suelo, construcción de apartamentos), aunque con entradas de caja por anticipos de clientes (dependientes de las ventas de viviendas).
- Cambio en la estructura de capital, con un aumento significativo de la deuda neta, sobre todo en 2025e. Que se reduciría significativamente en 2026e, por el fuerte salto en EBITDA Rec. y el impacto positivo de la variación de circulante (gracias al mayor número de entregas).
- El salto de escala en ingresos, EBITDA Recurrente y generación de caja es hiperdependiente de la velocidad de entregas en los próximos años.

En definitiva, el salto de escala en ingresos, EBITDA Recurrente, generación de caja... es hiperdependiente de la velocidad de entregas que se produzcan en los próximos años.

Además, dado el tamaño actual de CLR respecto al potencial impacto en P&L y generación de caja del proyecto Larimar City & Resort, la escasa visibilidad y elevada dependencia de las entregas, la probabilidad de desviaciones en las estimaciones es muy elevada. Por lo que nos tenemos que preguntar cuál sería la foto de ventas, margen EBITDA recurrente, generación de caja y la deuda neta en 2026e (Tabla 1), si se ralentiza o acelerase el negocio de promoción inmobiliaria los próximos años.

- Escenario negativo: en el caso de que el ritmo de ventas de viviendas se mantuviese en línea con lo visto en 2023 (ventas de 500 unidades anuales; vs una aceleración en el escenario central) y se entregasen c.860 unidades en total en 2025e y 2026e, el EBITDA Rec. y el FCF Rec. se situarían en EUR 18,8Mn y EUR 21,8Mn, respectivamente en 2026e (-45% y -46% vs escenario central).
- Escenario positivo: si el ritmo de ventas se acelerase a un ritmo medio de 1.200 unidades entre 2024e-2026e y las entregas se situarían en 470 unidades y 1.680 en 2025e y 2026e ("en línea" con el plan de negocio de CLR según nuestras estimaciones), el EBITDA Rec. y el FCF Rec. se situarían en EUR 78,7Mn y EUR 67,5Mn, respectivamente en 2026e (+132% y 68% vs escenario central).

Tabla 1. Situación en 2026e dependiendo de la evolución del proyecto Larimar

EUR Mn	Esc. Pesimista	Esc. Central	Esc. Favorable
Total ingresos	93,5	145,9	298,2
Cto. Total ingresos	78,5%	146,7%	305,4%
Margen Bruto	29,0	45,2	93,3
Margen Bruto (s/Ingresos)	31,0%	31,0%	31,3%
Costes de explotación	(10,2)	(11,3)	(14,6)
% s/ingresos	-10,9%	-7,7%	-4,9%
EBITDA recurrente	18,8	33,9	78,7
EBITDA rec. / Ingresos	20,1%	23,3%	26,4%
EBITDA	18,8	33,9	78,7
EBITDA / Ingresos	20,1%	23,3%	26,4%
EBIT	18,4	33,6	78,4
EBIT / Ingresos	19,6%	23,0%	26,3%
Beneficio ordinario	12,1	29,2	76,5
Free Cash Flow Recurrente	21,8	40,1	67,5
Deuda financiera neta	57,8	26,9	(14,1)

C) En conclusión, un cambio de actividad que permite aspirar a un salto "sideral" en ingresos y EBITDA...

La "foto" que nos deja CLR es la de una compañía con capacidad de crecer en ingresos y EBITDA Rec. en su negocio histórico de ejecución de estructuras (con un perfil de menor riesgo comercial, operativo, macroeconómico y de financiación), pero que aspira a un salto de escala en ingresos y EBITDA Rec. en el periodo 2024e-2026e. Como consecuencia del proyecto Larimar City & Resort, pasando *de facto* a ser una empresa de promoción inmobiliaria. Negocio hiperdependiente del ritmo de entregas. Pudiendo limitar la capacidad de CLR para desarrollar su plan de negocio en caso de una evolución más lenta de lo esperado. Es decir, toda la atención debe estar en la evolución del ritmo de ventas y entregas. En la medida que todas las demás variables (ingresos, EBITDA Rec., deuda neta, FCF...) dependen de la evolución de éstas.

Además, dado el tamaño y duración (en el mejor de los casos de 10/12 años) del proyecto, es necesario levantar la vista y ver cuáles serán los principales drivers que expliquen el crecimiento en un plazo más largo:

Con capacidad de generar ingresos recurrentes mediante la explotación de activos hoteleros, gestión y mantenimiento de instalaciones...

- Continuación de la construcción del resto de viviendas (en total c.20.000). Con la opción siempre presente de vender parte del terreno o ceder parte de la construcción de alguna parcela/torre y de los otros activos (hoteles, universidad...), lo que ofrece alternativas a CLR.
- Explotación de los activos hoteleros, campos de golf... que se vayan construyendo, generando una fuente de ingresos recurrente.
- Gestión y mantenimiento de las instalaciones (otra posible fuente de ingresos recurrentes). Adicionalmente, en la medida en que el proyecto Larimar City & Resorts se desarrollase de forma exitosa permitiría a CLR "consolidar" su posicionamiento en la República Dominicana. Y todo lo que ello podría conllevar en términos de cartera de pedidos e ingresos futuros. También en el negocio de ejecución de estructuras.

D) ... aunque con un nivel de riesgo "casi" equiparable al potencial de crecimiento. Provocado por la enorme disparidad entre el balance actual de CLR y el proyecto Larimar

El fuerte salto de escala conlleva la asunción de notables riesgos:

- Exposición total a una economía emergente durante un periodo muy largo (a cierre de 2023 el 79% de los ingresos procedían de la República Dominicana, para 2026e el peso sería del c.95%), con segura exposición a diferentes fases del ciclo económico (máxime en un economía con fuerte dependencia del turismo y la construcción).
- Exposición a un país con déficit fiscal y con una elevada proporción de deuda en moneda extranjera, que necesita de flujos de entrada de capital extranjero para financiar el déficit por cuenta corriente.
- Elevada disparidad en la relación entre el esfuerzo de inversión y gestión que supone el proyecto Larimar con el balance actual de CLR (que ha cerrado 2023 con patrimonio neto de EUR 6,2Mn), que implica un riesgo evidente ya que la capacidad de responder a imprevistos (crisis que afecten a la demanda, deterioros) es mínima. Agravada por la velocidad del salto de escala que no es gradual, sino que se espera materializar en tan solo 3 años. La inversión requerida por Larimar en el periodo 2024e-2026e es de c.EUR 310Mn.
- Perfil de "producto de consumo discrecional" (propiedad vacacional, segunda residencia), por lo que en caso de un cambio de ciclo o ralentización de las economías en los países demandantes (EE. UU, Canadá...) se podría producir una ralentización significativa y brusca de las ventas. Con impacto inmediato en la deuda neta y patrimonio neto.
- Estructura de capital. Ya que el salto en tamaño demanda financiación y cambiará la estructura de capital de la compañía. Presumiblemente con soluciones de financiación que impliquen equity y fuerte dilución del accionariado actual.
- Riesgo regulatorio/político siempre a tener en consideración en países emergentes.

En definitiva, la palabra crecimiento está indudablemente unida a la palabra riesgo. 2024e y 2025e son clave para ver en qué medida se materializará realmente la enorme reserva de valor que "sobre el papel" contiene Larimar.

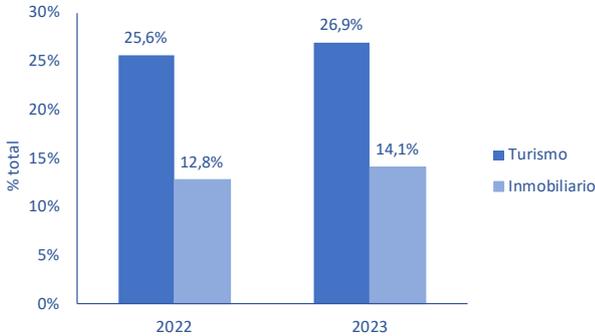
En definitiva, en el caso de CLR podemos decir que la palabra crecimiento está indudablemente unida a la palabra riesgo. Un riesgo indisoluble e inevitable en cualquier proyecto de cambio radical y salto de escala. Y que debe entenderse consustancial al giro en el modelo de negocio que supone Larimar para CLR. Aunque a "bote pronto" la expectativa de hipercrecimiento parece ofrecerse en un contexto de alto riesgo pero "bajo control". Los ejercicios 2024e (comercialización y arranque de Larimar) y 2025e (inicio de las entregas) aparecen como claves para cuantificar el atractivo de la combinación de crecimiento/riesgo que CLR ofrece. Y en qué medida se materializará realmente la enorme reserva de valor que "sobre el papel" contiene Larimar.

Tras la fuerte subida en 2023, el precio de la acción ha caído un -3,3% YTD. El performance -12m es de un 22,2% vs Ibex 35 y del 25,1% vs sector (real estate). Nuestros números para 2024e (todavía sin impacto del proyecto Larimar City & Resort) estarían cotizando a un EV/EBITDA Rec. 5,6x (5,0x 2025e; 2,0x 2026e).

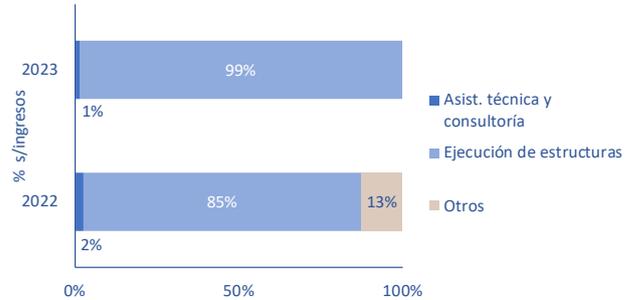
Los números, las proyecciones 2024e-2026e, brindan una última idea muy simple que parece incuestionable: en los próximos meses no puede perderse de vista a CLR "ni un minuto". La posibilidad de una gran oportunidad de inversión sigue, a día de hoy, encima de la mesa.

La compañía en 8 gráficos

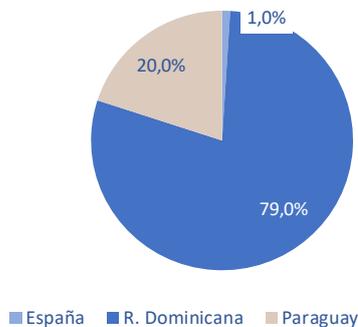
El turismo y la construcción son dos sectores clave para la R. Dominicana. Atrayendo un elevado % de la IED anual en el país.



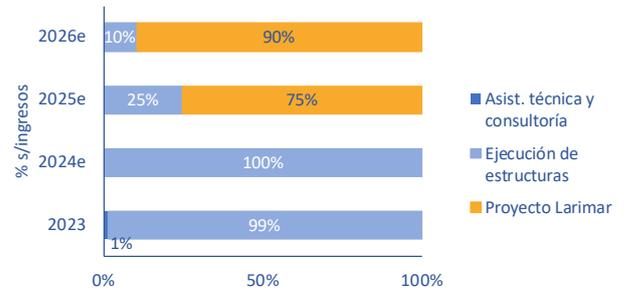
CLR: un negocio presente en toda la cadena de valor de sus clientes. Su principal línea de negocio es ejecución de estructuras.



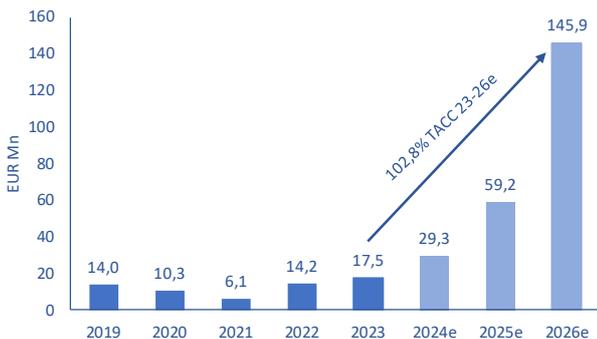
Tiene una alta concentración de la actividad en República Dominicana. En 2023 representó el 79% de las ventas.



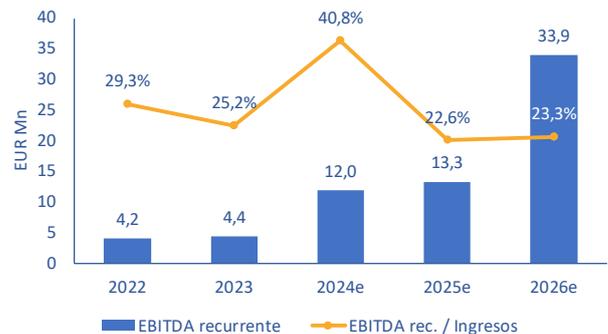
Concentración que esperamos que se acentúe debido al Proyecto Larimar. Y que provocaría un cambio casi total del mix de negocio...



... permitiendo el despegue (muy exigente) en la parte alta de la P&L hasta los EUR 145,9Mn en ingresos en 2026e.



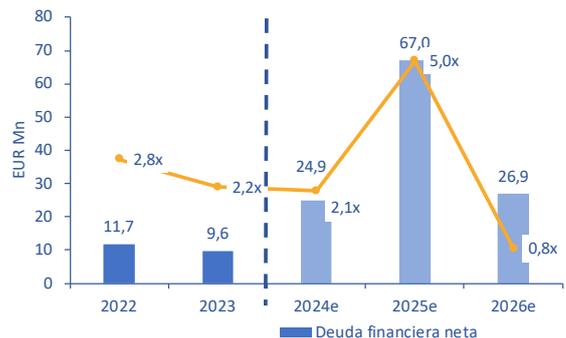
Empujando el EBITDA Rec. hasta EUR 33,9Mn en 2026e (vs EUR 12,0Mn en 2024e). Por el fortísimo crec. en volumen de ingresos...



... que situaría la generación de FCF Rec. en EUR 40,1Mn en 2026e (vs EUR -15,3Mn en 2024e). Hiperdependiente del ritmo de entregas.



Aumentando la DN en 2025e hasta EUR 67Mn. Para reducirse significativamente en 2026e (DN EUR 26,9Mn; 0,8x DN/EBITDA Rec.)



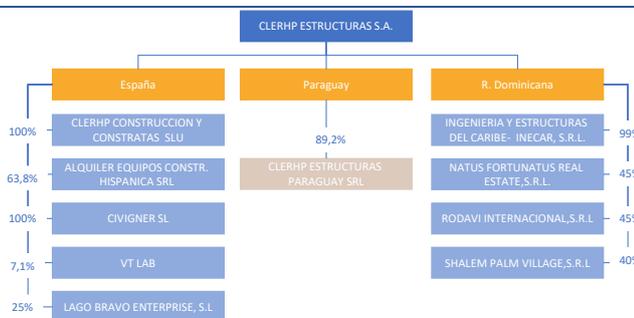
Descripción del negocio

Un megaproyecto inmobiliario en la República Dominicana que cambiará radicalmente la compañía en dos años

Clerhp Estructuras (CLR) se fundó en 2011 y es la matriz del grupo Clerhp, dedicado a la ingeniería de estructuras con servicios de diseño, cálculo, asistencia técnica, gestión en la construcción y provisión de equipos y maquinaria de construcción. CLR ha realizado trabajos en el área de la edificación y obra pública, siendo proveedor de arquitectos, constructoras y promotoras en una gran variedad de proyectos que van desde edificios de gran altura a espacios comerciales, oficinas, hoteles, viviendas y universidades. Su sede se encuentra en Murcia y cotiza en BME Growth desde marzo de 2016.

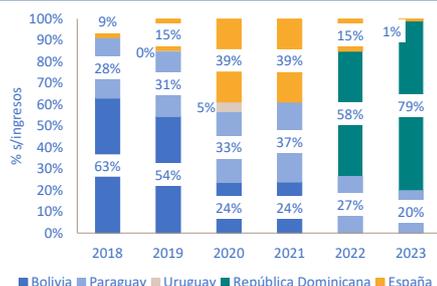
En 2022, adquirió unos terrenos en la República Dominicana para iniciar el proyecto Larimar City & Resort (dentro de la filial Ingeniería y Estructuras del Caribe Inecar; 99% CLR), lo que ha supuesto un punto de inflexión para la compañía. Aunque en P&L no tendrá efecto hasta 2025.

Gráfico 1. Actual estructura societaria



Su cuenta de resultados actual se genera exclusivamente por el negocio de ingeniería/ejecución de estructuras. Con presencia internacional en Paraguay y la República Dominicana, después de desinvertir en el 1S23 su actividad en Bolivia. A cierre del 2023, España representaba el 1% de la cifra de negocio (vs 15% a cierre 2022), Paraguay un 20% (vs 27%) y la República Dominicana un 79% (vs 58% a cierre 2022). La cartera de proyectos ascendía a c.EUR 125Mn. Estimamos que c.79% corresponde a la Rep. Dominicana y el resto a Paraguay. La elevada cartera de proyectos concede una mayor visibilidad para los próximos años, reduciendo el riesgo de negocio.

Gráfico 2. Evolución del mix geográfico 2018 - 2023



La estrategia de expansión geográfica se basa en la concentración de la actividad en la República Dominicana (que esperamos que se acentúe en los próximos años debido al proyecto Larimar). Lo que supone un riesgo de concentración de negocio, ante posibles desequilibrios macroeconómicos y políticos (característicos de países emergentes). Aunque también concede a CLR cierta ventaja frente a potenciales competidores que quieran entrar en el país, gracias a la especialización en el mercado dominicano (por ejemplo, parte de la estrategia de CLR se basa en conseguir alianzas con ingenierías locales para lograr una mayor penetración de mercado) y al buen posicionamiento que le concede el proyecto Larimar para los próximos 10/12 años. Además, el riesgo de tipo de cambio es “reducido”, ya que toda la actividad se realiza en USD (eliminando en la práctica la exposición al peso dominicano).

La estrategia de negocio de CLR se basa en la integración vertical, que va desde la ingeniería, las áreas de cálculo, producción y comercial hasta la construcción y promoción inmobiliaria. Es decir, CLR reduce el número de intermediarios en el proceso de construcción, permitiendo reducir los costes y tiempo en la ejecución de obras. En el proyecto inmobiliario Larimar City & Resort, CLR asume a priori toda la construcción del proyecto, así como la compra de materiales. Únicamente se subcontratarán algunos servicios como fontanería, electricidad...

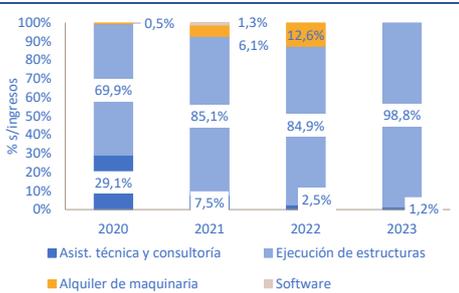
Es decir, en lo que respecta a su actividad tradicional, actualmente CLR puede definirse como una pequeña empresa de ingeniería de estructuras, que con el proyecto Larimar entra en el negocio de promoción inmobiliaria.

Los principales comparables cotizados europeos de CLR son: (i) Strabag (Austria; especializada en la construcción de edificios e ingeniería estructural, así como la construcción de carreteras, la ingeniería civil y el desarrollo de proyectos de gestión de instalaciones...), (ii) Hochtief (Alemania; grupo mundial de infraestructuras con posiciones de liderazgo en sus actividades principales de construcción, servicios y concesiones), (iii) ACS (España; empresa constructora española, donde el área de construcción está orientada a la realización de obra residencial, civil y servicios para infraestructuras). (iv) Metrovacesa (promotora inmobiliaria española), (v) Aedas homes (promotora inmobiliaria española), (vi) Insur (inmobiliaria española con un modelo de negocio que combina la actividad de promoción (residencial y terciaria) y patrimonial) y (vii) Playa Hotels & Resorts (Holanda, se dedica a la explotación de hoteles y complejos turísticos. Opera en la Península de Yucatán, la Costa del Pacífico, la República Dominicana y Jamaica.

Modelo de negocio basado en la integración vertical con tres líneas de negocio, lo que permite una mayor especialización y reducción de costes

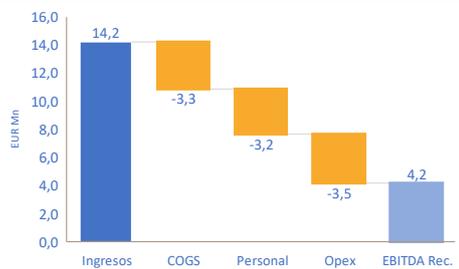
En la actualidad, CLR desarrolla su actividad a través de tres líneas de negocio:

Gráfico 3. Evolución de las ventas por línea de negocio 2020 - 2023



Nota: detalle de ventas año 2020 – 2023. Todas las ventas corresponderían a la línea de diseño, cálculo de estructuras y de asistencia técnica.

Gráfico 4. EBITDA Recurrente 2022



Nota: excluimos todos los ingresos/gastos que no tengan impacto en caja, como los gastos capitalizados. Y aquellos que no sean recurrentes.

Gráfico 5. EBITDA Recurrente 2023



Nota: excluimos todos los ingresos/gastos que no tengan impacto en caja, como los gastos capitalizados. Y aquellos que no sean recurrentes.

- **Diseño, cálculo de estructuras y asistencia técnica:** el negocio de diseño y cálculo de estructuras se factura de forma conjunta con los servicios derivados de la asistencia técnica por razones de estrategia comercial, ya que a través de un trabajo conjunto se logra ahorrar costes al cliente (eliminando la duplicidad de trabajos), gracias a que, del cálculo, se derivan gran parte de los trabajos técnicos de la construcción.

(i) **Diseño y cálculo:** consiste en proyectos de estructuras, dando solución a los arquitectos y sus equipos en la resolución de la problemática estructural en los diseños de edificios, tanto tradicionales como singulares. Es decir, se desarrolla el diseño y cálculo de todos los elementos estructurales tanto de hormigón armado, como de acero y madera. Así como servicios sobre proyectos completamente nuevos o de comprobación de proyectos realizados por terceros.

(ii) **Asistencia técnica de obra:** es un servicio complementario al anterior y consiste en la asistencia técnica al cliente en todo el proceso de construcción. Se realiza un monitoreo del avance de la obra y de la calidad en la ejecución, así como un seguimiento de los procesos y técnicas empleadas.

- **Construcción:** consiste en la construcción de las estructuras proyectadas. Si es necesario, se realiza el servicio de construcción de las estructuras empleando empresas locales que aportan la fuerza laboral. CLR aporta la tecnología y los equipos, así como el personal formador y técnico mientras que la constructora local aporta la mano de obra no cualificada.

- **Promoción inmobiliaria:** se encarga de la actividad inmobiliaria en la República Dominicana (donde CLR está desarrollando el proyecto Larimar City & Resort, único proyecto de promoción real estate de CLR), que incluye todo el proceso de urbanización, construcción, compra de materiales y venta de apartamentos.

En definitiva, CLR está presente en todo el proceso de ingeniería y construcción, centralizando en España la ingeniería para los proyectos en los que participa, y dejando que las filiales del grupo ejecuten la asistencia en obra y servicios al cliente. Con el objetivo de lograr economías de escala en la matriz.

Gráfico 6. Modelo operativo



2015 – 2023: expansión en Latinoamérica para finalmente concentrar la actividad en la República Dominicana

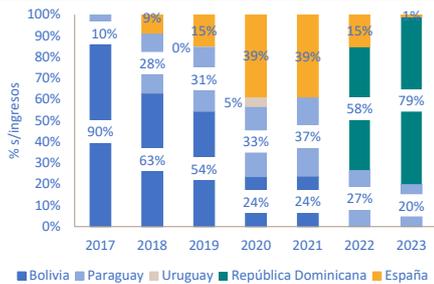
En 2012, CLR entra en el mercado boliviano con la adjudicación de varios proyectos. Y cuatro años más tarde, en 2016, entra en Paraguay, con la compra de Construcciones Guamora por EUR 0,2Mn. En marzo de ese mismo año se produce la salida a Bolsa (BME Growth).

En 2019, CLR entra en Uruguay (aunque su peso en el mix de negocio nunca llega a ser importante). En junio 2020, adquiere en España el 55% de Civigner (aplicación web para procesos técnicos de diseño, cálculo, medición y gestión), por un importe de EUR 0,5Mn. El 45% restante se adquiere en 2021 (EUR 0,1Mn).

En 2021, CLR adquiere el 30,8% de la sociedad Alquiler Equipo Construcción por EUR 0,5Mn en Bolivia y vende la filial uruguaya. Al año siguiente, desinvierte totalmente de Bolivia, con la venta de todas las sociedades, entre ellas Alquiler Equipo Construcción.

También en 2021, empieza a operar en la República Dominicana. Durante ese mismo año, se producen tensiones de caja, provocando el incumplimiento de compromisos de pago con entidades financieras, lo que lleva a iniciar un proceso para la reestructuración de la deuda. En 2022 se inicia el proyecto Larimar City & Resort.

Gráfico 7. Evolución del mix geográfico 2017 - 2023



2021: Impago de la deuda. 2023: acuerdo del proceso de reestructuración

En 2021 tuvieron lugar tensiones de caja por las consecuencias económicas derivadas del Covid-19 (retraso en el inicio de proyectos, en los cobros a los clientes, deterioro de proyectos en curso...) y que, junto a la limitada generación de caja en años previos, provocaron que se incumplieran compromisos de pago con entidades financieras y, por ende, se iniciara el proceso de negociación con dichas entidades para la reestructuración de la deuda. Finalmente, el 11 de octubre de 2023, CLR suscribió un acuerdo vinculante con el Banco Santander y Caixabank con los siguientes términos para la reestructuración:

- Los instrumentos a refinanciar son préstamos sin garantía hipotecaria, pólizas de crédito, confirming, anticipo de facturas, descubiertos de cuentas corrientes y tarjetas de crédito.
- La deuda total a refinanciar es de EUR 6,0Mn con un vencimiento a 31 de dic de 2026.

Tabla 1. Tramos de amortización

	2023	2024	2025	2026	Total
% Amortización	7,5%	25,0%	30,0%	37,5%	100,0%

- La tasa de interés es el Euribor 12 meses + 1,5%.
- En la firma del acuerdo CLR tuvo que pagar en efectivo EUR 0,4Mn a Caixabank y EUR 0,5Mn a Banco Santander.

Adicionalmente, durante 2021 y 2022 se realizaron dos ampliaciones de capital: (i) una por compensación de créditos (30 de diciembre 2021) por un importe total de c.EUR 2,0Mn (1.458.935 acciones; 14% s/acciones pre-ampliación) y (ii) otra ampliación de capital dineraria con exclusión del derecho de suscripción preferente (29 de junio de 2022), por un importe de EUR 0,4Mn (241.565 acciones; 2% s/acciones pre-ampliación) con Trina WorldWide. Además, Trina WorldWide compró 1.036.849 de acciones de autocartera de CLR (en diciembre 2021 y julio 2022). Actualmente, Trina WorldWide tiene un 10,2% del capital de CLR.

Durante 2023, CLR realizó dos ampliaciones de capital más: (i) una ampliación de capital por compensación de créditos con la sociedad Rhymar Proyects Developer, en la que participa el CEO de CLR. Dicha ampliación consistió en la emisión de 1,7Mn de acciones (14% s/acciones pre-ampliación) por un valor de EUR 2,9Mn y (ii) otra ampliación de capital por conversión de obligaciones convertibles con la emisión de 0,6Mn de acciones (3,5% s/acciones pre-ampliación), por un importe de EUR 0,6Mn con Inveready.

Tabla 2. Cuadro resumen ampliaciones de capital 2020 - 2023

Concepto/ Nº de acciones	2020	2021	2022	2023
Amp. de capital dineraria			0,2	
Amp. de capital por compensación de créditos		1,5		1,7
Amp. de capital por obligaciones convertibles				0,6
Acciones finales	10,1	11,5	11,8	14,1
% s/acciones pre ampliación		14,5%	2,1%	19,4%
% s/acciones post ampliación		12,6%	2,1%	16,3%

En definitiva, después de las ampliaciones de 2021 – 2023 el impacto dilutivo para aquellos accionistas que no hubieran participado en dichas ampliaciones ha sido del 28%.

Proyecto Larimar & Resort, un punto de inflexión para CLR (no libre de riesgos). La compañía cambia radicalmente y “de facto” pasa a ser un negocio promotor.

CLR está desarrollando el proyecto Larimar City & Resort (Punta Cana, República Dominicana). Que consiste en el desarrollo de 2,7Mn de m2 de edificaciones residenciales (c.20.000 apartamentos y villas) y hoteleras (6 hoteles). Además, incluye restaurantes, una universidad, centros comerciales, un hospital, colegios, campos de golf, infraestructuras de ocio con piscinas, playas artificiales...es decir, una “pequeña ciudad”.

La sociedad Ingeniería y estructuras del Caribe – Inecar (99% CLR) es la encargada de realizar la construcción de todo el complejo (CLR estima una duración de 10/12 años). La sociedad Clerhp Estructuras hará las funciones de project management incluyendo las tareas de diseño y arquitectura. El proyecto se realizará en 10 fases concatenadas de modo que se pueda ajustar el ritmo de ejecución. En la primera etapa se realizarán las fases 1 y 2. La primera de ellas comprende la construcción de 14 torres de dieciséis alturas con apartamentos de 1, 2 y 3 dormitorios. Las entregas de la fase 1 se estiman en 2025 y 2026. Como se ha mencionado anteriormente, toda la urbanización, construcción y compra de materiales la llevará a cabo CLR. Además, actualmente la comercialización es gestionada 100% por CLR (sin subcontratación).

Lo que “dicen” los números del pasado más reciente: fuerte crecimiento en ingresos y EBITDA, interrumpido temporalmente por la pandemia

Si analizamos la evolución de las principales métricas (ingresos, margen bruto, EBITDA, deuda neta...) de los ejercicios 2019 - 2023 vemos que el negocio de CLR se ha caracterizado por:

Tabla 3. Principales métricas – P&L (2019 – 2023)

EUR Mn	2019	2020	2021	2022	2023
Total ingresos	14,0	10,3	6,1	14,2	17,5
Cto. Total ingresos	31,9%	-26,5%	-40,9%	133,5%	23,0%
Margen Bruto	9,9	8,3	3,4	10,9	11,6
Margen Bruto (s/Ingresos)	71,0%	81,1%	55,2%	76,5%	66,4%
Costes de explotación	(7,4)	(7,9)	(7,2)	(6,7)	(7,2)
% s/ingresos	-52,6%	-76,8%	-118,1%	-47,2%	-41,2%
EBITDA recurrente	2,6	0,4	(3,8)	4,2	4,4
EBITDA rec. / Ingresos	18,5%	4,2%	-62,9%	29,3%	25,2%
EBITDA	2,6	0,4	(3,8)	4,2	5,5
EBITDA / Ingresos	18,5%	4,0%	-62,2%	29,3%	31,2%
EBIT	2,0	0,2	(3,9)	3,4	5,1
EBIT / Ingresos	14,3%	2,2%	-63,4%	24,2%	29,2%
Beneficio ordinario	1,4	(0,9)	(5,0)	1,4	1,0

Gráfico 8. Balance 2019 - 2023

EUR Mn	2019	2020	2021	2022	2023
Inmovilizado inmaterial	0,4	2,0	2,7	0,8	0,5
Inmovilizado material	4,2	4,2	3,4	3,9	4,5
Otros activos no corrientes	0,1	0,1	0,3	0,1	0,1
Inmovilizado financiero	0,2	1,0	0,9	5,5	3,9
Fondo de comercio y otros intangibles	-	0,3	0,2	-	-
Activo circulante	7,0	9,7	9,2	13,0	29,1
Total activo	11,9	17,3	16,8	23,3	38,2
Patrimonio neto	3,7	1,9	(2,8)	2,2	6,2
Minoritarios	0,3	0,7	0,1	(0,0)	(0,2)
Provisiones y otros pasivos a LP	0,2	0,3	0,2	3,0	4,3
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-
Deuda financiera neta	5,5	11,5	15,7	11,7	9,6
Pasivo circulante	2,1	3,0	3,6	6,4	18,3
Total pasivo	11,9	17,3	16,8	23,3	38,2

Gráfico 9. Crecimiento en ingresos y margen bruto 2019 – 2023

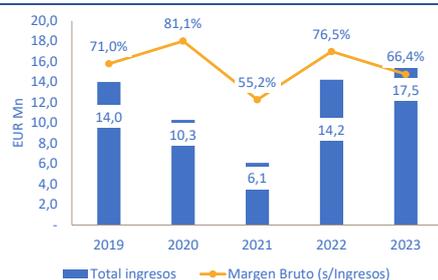
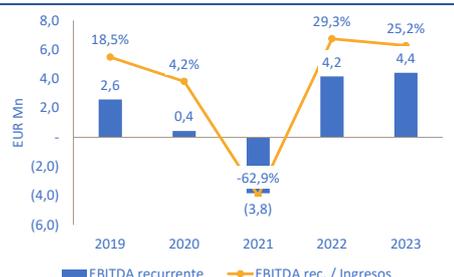


Gráfico 10. Evolución EBITDA Recurrente



- **Crecimiento en ingresos a doble dígito alto (20,0% TACC 2016 – 2023):** En 2019, CLR multiplicó los ingresos de 2017 por 2,8x, gracias a un gran crecimiento generalizado. En Bolivia, los ingresos se situaron en EUR 7,5Mn (vs EUR 4,7Mn en 2017), en Paraguay c.EUR 4,2Mn (vs EUR 0,5Mn) y España en EUR 2,0Mn (sin ingresos en 2017). En los dos próximos años, se produce una gran caída en la cifra de negocio derivada del impacto de la pandemia. Aunque en 2022, tiene lugar una completa recuperación, impulsada principalmente por la República Dominicana (RD), volviendo a niveles de ingresos de 2019. Los ingresos en RD alcanzaron los EUR 8,2Mn, Paraguay EUR 3,8Mn y España EUR 2,2Mn. Por línea de negocio, destaca ejecución de estructuras (principal línea de negocio), que alcanzó unos ingresos de EUR 12,0Mn (vs EUR 5,1Mn en 2021), es decir, el 85% de los ingresos totales en 2022.

A cierre de 2023, la línea de negocio de ejecución de estructuras alcanzó EUR 17,3Mn (vs EUR 12,0Mn 2022), gracias al crecimiento en la RD. Todavía sin impacto en P&L del proyecto Larimar.

- **Con un margen bruto medio histórico de c.68%:** situándose únicamente por debajo en 2016 (diferente mix geográfico y de negocio), en 2021 (impacto de la pandemia) y 2023 (66%). Las principales partidas de los gastos de aprovisionamiento son servicios de terceros (subcontratistas de mano de obra y personal especializado), alquiler de maquinaria, de grúas, compra de materiales.
- **Despegue en EBITDA Rec. en 2023 hasta EUR 4,4M (vs EUR 2,6Mn en 2019).** El margen EBITDA Rec. alcanza el 25,2% en 2023 (vs 18,5% y 29,3% en 2019 y 2022 respectivamente). El crecimiento exponencial en ingresos (impulsado por la República Dominicana) ha permitido un salto en EBITDA Rec. hasta los EUR 4,4Mn en 2023 (vs 2,6Mn en 2019, sin impacto del Covid).

Aunque la conversión del EBITDA Rec. en FCF ha sido hasta 2023 nula. Que junto al fuerte impacto de la pandemia explica el aumento de la DN (y posterior reestructuración).

- **Deuda neta de EUR 9,6Mn en 2023.** A cierre del 2022, la compañía tenía una posición de deuda neta de 11,7Mn. Y en 2023 de EUR 9,6Mn (con una deuda bruta de EUR 10,9Mn y EUR 1,3Mn de caja). Hemos excluido otros pasivos financieros por importe de EUR 4,2Mn (al no ser deuda financiera)

Tabla 4. Evolución Deuda Neta

EUR Mn	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Net Debt (Net Cash)	0,8	1,7	1,7	2,3	5,5	11,5	15,7	11,7	9,6
EBITDA recurrente	0,5	0,6	1,0	1,8	2,6	0,4	-3,8	4,2	4,4
Net Debt/EBITDA Rec.	1,5x	2,8x	1,7x	1,3x	2,1x	26,4x	n.a	2,8x	2,2x
Patrimonio neto	2,0	2,0	1,8	2,6	3,7	1,9	-2,8	2,2	6,2
Net Debt/Equity	0,4x	0,9x	1,0x	0,9x	1,5x	6,2x	n.a	5,3x	1,6x

Tabla 5. Vencimiento de deuda a cierre del 2023

EUR Mn	2024	2025	2026	2027	2028	Más de 5	Total
Deudas con entidades de crédito	2,6	2,3	2,5	0,4	0,2	0,1	8,2
Otros pasivos financieros	2,7	0,1					2,9
Derivados	0,0						0,0
Obligaciones y otros	1,8						1,8
Deudas con empresas del grupo	0,1					0,1	0,2
Total	7,2	2,5	2,5	0,4	0,2	0,1	12,9

Un accionariado con elevada presencia del consejo de administración (33% del capital de forma directa) con free float de c.44%

Sin participaciones significativas de inversores institucionales. Los accionistas de referencia son: Juan Andrés Romero Hernández (consejero dominical, presidente del consejo y consejero delegado) con un 8,8% del capital en total, Rhymar Projects Developer (consejero dominical) con un 25,4%, Rheto Arquitectos (consejero dominical) con un 8,1% y Victor Manuel Rodríguez Martín con un 6,4% (consejero dominical). El consejo de administración controla directamente el 33% del capital.

Trina WorldWide (10,2% del capital; no presente en el consejo) es un proveedor mundial de soluciones de energía inteligente, que ofrece productos y servicios fotovoltaicos. Está presente en el accionariado desde junio de 2022.

En conclusión, ¿Qué es CLR hoy ("realmente")? ¿en qué se basa su idea de negocio?

CLR es hoy (todavía) una Small Cap de ingeniería de estructuras y servicios de construcción. Pero, en 2022, adquiere unos terrenos en la República Dominicana para el desarrollo del proyecto Larimar City & Resort (construcción de c.20.000 apartamentos, hoteles, restaurantes) ...durante (en el mejor de los casos) los próximos 10/12 años. Que cambia la compañía por completo en cuatro direcciones:

- Tamaño: CLR estima en su plan de negocio multiplica por c.17x los ingresos de 2023 (EUR 17,5Mn) en 2026e, hasta los EUR 302,9Mn.
- Actividad: pasando de un negocio español de ingeniería y construcción convencional a ser una promotora en República Dominicana integrada aguas arriba.
- Estructura de capital. Ya que el salto en tamaño demanda financiación y cambiará la estructura de capital de la compañía. Presumiblemente con fuerte dilución del accionariado actual.
- Riesgo. Ya que la oportunidad de crecimiento exponencial que aporta Larimar implica necesariamente riesgo: comercial, operativo o de ejecución, macro (proyecto mono-país; economía emergente) y de financiación.

Así que CLR debe ser vista como una compañía que afronta un reto/opportunidad enorme, que cambiará la compañía de manera absoluta. En todos los sentidos. CLR fue un negocio de ingeniería (ejecución de estructuras). Y pasa a ser una promotora turística en RD...

¿Qué define el modelo de negocio de CLR? ¿sobre qué pivota desde 2024e?

- **Empresa integrada verticalmente:** con el control de todo el proceso, desde la ingeniería, cálculo, diseño, hasta la construcción y promoción inmobiliaria. Esto le permite reducir los tiempos de ejecución y los costes asociados (eliminando duplicidades). Avalado por un EBITDA Rec. 2019 y 2023 (años sin impacto de la pandemia) de 18,5% y 25,2%, respectivamente
- **Elevada cartera de proyectos.** A cierre del 2023, CLR tenía una cartera de proyectos de c.EUR 125Mn, es decir, c.7x los ingresos del 2023 de EUR 17,5Mn. La elevada cartera de proyectos aumenta la visibilidad para los próximos años, reduciendo el riesgo de negocio. Estimamos que c.79% de la cartera hasta la fecha corresponde a la República Dominicana.

- **Proyecto Larimar & Resort.** Exposición a un megaproyecto inmobiliario para (en el mejor de los casos) los próximos c.12 años, implicando la construcción de una pequeña ciudad (20.000 apartamentos, restaurantes, hoteles, casinos, un hospital...) en Punta Cana. Lo que supondrá el despegue a nivel de ingresos y EBITDA Rec. (2025). Aunque incrementando sustancialmente el riesgo operativo y de financiación.
- **Demanda (Larimar) procedente de países desarrollados.** Exposición a un tipo de cliente extranjero no local, procedente de EE. UU., Canadá... con un mayor poder adquisitivo. Que mitiga el riesgo de demanda, al no tener una exposición geográfica única o una elevada dependencia del mercado dominicano.
- **Salto de escala:** CLR estima en su plan de negocio multiplicar por c.17x los ingresos de 2023 (EUR 17,5Mn) en 2026e, hasta los EUR 302,9Mn. Hiperdependiente de la velocidad de ejecución de viviendas.
- **Elevada opcionalidad:** CLR tiene la opción de vender suelo para la construcción de viviendas o ceder la gestión de parte de los activos (como hoteles, restaurantes...) a cambio de una contraprestación a potenciales inversores, lo que reduce la presión operativa o de financiación, si finalmente decide seguir por esa vía.
- **Exposición a sectores cíclicos (construcción, turismo).** Exposición a un sector cíclico como la construcción durante 10/12 años, muy sensible a la macro. A finales de 2023 RD recortó las tasas de interés (positivo para el sector constructor local). La ciclicidad del sector turístico en la RD se reduce en cierta medida por disfrutar de buen clima todo el año.
- **Conversión de EBITDA Rec. en caja. Es decir, generación de FCF.** Hasta la fecha, la capacidad de convertir el EBITDA Rec. en generación de caja de CLR ha sido muy reducida, habiendo tenido FCF Recurrente negativo desde 2016 (a excepción de 2017, que se situó en breakeven).
- **Desajuste "balance – proyecto".** A cierre de 2023, la compañía tenía un patrimonio neto de EUR 6,2Mn. Lo que, puesto en relación con el megaproyecto inmobiliario que está desarrollando, implica un riesgo teórico (financiero y contable) evidente ya que la capacidad de responder a imprevistos (crisis que afecten a la demanda, deterioros) es mínima.

En definitiva, la apuesta de CLR por el proyecto Larimar (y, por ende, la concentración de la actividad en la República Dominicana) representa una gran oportunidad de tener exposición a uno de los mayores proyectos inmobiliarios del país (y todo lo que puede implicar a largo plazo: despegue en ingresos, EBITDA Rec. y FCF). Un proyecto que cambia la compañía.

Aunque con notables riesgos, ya que supondrá un esfuerzo de inversión y gestión descomunal dado el tamaño actual de la compañía (con unos ingresos en 2023 de EUR 17,5Mn, EBITDA Rec. de EUR 4,4Mn, con un valor en libros neto a 2023 de EUR 6,2Mn y que acaba de cerrar un proceso de reestructuración de deuda derivada del impacto de la pandemia). Además, implica la exposición a una economía emergente durante un periodo largo (10/12 años), con segura exposición a diferentes fases del ciclo económico (máxime en un economía con fuerte dependencia del turismo y la construcción).

CLR aparece hoy como una historia de gran transformación, asociada a dos conceptos: crecimiento y riesgo. Ambos (especialmente el crecimiento) en altas dosis.

Rep. Dominicana (mercado clave para CLR): fuerte crecimiento en PIB (c.+5% TACC -30Y). Con alta dependencia del turismo.

Viendo la elevada dependencia de CLR de la República Dominicana (RD), que en 2022 y 2023 representó el 58% y 79% de los ingresos totales. Y dada la relevancia del proyecto Larimar City & Resort (sector de construcción y turismo, altamente sensible al ciclo macro) esperamos que la dependencia de RD se incremente significativamente los próximos años. Por lo que hemos considerado relevante analizar las principales métricas macroeconómicas del país (PIB, PIB per cápita, balanza de pagos, calificación de la deuda...).

El crecimiento mundial se estima que sea del 3,1% en 2024e y del 3,2% en 2025e según el Fondo Monetario Internacional (FMI), gracias principalmente a una resiliencia mayor de lo esperado de Estados Unidos y de algunas economías emergentes. Aunque por debajo del crecimiento anual promedio histórico del 3,8% (2000-2019) debido a las políticas monetarias restrictivas y el bajo crecimiento de la productividad subyacente.

Más concretamente, para Estados Unidos (principal socio a nivel de exportaciones y número de turistas de la República Dominicana) el FMI espera un crecimiento del 2,1% en 2024e (vs 2,5% en 2023) y un 1,7% en 2025e, impactado por: (i) los efectos tardíos del endurecimiento de la política monetaria (+525 p.b., marzo 2022 – julio 2023), (ii) el ajuste en los mercados laborales (menor crecimiento del empleo y salarios) y (iii) el agotamiento de los ahorros acumulados por los hogares durante la pandemia.

Para las economías de Centroamérica y República Dominicana (CARD), la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), estima un crecimiento medio ponderado del 3,7% en 2023e (vs 4,8% en 2022), debido principalmente a un menor dinamismo del comercio exterior y una menor demanda interna.

Gráfico 11. Incidencia % en el PIB real 2023 por conceptos (Rep. Dominicana)



Fuente: Viceministerio de análisis económico y social de la República Dominicana

República Dominicana: mayor crecimiento que los países de Centroamérica en PIB y PIB per cápita en los últimos 10 años

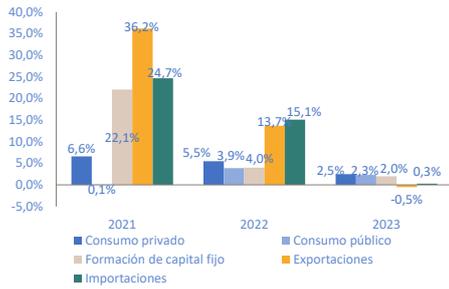
La República Dominicana (RD) es la mayor economía del Caribe, con una población de c.11,2Mn de habitantes en 2023. Es una democracia representativa (en 2024 tendrá lugar las elecciones generales). Y es la séptima economía de América Latina. CEPAL estima un crecimiento c.4% para 2024e (vs 12,3%, 4,9% y 2,4% en 2021, 2022 y 2023 respectivamente). Es decir, a pesar del difícil entorno internacional de los últimos años (elevada inflación, subida drástica de los tipos de interés, disrupción en la cadena de suministros...), la RD ha conseguido crecer en promedio en los últimos 10 años por encima de los países de Centroamérica (ver tabla 7).

Tabla 7. Tasa de crec. del PIB a precios constantes de los países de Centroamérica y RD

País	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Promedio
Costa Rica	3,5%	3,7%	4,2%	4,2%	2,6%	2,4%	-4,3%	7,9%	4,6%	3,2%
El Salvador	1,7%	2,4%	2,5%	2,3%	2,4%	2,4%	-7,8%	11,2%	2,6%	2,2%
Guatemala	4,4%	4,1%	2,7%	3,1%	3,4%	4,0%	-1,8%	8,0%	4,1%	3,6%
Honduras	3,1%	3,8%	3,9%	4,8%	3,8%	2,7%	-9,0%	12,5%	4,0%	3,3%
Nicaragua	4,8%	4,8%	4,6%	4,6%	-3,4%	-2,9%	-1,8%	10,3%	3,8%	2,8%
Panamá	5,1%	5,7%	5,0%	5,6%	3,7%	3,3%	-17,7%	15,8%	10,8%	4,1%
Rep. Dominicana	7,1%	6,9%	6,7%	4,7%	7,0%	5,1%	-6,7%	12,3%	4,9%	5,3%

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

Si analizamos la variación del PIB real por conceptos en 2022 (según el último informe disponible del Viceministerio de análisis económico y social de la República Dominicana), el consumo final registró una variación del 5,4%, gracias a un incremento del 5,5% y 3,9% del consumo privado y público, respectivamente. Este último estaba destinado a mitigar el impacto inflacionista en la población y en el tejido productivo. Las exportaciones de bienes y servicios crecieron un 13,7%, representando 3 p.p. del crecimiento total del PIB (4,9%), en línea con el aumento del 47,5% en ingresos por turismo (en USD). Dicho incremento se logró gracias a un mayor flujo de pasajeros no residentes (7,2Mn en 2022). Respecto a las importaciones de bienes y servicios en 2022, crecieron un 15,1%, impactando de forma negativa en 4,7 p.p. en el crecimiento total del PIB, debido al aumento del valor en dólares de las importaciones totales (sobre todo de petróleo).

Gráfico 12. Variación interanual del PIB real por el enfoque del gasto, 2021 – 2023


Fuente: Viceministerio de análisis económico y social de la República Dominicana.

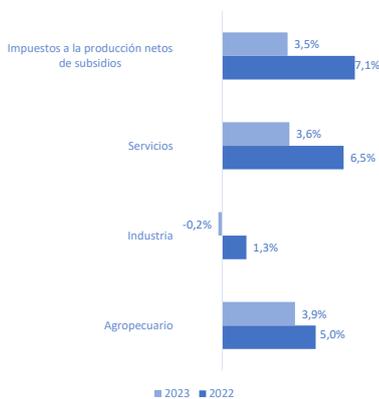
En 2023, el PIB creció a una tasa del 2,4%, (por debajo del crecimiento experimentado en 2022 del 4,9%), impulsado principalmente por el consumo tanto privado (2,5% vs 5,5% en 2022) como público (2,3% vs 3,9% en 2022), y la formación de capital (2% vs 4% en 2022). La tasa de crecimiento de las exportaciones e importaciones se mantuvo plana (ver gráfico 12).

En las últimas décadas, la RD presenta unas de las mayores tasas de crecimiento promedio real per cápita acumulada de América Latina, lo que le ha permitido avanzar del decimoquinto lugar en 1980 al séptimo en 2020 (en tasa de crecimiento) por detrás de Panamá, Chile, Uruguay, Argentina, Costa Rica y México según el FMI. Aunque, si tomamos como referencia el periodo 2014 – 2022, el PIB per cápita de la RD ha crecido muy por encima de estos países. Sin embargo, la pobreza continúa en niveles elevados debido a los altos grados de desigualdad.

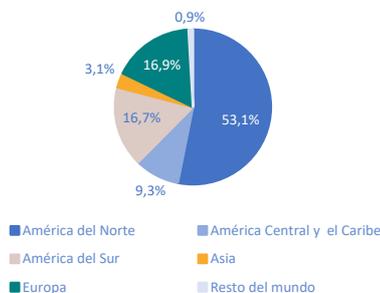
Tabla 8. Producto Interior Bruto por habitante (precios constantes; tasa de variación anual)

País	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Promedio
Costa Rica	2,4%	2,6%	3,2%	3,1%	1,7%	1,5%	-5,0%	-7,3%	4,0%	0,7%
El Salvador	1,3%	2,0%	2,2%	2,0%	2,3%	2,3%	-8,0%	10,8%	2,5%	1,9%
Guatemala	2,5%	2,2%	0,9%	1,3%	1,7%	2,5%	-3,2%	6,5%	2,7%	1,9%
Honduras	1,2%	2,0%	2,1%	3,0%	2,1%	0,9%	-10,4%	10,8%	2,5%	1,5%
Nicaragua	3,3%	3,3%	3,1%	3,2%	-4,7%	-4,2%	-3,1%	8,8%	2,3%	1,3%
Panamá	3,3%	3,9%	3,1%	3,8%	2,0%	1,6%	-18,9%	14,3%	9,4%	2,5%
Chile	0,8%	1,1%	0,6%	-0,2%	2,1%	-1,0%	-7,4%	10,6%	1,9%	0,9%
Uruguay	2,9%	0,0%	1,4%	1,5%	0,0%	0,7%	-6,3%	5,4%	5,0%	1,2%
México	1,2%	1,5%	0,6%	0,8%	1,0%	-1,1%	-9,3%	5,2%	3,2%	0,3%
Argentina	-3,5%	1,7%	-3,0%	1,9%	-3,4%	-2,7%	-10,5%	10,1%	4,4%	-0,6%
Rep. Dominicana	5,7%	5,7%	5,4%	3,5%	5,8%	3,9%	-7,7%	11,1%	3,8%	4,1%
Promedio	1,9%	2,4%	1,8%	2,2%	1,0%	0,4%	-8,2%	7,8%	3,9%	1,4%

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

Gráfico 13. Crecimiento del PIB real por sectores de origen 2022 – 2023 (%)


Fuente: Viceministerio de análisis económico y social de la República Dominicana.

Gráfico 14. Llegada de extranjeros no residentes a RD por vía aérea en 2023


Fuente: Banco Central de la República Dominicana.

Turismo y construcción, dos sectores clave para la República Dominicana

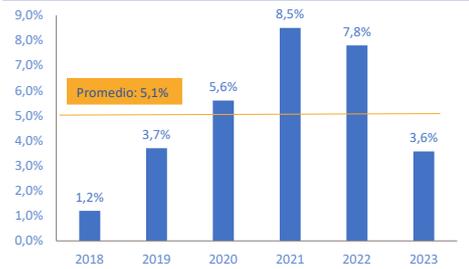
Si ponemos el foco en la evolución sectorial durante el año 2022, el sector servicios fue el principal impulsor de la actividad económica dominicana con una variación interanual del 6,5%, siendo los principales contribuidores a dicho crecimiento: (i) actividades de hoteles, bares y restaurantes con una variación del 24% (vs 39,5% en 2021; la mayoría de los servicios se orientan al turismo por lo que es un buen proxy para analizar dicho sector), (ii) salud del 11% (vs -0,3%) y (iii) la administración pública del 8,5% (vs -1,7% 2021).

El punto negativo lo puso la tasa de crecimiento del sector industrial (1,3%) y de la construcción (0,6% vs 23,4% en 2021), altamente impactados por la inflación de costes. Aunque la situación ha cambiado, ya que la inflación interanual se redujo significativamente (-3,67 p.p.) respecto a la tasa de inflación registrada en enero de 2023, pasando de 7,24% a 3,57% a cierre de 2023. La inflación subyacente también ha continuado su tendencia a la baja en 2023 hasta 4,3% según la Dirección de Análisis Macroeconómico de la RD.

El impacto del sector servicios en 2022 representó un poco más del 90% (4,5 p.p.) del crecimiento económico ese año. Donde la actividad de hoteles, bares y restaurantes contribuyó con 1,3 p.p. del aumento del PIB en 2022, gracias a un incremento interanual del 43,4% en el volumen de turistas no residentes, situándose en 7,2Mn (vs 5,2Mn y 6,4Mn en 2013 y 2019, respectivamente), cifra que ha aumentado hasta los 8,1Mn en 2023.

En 2023, vemos que las tendencias vistas en 2022 continuaron, aunque a un ritmo inferior. El sector servicios creció un 3,6% vs 2022, gracias principalmente al crecimiento en las actividades de hoteles, bares y restaurantes con una variación del 10,7% vs 2022 y el sector salud que creció un 10%. La actividad de construcción en 2023 aceleró la tasa de crecimiento hasta el 2,1% (vs 0,6% en 2022). Gracias, sobre todo, a la aceleración de la actividad en el 3T23 en un 5,5% según el BCRD, mostrando una recuperación de la actividad. Que se vio favorecida por las medidas de estímulo monetario (reducción de tipos) y aumento del gasto público.

El impacto del sector servicios volvió a ser el más representativo, pesando otro 90% (2,1 p.p.) del crecimiento económico de 2023. Donde la actividad de hoteles, bares y restaurantes contribuyó con 0,6 p.p y la construcción un 0,3p.p. Lo que ejemplifica la elevada dependencia de la economía dominicana de ambos sectores.

Gráfico 15. Variación precios al consumidor (Rep. Dominicana)


Fuente: CEPAL y Dirección de Análisis Macroeconómico de la República Dominicana.

La inversión extranjera directa en 2022 en RD alcanzó la cifra de USD 4.099Mn según el Banco Central de la República Dominicana (BCRD), con un crecimiento interanual de c.USD 900Mn (+28%). Y que representó el 35% de la inversión en Centroamérica ese año. Además, el 25% (c.USD 1.000Mn vs USD 965Mn en 2021) se destinó al sector turístico, alcanzando por primera vez esa cifra. En 2023, la IED se situó en USD 4.390Mn, creciendo un 7% vs 2022. Desde 2010 y hasta 2023 la inversión extranjera directa acumulada (IED) en el sector turístico ha sido de USD 9.182Mn, es decir, una media por año del 22,5% de la IED total.

Tabla 9. Inversión extranjera directa por actividad económica (2010 – 2023)

Sector	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Promedio
Turismo	8,9%	4,7%	5,2%	12,9%	13,6%	30,5%	32,8%	19,7%	33,7%	32,9%	37,3%	30,5%	25,6%	26,9%	22,5%
Comercio / Industria	28,0%	15,6%	40,0%	20,3%	27,5%	16,7%	17,2%	38,2%	21,3%	11,8%	17,2%	9,6%	14,9%	15,7%	21,0%
Telecomunicaciones	24,7%	2,4%	-0,7%	9,4%	11,6%	15,2%	-11,0%	1,9%	-9,5%	10,3%	-4,8%	2,6%	4,7%	-0,7%	4,0%
Energía	5,3%	11,4%	9,7%	22,6%	15,9%	-4,4%	-0,3%	1,8%	8,0%	9,2%	16,8%	8,7%	18,3%	24,4%	10,5%
Financiero	4,6%	5,9%	5,1%	7,6%	9,4%	8,6%	5,2%	2,5%	7,0%	3,1%	3,2%	3,6%	4,2%	3,1%	5,2%
Zonas Francas	3,5%	6,5%	5,2%	7,5%	8,6%	10,7%	9,3%	7,4%	9,2%	8,6%	9,1%	8,9%	9,0%	7,9%	8,0%
Minero	11,9%	46,5%	37,2%	4,7%	-1,7%	0,3%	20,2%	11,5%	7,3%	7,4%	-0,3%	16,8%	9,1%	6,3%	12,7%
Inmobiliario	13,1%	7,0%	6,5%	13,7%	13,8%	18,7%	24,4%	15,3%	20,4%	14,6%	17,7%	16,8%	12,8%	14,1%	14,9%
Transporte	0,0%	0,0%	-8,1%	1,3%	1,2%	3,7%	2,3%	1,7%	2,5%	2,0%	3,8%	2,5%	1,5%	2,2%	1,2%
Inversión total (USD Mn)	2.024	2.277	3.142	1.991	2.209	2.205	2.407	3.571	2.535	3.021	2.560	3.197	4.099	4.390	2.830

Fuente: Banco Central de la República Dominicana

Otro dato importante que deja ver la buena dinámica del turismo en RD es el aumento de la tasa de ocupación hotelera en 5,6 p.p. entre enero y junio de 2023 hasta el 77,3% (vs 71,7% en el mismo periodo de 2022). Las zonas que aumentaron más la ocupación son Punta Cana/Bávaro (donde se encuentra ubicado el proyecto Larimar City & Resort) y La Romana/Bayahíbe.

Otro sector muy importante para RD es el sector de la construcción, que en 2022 y 2023 llegó a representar el 15,2% y 14,7% de PIB (vs 11,3% y 14,3% en 2018 y 2021) según el Banco Central de la República Dominicana (BCRD).

El crecimiento del sector en los últimos años (TACC -10y del 13% en moneda local) ha venido determinado por la inversión pública y privada en el desarrollo residencial de bajo y medio coste (con el objetivo de reducir el déficit de viviendas), la inversión privada en establecimientos comerciales y la ampliación de complejos y capacidad hotelera, así como por la ejecución con capital público de los planes de reconstrucción y mantenimiento de la infraestructura pública.

Tabla 10. Peso % sobre el PIB por sector (2010 – 2023)

Sector	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Promedio
Agropecuario	6,1%	5,6%	5,4%	5,3%	5,2%	5,5%	5,5%	5,3%	5,1%	5,2%	6,0%	5,7%	5,8%	6,4%	5,6%
Explotación de minas y canteras	0,4%	0,8%	0,9%	1,9%	2,0%	1,6%	2,0%	1,9%	1,7%	1,8%	2,0%	1,8%	1,4%	1,2%	1,5%
Manufactura local	12,0%	11,8%	11,6%	11,2%	11,2%	11,4%	11,1%	10,8%	10,8%	10,6%	10,9%	11,5%	11,6%	10,6%	11,2%
Manufactura zonas francas	3,3%	3,3%	3,4%	3,4%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,2%	3,5%	3,6%	3,3%	3,1%	3,3%
Construcción	10,1%	10,2%	9,9%	10,1%	10,7%	10,2%	9,5%	10,5%	11,4%	12,0%	12,2%	14,3%	15,2%	14,7%	11,5%
Servicios	61,4%	61,9%	62,6%	61,6%	61,2%	61,1%	61,6%	61,1%	60,2%	59,9%	58,8%	56,0%	55,9%	57,4%	60,0%
Imp. a los productos netos de subsidi	6,7%	6,3%	6%	6,5%	6,3%	7,0%	7,1%	7,2%	7,4%	7,4%	6,5%	7,0%	6,7%	6,5%	6,8%
PIB	100%														

Fuente: Banco Central de la República Dominicana.

Situación fiscal y deuda pública: déficit fiscal desde 2016 y con una calificación de la deuda estable/positiva de las agencias de calificación

En el año 2022, el Gobierno Central de la República Dominicana obtuvo un déficit fiscal de -3,2% sobre el PIB (vs -2,9% en 2021), impactado por las medidas económicas para paliar el impacto de la inflación (en la cesta de la compra y en el tejido productivo). Tendencia que se ha repetido en 2023, situando el déficit fiscal en el -3,3% sobre el PIB. Desde (al menos) 2016 la RD no tiene un balance fiscal positivo. Para los próximos años, el objetivo está en mantener el gasto público para dar apoyo al crecimiento económico, pero sin perder de vista la sostenibilidad fiscal.

En cuanto a los ingresos totales, en 2022 y 2023 alcanzaron el 15,3% y 15,7% sobre el PIB respectivamente (vs 14,4% en 2019). En el periodo 2019 – 2022, a excepción del año 2020 (impactado por el Covid), la RD ha obtenido un cumplimiento de las metas de recaudación del 97,2%, 101,1% y 100,7% (2019, 2021 y 2022, respectivamente).

Tabla 11. Indicadores del Gobierno Central (2016 – 2023)

Sector	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Ingresos totales / PIB	13,9%	14,0%	14,2%	14,4%	14,2%	15,6%	15,3%	15,7%
Gastos totales / PIB	16,9%	17,4%	16,5%	18,0%	22,5%	18,3%	18,7%	19,1%
Balance fiscal / PIB	-3,1%	-3,1%	-2,2%	-3,5%	-7,9%	-2,9%	-3,2%	-3,3%

Fuente: Ministerio de economía, planificación y desarrollo de la República Dominicana.

Tabla 12. Deuda consolidada de la República Dominicana 2021 - 2023

Detalle (USD Mn)	2021		2022		2023	
	Cantidad	% del PIB	Cantidad	% del PIB	Cantidad	% del PIB
Deuda pública consolidada	59.199,7	62,6%	66.764,5	58,6%	70.946,3	59,0%
Deuda externa	34.278,4	36,3%	37.448,8	32,8%	39.952,9	33,2%
Gobierno central	33.335,4	35,3%	36.351,6	31,9%	38.848,1	32,3%
Resto del SPNF	6,0	0,0%	6,0	0,0%	6,0	0,0%
Banco Central	937,1	1,0%	1.091,3	1,0%	1.098,8	0,9%
Deuda interna neta	24.921,3	26,4%	29.315,7	25,7%	30.993,4	25,8%
Gobierno central	13.886,5	14,7%	15.191,0	13,3%	15.753,6	13,1%
Resto del SPNF	444,4	0,5%	306,0	0,3%	221,1	0,2%
Banco Central	12.964,1	13,7%	16.181,0	14,2%	17.304,6	14,4%
Deuda intergubernamental	-2.373,7	-2,5%	-2.362,3	-2,1%	-2.285,9	-1,9%

Fuente: Ministerio de economía, planificación y desarrollo de la República Dominicana.

Respecto a la evolución de la deuda del Gobierno Central, en 2023 alcanzó los USD 54.829Mn (vs USD 51.855Mn en 2022), lo que equivale al 45,6% del PIB (en línea con 2022). El 71% (USD 38.854Mn) corresponde a deuda externa, que se incrementó un 7% vs 2022 (USD 36.357,6Mn). De la deuda externa, el c.76% está en manos de acreedores privados en forma de bonos. Por otra parte, la deuda interna se situó en USD 15.975Mn (vs USD 15.497Mn en 2022).

Si sumamos los compromisos financieros contraídos por el SPNF (Sector Público No Financiero) y el Banco Central, la deuda pública de RD alcanzó los USD 70.946Mn en 2023 (ver tabla 12), que, en términos del PIB, representó el 59,0%, en línea respecto al stock de deuda de 2022, y un aumento nominal de USD 4.182 millones (6%). Es decir, la mala noticia es que la deuda en términos absolutos sigue aumentando, aunque el % sobre el PIB se mantiene estable gracias al crecimiento en un entorno inflacionario (donde la deuda en términos reales vale menos).

En lo relativo a las reservas internacionales brutas en 2023 alcanzaron USD 15.464Mn. Que equivaldría a c.5,9 meses de importaciones de bienes y servicios (excluyendo zonas francas) y estaría por encima de las recomendaciones del FMI.

Las agencias de calificación crediticia (a octubre de 2023) calificaron así la deuda soberana a largo plazo en moneda extranjera de RD: (i) Moody's: Ba3 (perspectiva positiva), (ii) S&P: BB (estable), y (iii) Fitch Ratings: BB- (estable). Esta última agencia de calificación ensalza como factores positivos el historial robusto de crecimiento económico, una actividad exportadora diversificada y la buena evolución del PIB per cápita. El último default de la RD fue en 1982.

Además, señala las consideraciones para futuras revisiones: (i) al alza: implementación de medidas para la flexibilidad fiscal y una mejor composición por moneda de la deuda y el retorno al alto crecimiento. (ii) A la baja: riesgos de deterioro del ratio deuda gubernamental/PIB y de intereses/ingresos. Algunos de los factores que podrían desencadenar dicho deterioro serían el relajamiento en la política fiscal o un menor crecimiento del esperado.

Tabla 13. Calificaciones y perspectivas de la deuda soberana a l/p en moneda extranjera

País y agencia	Costa Rica	El Salvador	Guatemala	Honduras	Nicaragua	Panamá	República Dominicana
Moody's	B2 (Estable)	Caa3 (Estable)	Ba1 (Estable)	B1 (Estable)	B3 (Estable)	Baa2 (Negativa)	Ba3 (Positiva)
S&P	B+ (Estable)	CCC+ (Estable)	BB (Estable)	BB- (Estable)	B (Estable)	BBB (Estable)	BB (Estable)
Fitch	BB-(Estable)	CCC+ (SP)	BB (Estable)	NC	B- (Positiva)	BBB- (Negativa)	BB- (Estable)

Fuente: Viceministerio de Análisis Económico y Social de la República Dominicana.

Balanza de pagos: balanza por cuenta corriente negativa, compensada por la inversión extranjera directa (IED)

En el año 2022 la evolución de las exportaciones e importaciones de bienes y servicios provocaron un aumento del 43,8% (USD -5.367Mn) de la balanza de bienes, pasando de USD -11.796Mn (c.-12,5% s/PIB) en 2021 a USD -17.162Mn (c.-14,9% s/PIB), que se compensó parcialmente por el aumento de la balanza de servicios +48,0 % vs 2021 (USD 1.787Mn) hasta USD 5.493Mn (vs USD 3.706Mn en 2021). Si incluimos los ingresos primarios y secundarios, la cuenta corriente (saldos comerciales más ingresos primarios y secundarios) aumentó significativamente hasta los USD -6.548Mn (vs USD -2.685Mn en 2021), lo que supone un ratio cuenta corriente/PIB de c.-5,5% (vs -2,8% en 2021).

Los desequilibrios de la balanza por cuenta corriente en 2022 se vieron compensados por la inversión extranjera directa (USD 4.099Mn en 2022; +28% vs 2021). Los préstamos para los diferentes plazos representaron en conjunto un endeudamiento de USD -1.453Mn, lo cual supuso un incremento de USD -1.379Mn adicionales de endeudamiento, tanto a corto como a medio y largo plazo.

Si analizamos los resultados de 2023, siguen mostrando un déficit corriente de USD -4.376Mn según el Banco Central de la República Dominicana, es decir, una mejora de USD 2.173Mn vs 2022, gracias, principalmente, a la disminución de las importaciones del petróleo (por unos precios más bajos del petróleo y sus derivados) y a una mejora de la balanza de servicios de USD 1.785Mn hasta los USD 7.279Mn (vs USD 5.493,5Mn en 2022).

Tabla 14. Saldos de balanza por cuenta corriente 2019-2023 (USD Mn)

Partidas	2019	2020	2021	2022	2023
Cuenta corriente	-1.187,9	-1.337,3	-2.685,3	-6.548,9	-4.376,3
Bienes	-9.075,1	-6.803,1	-11.795,6	-17.162,4	-15.891,2
Servicios	5.058,3	1.390,6	3.706,5	5.493,5	7.278,7
Ingresos primario	-4.068,9	-3.825,0	-4.710,5	-4.311,0	-5.437,6
Ingresos secundario	6.897,8	7.900,2	10.114,3	9.431,0	9.673,8

Fuente: Viceministerio de Análisis Económico y Social de la República Dominicana

En conclusión, una economía (RD) con tres pilares estructurales: alto crecimiento (+5,2% TACC -10y), hiperdependiente del turismo y muy endeudada.

En definitiva, durante las últimas décadas, la RD ha disfrutado de un crecimiento estable que ha permitido reducir la brecha de las condiciones de vida con los países más desarrollados. Desde 1993 hasta 2022, en promedio, el PIB real aumentó c.5,2% anual según la OCDE.

Durante estos años, la inversión se ha convertido en el componente de mayor crecimiento de la demanda interna. La acumulación de capital y el incremento de la productividad han permitido un aumento considerable del PIB por trabajador, representando más del 50% del crecimiento real per cápita en las últimas dos décadas.

Entre las reformas que han impulsado la inversión extranjera directa (IED) encontramos: (i) liberalización de las transacciones de divisas, (ii) eliminación de los controles de precios, (iii) eliminación de las restricciones a la inversión extranjera, (iv) nuevos acuerdos comerciales y (v) creación de incentivos fiscales y arancelarios.

Aunque de cara a poder seguir reduciendo la brecha con los países más desarrollados en los próximos años, es necesario que la RD lleve a cabo una serie de reformas para aumentar la productividad como: (i) la reducción de las barreras al emprendimiento, (ii) creación de condiciones equitativas de competencia, reduciendo las trabas administrativas y fomentando la libre competencia, (iii) la reducción de las restricciones al comercio de servicios y (iv) atajar el problema de la reducción de la población en edad de trabajar.

Por último, las cuentas externas están expuesta a una serie de riesgos: (i) gran dependencia de la economía estadounidense (principal destino de las exportaciones de mercancías y servicios, así como principal fuente de IED). Por lo que una desaceleración de dicha economía daría lugar a un incremento del déficit por cuenta corriente y un descenso de los flujos de entrada de capital, (ii) la dependencia de las importaciones de combustibles hace que la balanza por cuenta corriente sea muy sensible a las fluctuaciones de los precios del petróleo, (iii) gran proporción de deuda en moneda extranjera y (iv) necesidad de implantar una consolidación fiscal para estabilizar la deuda pública, ya que el deterioro del sentimiento de los inversores y la disminución de los flujos de entrada de capital podrían complicar la financiación del déficit por cuenta corriente.

¿Dónde estaría situada CLR? En nuestra opinión, la entrada en República Dominicana en 2021 (el dónde) con el proyecto Larimar City & Resort más el negocio de ingeniería de estructuras (el qué), concede a CLR una exposición total a los sectores (turístico y construcción) con mayor relevancia dentro del PIB de RD (el por qué) y con mejor momentum (el cuándo), gracias al notable incremento de turistas no residentes en 2022 y 2023 (y con expectativas de que continúe la tendencia positiva), reducción de la inflación y la rebaja de tipos en RD (finales de 2023). Una demanda turística procedente de países desarrollados (EE. UU, Canadá, España...) y más resiliente en las fases negativas del ciclo económico.

La estrategia de integración vertical (el cómo: la base del modelo de negocio de CLR), que va desde la ingeniería de estructuras, a la construcción y promoción sitúa a CLR en la posición idónea para aprovechar el fuerte driver de crecimiento que supone el sector turístico de la RD para todas aquellas áreas/líneas de negocio expuestas (directa e indirectamente) a ese sector. Lo que en el caso de CLR se da en toda su cadena de valor: tanto en el negocio de construcción/ingeniería como en el de promoción residencial.

Fortísimo crecimiento en ingresos, multiplicando en 2026e por 8x el EBITDA Rec. 2023. E incrementando (por lógica) el riesgo.

Los resultados 2023 mostraron: (i) un crecimiento en ingresos del 23%, impulsado por la línea de negocio de ejecución de estructuras en la República Dominicana (país en el que se concentra el grueso de la actividad de CLR), (ii) la cartera de proyectos se situó en c.EUR 125Mn, (iii) con una caída del margen EBITDA Recurrente hasta el 25,2% (EUR 4,4Mn) vs 29,3% en 2022 (EUR 4,2Mn) y (iv) una reducción de la deuda neta hasta EUR 9,6Mn (vs EUR 11,7Mn 2022).

Destacar que, en 2022, CLR adquirió unos terrenos en la República Dominicana para iniciar el proyecto Larimar City & Resort (ver epígrafe Descripción del Negocio de este informe, pag. 11) y que consiste en el desarrollo de 2,7Mn de m2 de edificaciones residenciales (c.20.000 apartamentos y villas) y hoteleras (6 hoteles), restaurantes, campos de golf... La primera fase comprende la construcción de 14 torres de dieciséis alturas con apartamentos de 1,2 y 3 dormitorios (cerca de 2.550 viviendas). Es decir, un punto de inflexión para la compañía en cuanto a tamaño y tipo de actividad, que supondrá un cambio radical en el mix de negocio (pasando de un negocio de ingeniería y construcción a otro de promoción residencial). Con impacto en P&L desde 2025e, aunque con impacto en caja desde este mismo año.

En noviembre de 2023, CLR comunicó al mercado su plan de negocio hasta 2026e (ver tabla 15), que muestra un salto muy significativo en 2024e-2026e en ingresos y EBITDA. En 2025e y 2026e (en base a nuestras estimaciones de ingresos de EUR 15Mn anuales para la línea de ejecución de estructuras), el resto de los ingresos implícitos en el plan de negocio de la compañía corresponderían al proyecto Larimar City & Resort, y que supondrían c.EUR 60Mn en 2025e y c.EUR 285Mn en 2026e. Es decir, el equivalente a entregar c.450 y c.1.700 viviendas en 2025e y 2026e respectivamente.

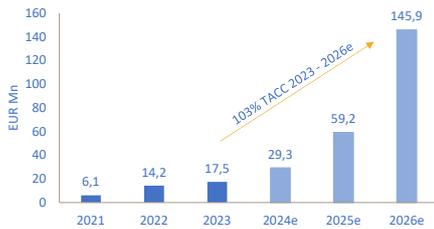
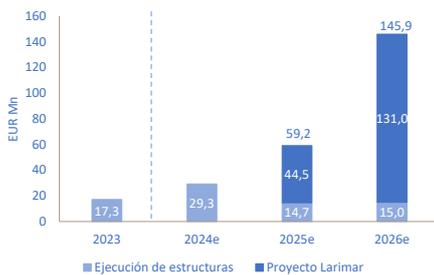
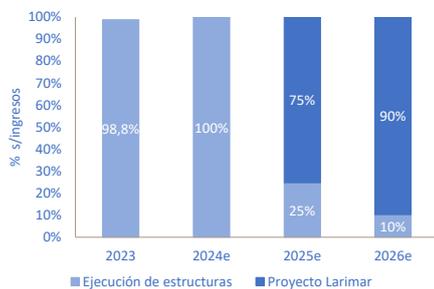
Tabla 15. Plan de negocio de Clerhp 2024e – 2026e

EUR Mn	2024e	2025e	2026e
Importe cifra de negocio	32,5	75,1	302,9
Gastos capitalizados	0,2	0,2	0,3
Costes directo	(11,6)	(46,1)	(205,8)
Margen Bruto	21,1	29,3	97,3
% s/ventas	65,1%	38,9%	32,1%
Gastos de personal	(4,0)	(4,0)	(4,1)
Gastos generales	(3,6)	(3,8)	(4,0)
EBITDA	13,5	21,4	89,3
% s/ventas	41,6%	28,5%	29,5%
Amortización	(1,9)	(1,7)	(1,5)
Deterioro y otros resultados			
EBIT	11,6	19,7	87,8
Resultado financiero	1,5	(2,0)	(1,7)
Resultado antes de impuestos	13,1	17,7	86,1

Lo anterior invita a reflexionar sobre tres cuestiones clave: (i) ¿cuál es la capacidad real de la compañía de crecer a medio y largo plazo?, (ii) ¿qué impacto tendrá en términos de márgenes y generación de caja el proyecto Larimar City? y, por último, pero no menos importante, (iii) ¿cuál será el nivel de inversión y financiación necesario? Contestar a estas preguntas exige un análisis sistemático de la cuenta de resultados y de su balance. Lo que dará criterio a la hora de valorar la capacidad de CLR de desarrollar un proyecto de tal calibre en los próximos años.

Elevada capacidad de crecer en ingresos gracias a los vientos de cola del sector turístico e inmobiliario en la República Dominicana (Ingresos TACC 2023 – 26e de +103%)

Nuestro escenario central para el período 2024e-2026e contempla un crecimiento de los ingresos hasta alcanzar EUR 145,9Mn en 2026e (103% TACC 2023-2026e; ingreso acumulado de EUR 234Mn). Nuestros números reflejan el impacto del proyecto Larimar City & Resort en P&L desde 2025e. Año en el que empieza la entrega de los apartamentos de la primera fase. Nuestros números no incluyen crecimiento inorgánico. ¿Cuáles son las principales palancas para obtener este crecimiento? Por línea de negocio:

Gráfico 16. Evolución de los ingresos totales (103% TACC 2023-2026e)

Gráfico 17. Evolución de los ingresos por línea de negocio

Gráfico 18. Evolución mix de negocio 2023 – 2026e

Gráfico 19. Estructura de costes


- **Ejecución de estructuras.** Estimamos un crecimiento del 70,0% (orgánico) en 2024e hasta los EUR 29,3Mn gracias a la ejecución de la cartera de proyectos. Por geografía, Paraguay supondría unos ingresos anuales de c.EUR 6Mn. El resto de los ingresos (EUR 23Mn) correspondería a la República Dominicana. En 2024e, esta línea de negocio supondría el 100% de los ingresos.

Para 2025e y 2026e, proyectamos una pérdida de peso relevante del negocio de ejecución de estructuras dentro del mix de ingresos debido a: (i) la concentración de los recursos de CLR en el negocio de promoción inmobiliaria, por lo que para 2025e-2026e proyectamos unas ventas de EUR 15Mn por año (vs EUR 29,3Mn en 2024e) y (ii) el impacto de Larimar City & Resort en P&L, diluyendo el negocio de ejecución. En 2025e, representaría el 25% del mix y un 10% en 2026e. En 2023 era, "literalmente", el 100%. Y en 2024e, también.

- **Proyecto Larimar (promoción inmobiliaria).** En nuestro escenario central (en 2023 CLR vendió c.480 viviendas según nuestras estimaciones), contemplamos una aceleración de las ventas a 1.000 unidades anuales en 2024e y 2025e y de 1.300 en 2026e. Gracias a un incremento del esfuerzo de comercialización de CLR, donde prevemos que parte de dicho esfuerzo tendrá que ser externalizado. Asumiendo un precio medio de venta de c.EUR 0,12Mn para 2023 (EUR 0,18Mn en 2026e).

Hemos asumido que se empieza a construir en 2024e y un periodo c.30 meses, hasta la entrega de las viviendas. Es decir, en 2025e estimamos unas entregas de 350 viviendas y de 850 en 2026e (ver apartado de análisis de sensibilidad pág. 22). Una hipótesis "conservadora", que implicaría la entrega de 1.200 viviendas entre 2025e y 2026e, frente al objetivo de c.2.100 del plan de negocio de la compañía. Situando los ingresos en EUR 44,5Mn y EUR 131,0Mn en 2025e y 2026e, respectivamente. Y que cambiaría totalmente el mix de ingresos, pasando a representar el 75% en 2025e y el 90% en 2026e (vs 0% en 2024e).

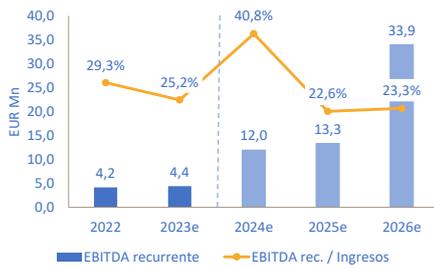
En definitiva, estimamos un "despegue" de ingresos en 2024e-2026e, pudiendo identificar dos detonadores: (i) fuerte salto en ingresos en 2024e (c.2x 2023) derivados de la actividad de ejecución de estructuras en la República Dominicana (principalmente), apoyado en la elevada cartera de pedidos (que eleva la visibilidad de esta línea de negocio para los próximos años) y (ii) el inicio de la entrega de viviendas en los dos próximos años (negocio promotor), principalmente en 2026e, concentrando los esfuerzos de CLR (razón de que el fuerte salto de tamaño en ejecución de estructuras no se mantenga en el tiempo).

El equity story de CLR se reduce a ejecutar el salto de escala mediante el negocio de promoción inmobiliaria (cambiando por completo el mix de ingresos) en República Dominicana. Que se vería favorecido por la estrategia de integración vertical de la compañía. Aunque, cambiaría el perfil de riesgo de CLR, pasando a un modelo de negocio mucho más intensivo en circulante, una estructural de capital diferente (con elevadas necesidades de financiación) y más expuesto al ciclo económico, con una sobre concentración de los ingresos en un único país, pero con un mayor potencial en cuanto a generación de caja (resultado del "despegue" en ingresos y EBITDA Rec.). Es decir, un binomio de crecimiento y riesgo, ambas en altas dosis.

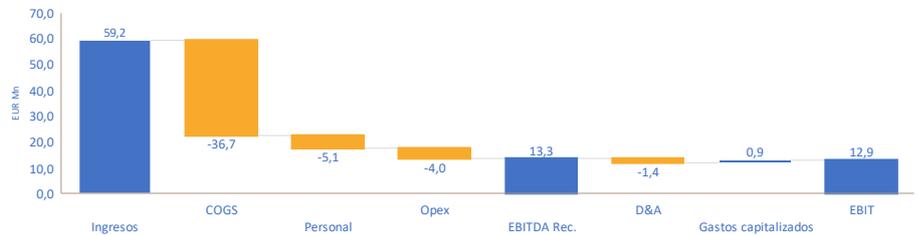
El cambio en el mix de ingresos provocaría un salto en EBITDA Rec. hasta EUR 33,9Mn en 2026e (23,3% s/ventas), por el aumento tan fuerte de ingresos

Para el periodo proyectado 2024e-2026e, estimamos una fuerte y progresiva caída del margen bruto, por el cambio en el mix de negocio (por el crecimiento explosivo en ingresos de promoción). Y que pasaría de 66,4% en 2023 a un 31% en 2026e (vs 38% en 2025e). Ya que el negocio de promoción inmobiliaria es mucho más intensivo en aprovisionamientos (compra de materiales, adquisición del suelo...). En 2026e, el 90% de los ingresos consolidados corresponderán al proyecto Larimar.

Por otro lado, en 2024e estimamos un incremento de los gastos de estructura hasta los EUR 8,2Mn (+14% vs 2023; 28,0% s/ventas), derivados de un gasto de personal de EUR 4,4Mn (+26% vs 2023, 15% s/ventas 2024), relacionados con mano de obra indirecta y EUR 4,0Mn de otros costes de explotación (13% s/ventas). El incremento de los gastos de personal estimado se debe al aumento de plantilla por la actividad de ejecución de estructuras, así como de la adecuación del personal para volúmenes de ingresos superiores a los actuales (2025e y 2026e).

Gráfico 20. Evolución EBITDA Recurrente


Para los años 2025e y 2026e, nuestras estimaciones asumen una fuerte mejora del EBITDA Recurrente hasta alcanzar EUR 33,9Mn (vs EUR 12,0Mn en 2024e). Que, junto con el despegue en ingresos en 2024e-2026e, es uno de los pilares del equity story de CLR: conseguir un salto en EBITDA Recurrente que le permita mejorar la generación de caja. Hiperdependiente del ritmo de entregas de viviendas.

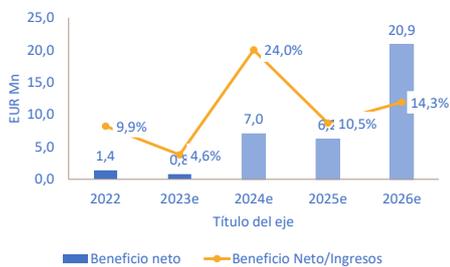
Gráfico 21. De ingresos a EBIT 2025e


La mejora del EBITDA Rec. vendría explicada esencialmente por el fortísimo salto en la parte alta de la P&L, que supondría multiplicar los ingresos de 2023 por 8,4x en 2026e (frente a la estimación de la compañía de multiplicar por 17x). Ese mismo año se incrementan de forma muy relevante los ingresos, multiplicando por c.2x los ingresos de 2025e. Es decir, la mejora en EBITDA Rec. vendría explicada esencialmente por una cuestión del despegue en volumen. Que como se ha venido diciendo con anterioridad, provocaría un cambio total en el mix de ingresos. En 2024e, el 100% correspondería a ejecución de estructuras, aunque en 2026e, el 90% de los ingresos corresponden al negocio de promoción inmobiliaria.

Con capacidad (contrastada) de generar BN positivo (por encima de breakeven, a excepción de 2020 y 2021 por el efecto de la pandemia). BN 2026e: EUR 20,9Mn

Por debajo de la línea de EBITDA, destacamos:

- **Gasto por amortización.** Estimamos gastos anuales de amortización de c.EUR 1,4Mn para todo el periodo proyectado. No estimamos cantidades elevadas de capitalización de gastos (c.EUR 0,9Mn anual).
- **Gasto financiero.** Estimamos un endeudamiento creciente como resultado del elevado nivel de inversión previsto para el período proyectado (DN 2025e: EUR 67,0Mn; DN/EBITDA Rec. 5,0x). En 2026e se entregarían 850 viviendas, lo que reduciría significativamente la deuda hasta EUR 26,9Mn (DN/EBITDA Rec. 0,8x). Siendo, una vez más, muy dependiente de la velocidad de entrega de viviendas. Y, por ende, de la gestión del capital circulante.

Gráfico 22. Evolución beneficio neto


Todo lo anterior se traduciría en un Beneficio Neto 2024e de EUR 7,0Mn. Si ponemos la vista en 2026e, el fuerte crecimiento en ingresos, junto a la expansión esperada en el margen EBITDA, llevarían el Beneficio Neto hasta niveles de EUR 20,9Mn (14,3% s/Ingresos 2026e). No estimamos reparto de dividendos. Hoy, el foco del negocio está en el desarrollo y construcción del proyecto Larimar City & Resort, lo que requerirá de una inversión descomunal (dado el tamaño actual de la compañía) los próximos 10/12 años (en el mejor de los casos).

CLR necesitará una fuerte inversión en circulante. En 2026e estimamos que tenga lugar la entrega de 850 viviendas permitiendo generación positiva de FCF...

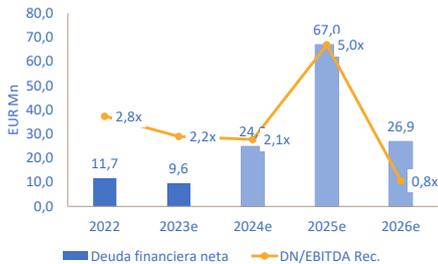
El importante número esperado de entregas para 2025e y 2026e (350 y 850, respectivamente), y la continuación de la construcción de las demás viviendas de la fase 1 y del resto de fases del proyecto, implicarán un incremento de las necesidades de circulante destinadas a: (i) la compra del suelo, que estimamos suponga un total (2023- 2026e) de c.EUR 50Mn y (ii) el coste de la urbanización del suelo y construcción de las viviendas, estimamos un total de c.EUR 260Mn.

Aunque, por otro lado, la venta de viviendas también genera una entrada de caja por el cobro de parte del precio en el momento de la venta (16%-20% del precio) y la cuota mensual previa a la entrega de la vivienda, lo que genera un fuerte incremento de la partida de anticipos de clientes. En el momento de la entrega de la vivienda, el cliente paga el resto del precio. Es decir, estimamos fuertes salidas de caja por circulante en 2024e y 2025e, aunque en 2026e, se generaría una fuerte entrada de caja por variación de circulante, impulsando la generación de FCF, junto al fuerte aumento del EBITDA Rec. Estimamos un CAPEX medio (2024e – 2026e) de c.EUR 3,5Mn (vs EUR 2,1Mn en 2023).

Gráfico 23. Evolución EBITDA Recurrente y FCF Recurrente


El elevado nivel de inversión necesario implicará que durante los años 2024e-2025e no se genere Free Cash Flow Recurrente positivo. La razón es obvia: el momento de fuerte inversión necesario para desarrollar y construir la fase 1 del proyecto Larimar City & Resort. Nuestro escenario central recoge un FCF Recurrente 2024e de EUR -15,3Mn, que, por la inercia del crecimiento del EBITDA y el impacto positivo por variación de circulante, se incrementará hasta EUR 40,1Mn en 2026e (118% s/EBITDA recurrente).

Gráfico 24. Evolución deuda neta y DN/EBITDA Recurrente



... lo que inevitablemente tendrá impacto en la DN. Llegando a EUR 67,0Mn (5,0x DN/EBITDA Recurrente) en 2025e. Que se reduciría hasta en EUR 26,9Mn en 2026e.

A cierre de 2023, CLR tenía una posición de deuda neta de EUR 9,6Mn. El elevado nivel de inversión estimado para los próximos años incrementará la deuda neta hasta niveles de c. EUR 67,0Mn y EUR 26,9Mn en 2025e y 2026e respectivamente. Es decir, el nivel de apalancamiento aumentará significativamente, suponiendo un múltiplo de 5,0x DN/EBITDA Rec. 2025e. Para reducirse a 0,8x DN/EBITDA Rec 2026e. Lo que incrementará el gasto financiero hasta niveles de c. EUR 4Mn en 2025e y 2026e, respectivamente.

¿Qué pasaría si...?

Dado el tamaño actual de la compañía respecto al potencial impacto en P&L y en generación de caja del proyecto Larimar. Y que a día de hoy la visibilidad es muy reducida, la probabilidad de desviaciones en las estimaciones es muy elevada. Por lo que nos tenemos que preguntar cuál sería la “foto” de ventas, margen EBITDA recurrente, generación de caja y la deuda neta en 2026e (Tabla 16), si se ralentiza o acelera el negocio de promoción inmobiliaria.

En el caso de que el ritmo de ventas de viviendas se mantuviese en línea con lo visto en 2023 (ventas de 500 unidades anuales; vs una fuerte aceleración de las ventas en el escenario central) y se entregasen c.860 unidades en total en 2025e y 2026e, el EBITDA Rec. y el FCF Rec. se situarían en EUR 18,8Mn y EUR 21,8Mn, respectivamente en 2026e. Por otro lado, en el caso de que el ritmo de ventas se acelerase (escenario favorable) a un ritmo medio de 1.200 unidades entre 2024e-2026e y las entregas se situaran en 470 unidades y 1.680 en 2025e y 2026e, el EBITDA Rec. y el FCF Rec. se situarían en EUR 78,7Mn y EUR 67,5Mn, respectivamente en 2026e.

Tabla 16. Situación en 2026e dependiendo de la evolución del proyecto Larimar

EUR Mn	Esc. Pesimista	Esc. Central	Esc. Favorable
Total ingresos	93,5	145,9	298,2
Cto. Total ingresos	78,5%	146,7%	305,4%
Margen Bruto	29,0	45,2	93,3
Margen Bruto (s/Ingresos)	31,0%	31,0%	31,3%
Costes de explotación	(10,2)	(11,3)	(14,6)
% s/ingresos	-10,9%	-7,7%	-4,9%
EBITDA recurrente	18,8	33,9	78,7
EBITDA rec. / Ingresos	20,1%	23,3%	26,4%
EBITDA	18,8	33,9	78,7
EBITDA / Ingresos	20,1%	23,3%	26,4%
EBIT	18,4	33,6	78,4
EBIT / Ingresos	19,6%	23,0%	26,3%
Beneficio ordinario	12,1	29,2	76,5
Free Cash Flow Recurrente	21,8	40,1	67,5
Deuda financiera neta	57,8	26,9	(14,1)

En definitiva, despegue (muy exigente) en ingresos y rentabilidad, que se aceleraría en 2026e (multiplicando por 8x el EBITDA Rec. 2023). Y que cambiará la compañía.

La “foto” actual es la de una compañía pequeña de ingeniería de estructuras, con el negocio centralizado en la Republica Dominicana (economía altamente dependiente del sector turístico e inmobiliario). Y cuyo equity story apunta a un cambio (casi total) en el mix de negocio, derivado del megaproyecto de promoción inmobiliaria Larimar City & Resort. Que, además, cambiará el perfil de riesgo de la compañía. Nuestras estimaciones (2024e - 2026e) e idea de la compañía pivotan sobre:

- Fortísimo crecimiento en ingresos (103% TACC 2023 – 2026e). Donde la línea que irá ganando peso dentro del mix de negocio es promoción inmobiliaria, hasta representar el 90% de los ingresos en 2026e. CLR pasará de ser una pequeña empresa de ingeniería de estructuras a una empresa de promoción inmobiliaria (mono-país) integrada verticalmente.

- Orientación del crecimiento hacia la línea de negocio con mayor potencial en volumen. El EBITDA Recurrente pasaría de EUR 4,4Mn en 2023 (25,2% s/ventas) a un EBITDA Recurrente de EUR 33,9Mn (23,3% s/ventas) en 2026e (pese a la fuerte contracción del margen bruto).
- Aumento de las necesidades de inversión en circulante (compra de suelo, construcción de apartamentos...), aunque con entradas de caja por anticipos de clientes (dependiente de las ventas de viviendas), que actúan como compensación en términos de consumo de caja.

Estimamos un impacto negativo por variación de circulante en 2024e y 2025e, que se revertirá en 2026e por el mayor número de entregas esperadas. Por tanto, un modelo de negocio hiperdependiente del ritmo de entregas, que jugará un papel central en la generación de FCF Recurrente y del nivel de apalancamiento financiero en el periodo proyectado. Y, por ende, del perfil de riesgo de la compañía. Estimamos un FCF Recurrente de EUR -15,3Mn en 2024e, de EUR-42,1Mn en 2025e y en 2026e de EUR 40,1Mn.

- Cambio en la estructura de capital, con un aumento significativo de la deuda neta, sobre todo en 2025e hasta EUR 67,0Mn. Que se reduciría significativamente en 2026e, por el fuerte salto en EBITDA Rec. y el impacto positivo por variación de circulante. Lo que vuelve a evidenciar la importancia de una adecuada gestión del circulante.

En definitiva, los números muestran una compañía que en el periodo 2024e-2026e lograría un salto de escala (ingresos, EBITDA) muy relevante gracias a Larimar y a la concentración de la actividad en la República Dominicana, multiplicando los ingresos de 2023 por 8,4x en 2026e. Ya en 2024e, casi se doblarían los ingresos de ingeniería de estructuras hasta EUR 29,3Mn. Para en 2025e y 2026e, centrarse en la actividad de promoción inmobiliaria, que acelerará aún más el crecimiento en ingresos y EBITDA Rec. Todo ello hiperdependiente de la velocidad en la entrega de viviendas. Que determinará el nivel de endeudamiento de la compañía. Y, por tanto, condicionando la estrategia de la compañía más allá de 2026e.

Aunque con notables riesgos: (i) disparidad en la relación entre el esfuerzo de inversión y gestión que supone el proyecto Larimar con el tamaño actual del balance de CLR (que ha cerrado 2023 con patrimonio neto de EUR 6,2Mn; vs una inversión de c.EUR 310Mn en Larimar en 2024-2026) y (ii) la exposición a una economía emergente durante un periodo largo (10/12 años en el mejor de los casos), con segura exposición a diferentes fases del ciclo económico (máxime en una economía con fuerte dependencia del turismo y la construcción). Es decir, el giro estratégico que supone el proyecto Larimar para CLR implica necesariamente un mayor riesgo comercial, operativo, macroeconómico y de financiación.

Así que podemos concluir, que CLR representa una historia de crecimiento que indiscutiblemente (como hemos comentado con anterioridad) va “de la mano” de las dos caras de la moneda: crecimiento y riesgo. Con total exposición a dos de los sectores que más pesan en el PIB de la República Dominicana y más inversión extranjera atraen. Pero ambos con altos niveles de ciclicidad y en los que crecer conlleva niveles de inversión (y por tanto financiación) muy elevados.

Inputs de valoración
Inputs de valoración por DCF

	2024e	2025e	2026e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	(13,8)	(39,1)	43,2	n.a.			
Market Cap	57,1	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	9,6	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2023)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	6,0%	Coste de la deuda neta			5,8%	6,3%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	4,8%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			4,6%	5,0%	
Risk free rate (rf)	3,3%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	11,7%	R (estimación propia)			11,2%	12,2%	
Beta (B)	1,2	B (estimación propia)			1,1	1,3	
Coste del Equity	17,3%	Ke = Rf + (R * B)			15,6%	19,1%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	85,6%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	14,4%	D			=	=	
WACC	15,5%	WACC = Kd * D + Ke * E			14,0%	17,1%	
G "Razonable"	2,0%				2,0%	1,5%	

(1) El valor perpetuo calculado a partir del último FCF estimado no reflejaría las expectativas de crecimiento (positivas/negativas) de la compañía a fecha de emisión de este informe.
 Nota: Se ha tomado como referencia el equity risk premium de la República Dominicana (fuente: Pablo Fernandez). Ya que prácticamente toda la P&L se genera en R. Dominicana. (79% de los ingresos 2023 y con perspectivas de incrementarse significativamente).

Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker	Mkt. Cap	PER 24e	BPA 24e-26e	EV/EBITDA 24e	EBITDA 24e-26e	EV/Vtas. 24e	Ingresos 24e-26e	EBITDA/Vtas. 24e	FCF Yield 24e	FCF 24e-26e
Metrovacesa	MVC-ES	1.366,6	40,6	18,7%	24,0	9,5%	2,3	5,0%	9,7%	8,0%	-17,5%
Aedas Homes	AEDAS-ES	863,5	8,8	0,6%	8,9	1,2%	1,4	-0,4%	15,6%	12,8%	-1,3%
Playa Hotels & Resorts	PLYA-US	1.049,1	15,6	25,6%	8,3	4,2%	2,3	0,9%	27,7%	0,3%	n.a.
Insur	ISUR-ES	143,8	11,3	-2,5%	12,6	-1,5%	2,1	-6,2%	16,4%	n.a.	n.a.
Promoción inmobiliaria y Turismo			19,1	10,6%	13,5	3,4%	2,0	-0,1%	17,4%	7,0%	-9,4%
Strabag	STR-AT	4.870,7	8,9	n.a.	1,1	n.a.	0,1	n.a.	7,4%	n.a.	n.a.
Hochtief	HOT-DE	8.066,4	13,6	12,2%	5,7	11,2%	0,3	5,2%	4,5%	7,1%	24,6%
ACS	ACS-ES	10.692,7	15,7	12,1%	5,6	6,7%	0,3	3,7%	5,3%	7,5%	6,9%
Ingeniería y Construcción			12,8	12,1%	4,1	9,0%	0,2	4,4%	5,7%	7,3%	15,7%
CLR	CLR-ES	57,1	8,1	72,1%	5,6	68,4%	2,3	n.a.	40,8%	n.a.	n.a.

Análisis de sensibilidad (2025e)
A) Análisis de sensibilidad del EBITDA Rec. y múltiplos a variaciones en los márgenes

Escenario	EBITDA/Ingresos 25e	EBITDA 25e	EV/EBITDA 25e
Max	24,9%	14,7	4,5x
Central	22,6%	13,3	5,0x
Min	20,3%	12,0	5,6x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 25e		
EBITDA 25e	5,4%	6,0%	6,6%
14,7	(40,4)	(40,8)	(41,1)
13,3	(41,8)	(42,1)	(42,5)
12,0	(43,1)	(43,5)	(43,8)

¿Qué puede salir mal?

Consideramos riesgos aquellos que puedan tener un impacto significativo negativo en nuestras proyecciones, principalmente en el resultado operativo y en el free cash flow:

- Freno en las entregas.** Comprar suelo y desarrollar viviendas no deja de ser la parte industrial del negocio promotor. La dificultad y el riesgo está en la comercialización de las promociones desarrolladas. El entorno actual de tipos sumado a un efecto retardado de este incremento a nivel macroeconómico podría provocar un freno en la demanda de viviendas, que impactaría inevitablemente en el negocio promotor de CLR, retrasando las entregas de promociones estimadas (lo que además implicaría un mayor consumo de caja y menores márgenes). En concreto, una reducción en el número de entregas estimadas en 2026e hasta 550 (vs 850 del escenario central) provocaría una reducción de c. 36% de los ingresos consolidados y de c. 45% en términos de EBITDA.
- Subida de costes de construcción y su impacto sobre los márgenes del negocio promotor.** Aunque CLR cuenta con un negocio inmobiliario integrado verticalmente, la subida de costes tanto en la compra de suelo como en los materiales de construcción podría impactar negativamente en nuestras estimaciones de márgenes y generación de EBITDA. Nuestras estimaciones contemplan una fuerte caída del margen bruto por el cambio en el mix (rápida pérdida de “peso” en el mix del negocio de ingeniería), desde el 66% en 2023 hasta el 31% en 2024e. Una contracción adicional de 1,5 p.p. hasta el 29,5% provocaría una contracción del EBITDA 2026e del 6%.
- Gestión del capital circulante.** En 2023 la partida de clientes de balance ascendía a c.EUR 22,2Mn, el 127% s/ventas (vs c.EUR 9,2Mn en 2022, 65% s/ventas), así que, si los clientes experimentasen dificultades económicas o incumpliesen parcial o totalmente sus compromisos contractuales, el cobro de facturas y efectos se vería afectado negativamente, impactando en la generación de FCF.
- Alta concentración de la actividad en República Dominicana.** Las ventas procedentes de la actividad generada en República Dominicana supusieron el 79% de los ingresos en 2023 (vs 58% en 2022). Es decir, CLR tiene una altísima exposición a la macro del país (economía emergente), lo que en sí mismo un factor de riesgo para la compañía.
- Riesgo divisa:** CLR mantiene una exposición total de su P&L al USD, ya que tanto las ventas como la estructura de costes se realizan en dicha moneda, lo que supone un riesgo de divisa. Toda depreciación del USD vs EUR puede leerse como riesgo (en la cuantía de la depreciación) para el EBITDA de CLR.
- Exposición a sectores cíclicos en una economía emergente.** Exposición a sectores cíclicos como la construcción y el sector turístico los próximos 10/12 años, con segura exposición a diferentes fases del ciclo económico. Sectores muy sensibles a la macro.
- Disparidad del tamaño del proyecto Larimar City & Resort vs balance actual de CLR.** A cierre de 2023, la compañía tenía un patrimonio neto de EUR 6,2Mn. Lo que, puesto en relación con el megaproyecto inmobiliario que está desarrollando, implica un riesgo teórico (financiero y contable) evidente ya que la capacidad de responder a imprevistos (crisis que afecten a la demanda, deterioros) es mínima.
- Un menor apalancamiento operativo del esperado:** Nuestras estimaciones consideran una reducción de los costes fijos de estructura (asumiendo que una pequeña parte de esta es de naturaleza variable) hasta llevar el total (gastos de personal + otros costes de explotación) al 28,0% s/ingresos en 2024e (vs 41,2% s/ingresos en 2023). Si se mantuviese el peso sobre ventas de los gastos de estructura en el 41,2% reduciría el margen EBITDA rec. 2024e hasta el 27,6% (vs c.40,8% estimado). Lo que implicaría una contracción del EBITDA rec. 2024e del -32,3%.
- Nivel de deuda.** A cierre de 2023, CLR contaba con una deuda neta de EUR 9,6Mn. Nuestras estimaciones contemplan un aumento de la deuda neta hasta EUR 67,0Mn en 2025e, a raíz de la inversión en circulante (compra del suelo, construcciones de viviendas...), que se reduciría hasta EUR 26,9Mn en 2026e (por la fuerte entrada de caja derivada del salto en EBITDA Rec. y variación de circulante). Una evolución más lenta de la entrega de viviendas (hasta 550) dejaría la deuda neta en EUR 57,8Mn en 2026e).

Un Consejo alineado a priori con los accionistas minoritarios. Y con un tercio de los consejeros independientes

Tabla 17. Principales accionistas

Nombre	Directa	Indirecta	Total
Juan Andrés Romero Hernández*	1,0%	7,8%	8,8%
Rhymer Projects Developer	25,4%		25,4%
Rheto Arquitectos S.L.P.**	0,1%	8,1%	8,1%
Victor Manuel Rodríguez Martín	6,4%		6,4%
Meca Alcázar	5,1%		5,1%
Trina World Wide	10,2%		10,2%
Pedro José Romero Hernández***	0,0%	7,8%	7,8%
Alejandro Clemares Sempere	7,5%		7,5%
Rheto Desarrollo y Proyectos S.L****	0,0%	7,6%	7,6%
Free float	44,3%		44,3%
Total	100,0%	31,3%	

* D. Juan Andrés Romero Hernández tiene una participación total en Clerhp Estructuras, S.A. del 8,78% como consecuencia de su participación directa (1,02%), indirecta del 0,04% a través del 75% que posee de la mercantil Rheto Arquitectos, S.L.P., indirecta del 1,69% a través de la participación directa del 6,64% que posee de la empresa Rhymer Projects Developer, S.L., y participación indirecta del 6,04% a través de la participación indirecta del 31,68% que Rheto Arquitectos, S.L.P. posee en RHYMAR Project Developer SL.

** La participación total, directa e indirecta de Rheto Arquitectos, S.L.P. en Clerhp es del 8,11%, como consecuencia de la participación del 31,68% que ostenta en Rhymer Projects Developer, S.L. y de la participación directa del 0,05% en CLERHP.

*** D. Pedro José Romero Hernández, persona física que representa en el Consejo de Administración a Rheto Arquitectos, S.L.P., ostenta una participación total en CLERHP del 7,84% como consecuencia de la participación del 0,01% que tiene a través de Rheto Arquitectos, S.L.P., de la participación indirecta del 5,81% a través de Rhymer Projects Developer, S.L. y de la participación indirecta del 2,01% a través de su participación en Rheto Arquitectos, S.L.P.

**** La participación total de Rheto Desarrollo y Proyectos, S.L. en Clerhp es del 7,63%, como consecuencia de la participación del 30,01% que ostenta en Rhymer Projects Developer, S.L.

Fundada en agosto de 2011 por Juan Andrés Romero Hernández (presidente del consejo y consejero delegado), Alejandro Clemares Sempere (exvicepresidente del Consejo), Juan Evangelista Alonso Becerra (exconsejero dominical) y Félix Poza Ceballos (exconsejero y director financiero). En la actualidad, de los fundadores siguen siendo accionistas Juan Andrés, Alejandro y Félix Poza (Ver tabla 17). Este último con una participación inferior al 5%. CLR cotiza en BME Growth desde marzo de 2016.

- Un Consejo de Administración con baja presencia de independientes.** El Consejo de Administración de CLR actualmente está formado por 6 miembros, después de la dimisión en febrero de 2024 por motivos personales de Félix Poza Ceballos (exconsejero dominical). De los seis miembros actuales, 4 son dominicales (67%) y 2 independientes (33%). Sin ninguna mujer consejera. El consejo de administración controla de forma directa el 33% del capital de la compañía. Lo que implica, a priori, su alineación con los intereses de los minoritarios. En febrero de 2023, el consejero Alejandro Clemares Sempere también renunció por motivos personales.

El Consejo estará formado por un mínimo de cinco y un máximo de quince miembros. Los consejeros serán nombrados por un plazo de cuatro años, y podrán ser reelegidos por la Junta una o más veces por períodos de igual duración.

Tabla 18. Principales métricas del gobierno corporativo.

KPI	2021	2022	2023
% de consejeros independientes	22%	33%	29%
% de consejeros dominicales	78%	67%	71%
% de consejeros ejecutivos	0%	0%	0%
% de otros consejeros	0%	0%	0%
% de mujeres en el consejo de administración	0%	0%	0%
% de mujeres en la plantilla	11%	8%	20%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	7%	8%	11%

- Independencia de la comisión de auditoría.** La comisión de auditoría está formada por José Ángel Morenete Vega (consejero independiente), José Ramón García Mateo (consejero independiente) y Víctor Manuel Rodríguez Martín (consejero dominical), asegurando la independencia.

- Remuneración del consejo de administración.** En 2023, la remuneración del Consejo de Administración en su conjunto ascendió a c.EUR 0,4Mn (11% s/gastos de personal; vs 8% s/gastos de personal en 2022). Adicionalmente, CLR no tiene contraídas obligaciones en materia de pensiones y seguros de vida con respecto al personal de alta dirección o con respecto a antiguos o actuales administradores.

- Cláusulas de blindaje:** a fecha de este informe, no existen cláusulas de garantía o blindaje de administradores o altos directivos para casos de extinción de sus contratos, despidos o cambio de control.

- Retribución al accionista.** CLR no tiene política de dividendos y no espera acordar su distribución en los próximos años. Hoy, el foco del negocio está en el desarrollo y construcción de su cartera de pedidos, lo que requerirá capital. Tampoco tiene aprobado ningún plan de recompra de acciones.

- Saldos y transacciones con partes vinculadas.** CLR mantiene saldos en el balance con partes vinculadas a cierre de 2023 por un importe deudor de EUR 4,0Mn (vs EUR 2,1Mn en 2022). Dichos saldos se mantienen con: (i) Lago Bravo Enterprises, S.L. (EUR 1,8Mn), (ii) Visual Technology (EUR 0,3Mn), (iii) con Rheto Arquitectos S.L.P (EUR 1,0Mn; accionistas de CLR) y (iv) con World Promenade por EUR 1,0Mn. En el caso de Lago Bravo esta participada por CLR en un 25,46% y un 7% Visual Technology.

Tabla 19. Consejo de administración actual

Consejero	Categoría	Cargo	Fecha de reelección
Juan Andrés Romero Hernández	Presidente y CEO	Dominical	29/06/2023
Pedro José Romero Hernández	Vocal	Dominical	29/06/2023
Alberto Jesús Muñoz Sánchez-Miguel	Vocal	Dominical	29/06/2023
Victor Manuel Rodríguez Martín	Vocal	Dominical	29/06/2023
José Ángel Morenete Vega	Vocal	Independiente	29/06/2023
José Ramón García Mateo	Vocal	Independiente	29/06/2023

Nota: Alberto Jesús Muñoz Sánchez-Miguel es el representante en el consejo de Rhymer Projects Developer. Y Pedro José Romero Hernández de Rheto Arquitectos S.L.

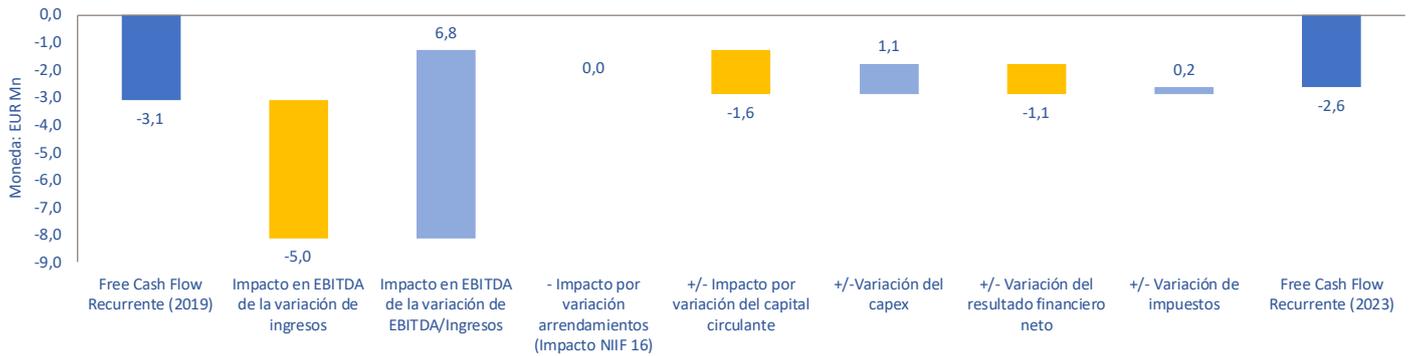
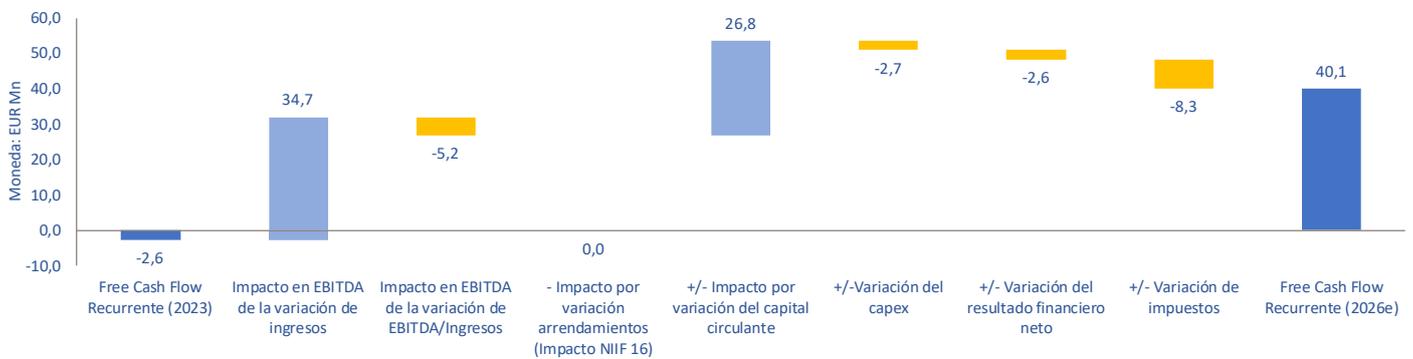
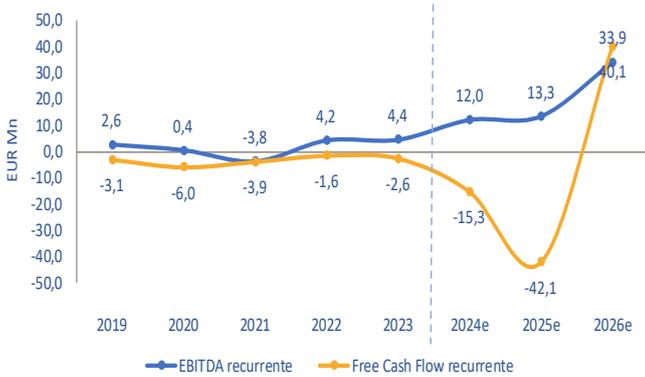
Además, CRL mantiene un saldo deudor por importe de EUR 1,7Mn con Rhymar Proyect y Desarrollos, S.L y Rheto Arquitectos (sociedades controladas por Juan y Pedro Romero) derivado de dos préstamos en acciones, para disponer de autocartera. En caso de venderlas, se devuelven a los accionistas correspondientes vía ampliación de capital. Por otro lado, el Grupo mantiene un saldo deudor con accionistas por importe de EUR 2,2Mn también pagadero en acciones.

Anexo 1. Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e		
Inmovilizado inmaterial	0,4	2,0	2,7	0,8	0,5	1,5	2,4	3,4		
Inmovilizado material	4,2	4,2	3,4	3,9	4,5	6,8	8,9	11,3		
Otros activos no corrientes	0,1	0,1	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1		
Inmovilizado financiero	0,2	1,0	0,9	5,5	3,9	3,9	3,9	3,9		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	0,3	0,2	-	-	-	-	-		
Activo circulante	7,0	9,7	9,2	13,0	29,1	59,5	137,5	220,7		
Total activo	11,9	17,3	16,8	23,3	38,2	71,7	152,8	239,3		
Patrimonio neto	3,7	1,9	(2,8)	2,2	6,2	13,2	19,4	40,3		
Minoritarios	0,3	0,7	0,1	(0,0)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
Provisiones y otros pasivos a LP	0,2	0,3	0,2	3,0	4,3	4,3	4,3	4,3		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-		
Deuda financiera neta	5,5	11,5	15,7	11,7	9,6	24,9	67,0	26,9		
Pasivo circulante	2,1	3,0	3,6	6,4	18,3	29,6	62,3	168,1		
Total pasivo	11,9	17,3	16,8	23,3	38,2	71,7	152,8	239,3		
										TACC
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	19-23	23-26e
Total Ingresos	14,0	10,3	6,1	14,2	17,5	29,3	59,2	145,9	5,7%	n.a.
<i>Cto.Total Ingresos</i>	<i>31,9%</i>	<i>-26,5%</i>	<i>-40,9%</i>	<i>133,5%</i>	<i>23,0%</i>	<i>67,7%</i>	<i>101,7%</i>	<i>146,7%</i>		
Coste de ventas	(4,1)	(1,9)	(2,7)	(3,3)	(5,9)	(9,2)	(36,7)	(100,7)		
Margen Bruto	9,9	8,3	3,4	10,9	11,6	20,2	22,5	45,2	4,0%	57,3%
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>71,0%</i>	<i>81,1%</i>	<i>55,2%</i>	<i>76,5%</i>	<i>66,4%</i>	<i>68,8%</i>	<i>38,0%</i>	<i>31,0%</i>		
Gastos de personal	(5,1)	(4,6)	(3,6)	(3,2)	(3,5)	(4,4)	(5,1)	(6,8)		
Otros costes de explotación	(2,2)	(3,3)	(3,6)	(3,5)	(3,7)	(3,8)	(4,0)	(4,5)		
EBITDA recurrente	2,6	0,4	(3,8)	4,2	4,4	12,0	13,3	33,9	14,3%	97,3%
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>	<i>43,7%</i>	<i>-83,2%</i>	<i>-979,3%</i>	<i>208,8%</i>	<i>6,0%</i>	<i>170,9%</i>	<i>11,6%</i>	<i>154,3%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>18,5%</i>	<i>4,2%</i>	<i>n.a.</i>	<i>29,3%</i>	<i>25,2%</i>	<i>40,8%</i>	<i>22,6%</i>	<i>23,3%</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	0,0	(0,0)	0,0	-	1,0	-	-	-		
EBITDA	2,6	0,4	(3,8)	4,2	5,5	12,0	13,3	33,9	20,4%	83,9%
Depreciación y provisiones	(0,7)	(1,0)	(1,0)	(1,2)	(1,3)	(1,0)	(1,4)	(1,3)		
Gastos capitalizados	0,1	0,8	0,9	0,5	0,9	0,9	0,9	0,9		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
EBIT	2,0	0,2	(3,9)	3,4	5,1	11,9	12,9	33,6	26,3%	87,3%
<i>Cto.EBIT</i>	<i>23,4%</i>	<i>-88,8%</i>	<i>n.a.</i>	<i>188,9%</i>	<i>48,7%</i>	<i>133,3%</i>	<i>8,5%</i>	<i>159,9%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>	<i>14,3%</i>	<i>2,2%</i>	<i>n.a.</i>	<i>24,2%</i>	<i>29,2%</i>	<i>40,6%</i>	<i>21,8%</i>	<i>23,0%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,6)	(1,2)	(1,1)	(2,1)	(4,1)	(2,0)	(4,3)	(4,3)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	1,4	(0,9)	(5,0)	1,4	1,0	9,9	8,7	29,2	-7,6%	n.a.
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>	<i>0,6%</i>	<i>-168,2%</i>	<i>-427,5%</i>	<i>127,4%</i>	<i>-26,1%</i>	<i>879,8%</i>	<i>-12,2%</i>	<i>237,3%</i>		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	1,4	(0,9)	(5,0)	1,4	1,0	9,9	8,7	29,2	-7,6%	n.a.
Impuestos	(0,4)	(0,2)	(0,1)	(0,2)	(0,3)	(2,8)	(2,5)	(8,4)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>25,5%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>13,6%</i>	<i>28,7%</i>	<i>28,7%</i>	<i>28,7%</i>	<i>28,7%</i>		
Minoritarios	(0,1)	0,0	0,1	0,0	0,1	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	0,2	-	-	-	-		
Beneficio neto	1,0	(1,1)	(5,0)	1,4	0,8	7,0	6,2	20,9	-5,0%	n.a.
<i>Cto.Beneficio neto</i>	<i>19,9%</i>	<i>-211,6%</i>	<i>-360,1%</i>	<i>127,8%</i>	<i>-42,7%</i>	<i>785,9%</i>	<i>-12,2%</i>	<i>237,3%</i>		
Beneficio ordinario neto	1,0	(0,9)	(4,9)	1,2	0,0	7,0	6,2	20,9	-54,3%	n.a.
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>1,8%</i>	<i>-189,8%</i>	<i>-466,5%</i>	<i>124,9%</i>	<i>-96,6%</i>	<i>n.a.</i>	<i>-12,2%</i>	<i>237,3%</i>		
										TACC
Cash Flow (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	19-23	23-26e
EBITDA recurrente						12,0	13,3	33,9	14,3%	97,3%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						(19,2)	(45,2)	22,6		
Cash Flow operativo recurrente						-7,2	-31,8	56,5	52,5%	n.a.
CAPEX						(3,2)	(3,6)	(3,6)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(2,0)	(4,3)	(4,3)		
Impuestos						(2,8)	(2,5)	(8,4)		
Free Cash Flow Recurrente						(15,3)	(42,1)	40,1	4,0%	n.a.
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						(15,3)	(42,1)	40,1	19,2%	n.a.
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						15,3	42,1	(40,1)		

Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
								20-23	23-26e
EBITDA recurrente	0,4	(3,8)	4,2	4,4	12,0	13,3	33,9	<i>n.a.</i>	97,3%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	-83,2%	-979,3%	208,8%	6,0%	170,9%	11,6%	154,3%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	4,2%	<i>n.a.</i>	29,3%	25,2%	40,8%	22,6%	23,3%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(1,8)	1,0	(0,9)	(4,2)	(19,2)	(45,2)	22,6		
= Cash Flow operativo recurrente	(1,4)	(2,8)	3,3	0,2	(7,2)	(31,8)	56,5	28,5%	<i>n.a.</i>
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	<i>n.a.</i>	-99,8%	216,0%	-94,7%	<i>n.a.</i>	-342,8%	277,4%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	22,9%	1,0%	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	38,7%		
- CAPEX	(3,9)	(0,0)	(2,6)	(1,0)	(3,2)	(3,6)	(3,6)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,5)	(0,9)	(2,1)	(1,7)	(2,0)	(4,3)	(4,3)		
- Impuestos	(0,2)	(0,1)	(0,2)	(0,1)	(2,8)	(2,5)	(8,4)		
= Free Cash Flow recurrente	(6,0)	(3,9)	(1,6)	(2,6)	(15,3)	(42,1)	40,1	23,9%	<i>n.a.</i>
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	-92,9%	34,9%	59,6%	-67,6%	-479,8%	-175,6%	195,3%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	27,5%		
- Gastos de reestructuración y otros	-	0,0	-	1,0	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(0,2)	-	1,6	0,2	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	(0,2)	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	(6,2)	(4,1)	0,1	(1,4)	(15,3)	(42,1)	40,1	39,4%	<i>n.a.</i>
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	-91,9%	34,1%	101,9%	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	-175,6%	195,3%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	70,3%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	0,1%	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	70,3%		
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	(3,1)	(6,0)	(3,9)	(1,6)	(2,6)	(15,3)	(42,1)		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(0,7)	(0,2)	(5,1)	1,0	3,0	12,2	19,6		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(1,5)	(4,1)	13,1	(0,7)	4,6	(10,8)	1,0		
= Variación EBITDA recurrente	(2,2)	(4,3)	8,0	0,3	7,6	1,4	20,6		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	0,8	2,9	(1,9)	(3,3)	(14,9)	(26,0)	67,8		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	(1,4)	(1,4)	6,1	(3,1)	(7,4)	(24,7)	88,4		
+/- Variación del CAPEX	(1,8)	3,8	(2,5)	1,6	(2,3)	(0,3)	(0,1)		
+/- Variación del resultado financiero neto	0,1	(0,4)	(1,1)	0,3	(0,3)	(2,2)	(0,1)		
+/- Variación de impuestos	0,2	0,1	(0,1)	0,1	(2,7)	0,3	(5,9)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	(2,9)	2,1	2,3	(1,1)	(12,7)	(26,8)	82,3		
Free Cash Flow Recurrente	(6,0)	(3,9)	(1,6)	(2,6)	(15,3)	(42,1)	40,1		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
EBIT	0,2	(3,9)	3,4	5,1	11,9	12,9	33,6	<i>n.a.</i>	87,3%
* Tasa fiscal teórica	0,0%	0,0%	13,6%	0,0%	28,7%	28,7%	28,7%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	(0,5)	-	(3,4)	(3,7)	(9,6)		
EBITDA recurrente	0,4	(3,8)	4,2	4,4	12,0	13,3	33,9	<i>n.a.</i>	97,3%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(1,8)	1,0	(0,9)	(4,2)	(19,2)	(45,2)	22,6		
= Cash Flow operativo recurrente	(1,4)	(2,8)	3,3	0,2	(7,2)	(31,8)	56,5	28,5%	<i>n.a.</i>
- CAPEX	(3,9)	(0,0)	(2,6)	(1,0)	(3,2)	(3,6)	(3,6)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	(0,5)	-	(3,4)	(3,7)	(9,6)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	(5,3)	(2,8)	0,2	(0,8)	(13,8)	(39,1)	43,2	46,8%	<i>n.a.</i>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	-100,2%	46,3%	107,6%	-466,5%	<i>n.a.</i>	-182,6%	210,6%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	1,5%	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	29,6%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(0,2)	-	1,6	0,2	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	(0,2)	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	(5,5)	(3,1)	1,9	(0,6)	(13,8)	(39,1)	43,2	52,8%	<i>n.a.</i>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	-98,0%	44,2%	160,9%	-130,9%	<i>n.a.</i>	-182,6%	210,6%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	0,3%	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	64,6%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	2,8%	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	64,6%		

Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2019 - 2023)

Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2023 - 2026e)

Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente

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

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

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	57,1	
+ Minoritarios	(0,2)	Rdos. 12m 2023
+ Provisiones y otros pasivos a LP	4,3	Rdos. 12m 2023
+ Deuda financiera neta	9,6	Rdos. 12m 2023
- Inmovilizado financiero	3,9	Rdos. 12m 2023
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	66,9	

Anexo 4. Principales comparables 2024e

		Promoción inmobiliaria y Turismo					Ingeniería y Construcción				
EUR Mn		Metrovacesa	Aedas Homes	Playa Hotels & Resorts	Insur	Average	Strabag	Hochtief	ACS	Average	CLR
Datos Mercado	Ticker (Factset)	MVC-ES	AEDAS-ES	PLYA-US	ISUR-ES		STR-AT	HOT-DE	ACS-ES		CLR-ES
	País	Spain	Spain	Netherlands	Spain		Austria	Germany	Spain		Spain
	Market cap	1.366,6	863,5	1.049,1	143,8		4.870,7	8.066,4	10.692,7		57,1
	Enterprise value (EV)	1.570,3	1.369,5	2.052,9	387,6		1.497,0	7.561,9	11.107,2		66,9
Información financiera básica	Total Ingresos	672,7	985,4	886,2	187,4		18.242,2	29.767,5	37.384,4		29,3
	Cto. Total Ingresos	14,7%	-8,3%	-2,1%	33,5%	9,5%	3,3%	7,2%	4,6%	5,0%	67,7%
	2y TACC (2024e - 2026e)	5,0%	-0,4%	0,9%	-6,2%	-0,1%	n.a.	5,2%	3,7%	4,4%	n.a.
	EBITDA	65,4	153,8	245,9	30,7		1.351,2	1.334,7	1.968,9		12,0
	Cto. EBITDA	432,8%	-10,2%	2,9%	64,8%	122,6%	43,4%	62,7%	41,7%	49,2%	119,2%
	2y TACC (2024e - 2026e)	9,5%	1,2%	4,2%	-1,5%	3,4%	n.a.	11,2%	6,7%	9,0%	68,4%
	EBITDA/Ingresos	9,7%	15,6%	27,7%	16,4%	17,4%	7,4%	4,5%	5,3%	5,7%	40,8%
	EBIT	60,0	149,5	156,9	26,4		787,3	942,3	1.339,6		11,9
	Cto. EBIT	560,3%	-10,5%	-3,8%	80,9%	156,7%	88,5%	88,1%	59,8%	78,8%	133,3%
	2y TACC (2024e - 2026e)	14,3%	0,8%	11,3%	-2,2%	6,0%	n.a.	11,0%	9,0%	10,0%	67,9%
	EBIT/Ingresos	8,9%	15,2%	17,7%	14,1%	14,0%	4,3%	3,2%	3,6%	3,7%	40,6%
	Beneficio Neto	34,1	95,0	67,2	12,5		535,9	571,2	686,0		7,0
	Cto. Beneficio Neto	263,6%	-12,9%	34,9%	10,9%	74,1%	-15,0%	9,3%	-12,1%	-5,9%	785,9%
	2y TACC (2024e - 2026e)	19,1%	2,3%	24,0%	-1,5%	11,0%	n.a.	14,0%	12,5%	13,3%	72,1%
	CAPEX/Ventas	3,4%	0,4%	8,4%	33,0%	11,3%	n.a.	1,0%	1,5%	1,3%	11,0%
Free Cash Flow	108,8	110,8	3,4	(6,9)		n.a.	569,9	801,4		(15,3)	
Deuda financiera Neta	294,4	363,2	775,4	253,1		(2.129,4)	(187,6)	384,9		24,9	
DN/EBITDA (x)	4,5	2,4	3,2	8,3	4,6	n.a.	n.a.	0,2	0,2	2,1	
Pay-out	383,2%	86,3%	0,0%	47,2%	129,2%	37,4%	63,1%	80,1%	60,2%	0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	40,6	8,8	15,6	11,3	19,1	8,9	13,6	15,7	12,8	8,1
	P/BV (x)	0,9	0,9	2,0	0,9	1,2	1,0	5,4	2,0	2,8	4,3
	EV/Ingresos (x)	2,3	1,4	2,3	2,1	2,0	0,1	0,3	0,3	0,2	2,3
	EV/EBITDA (x)	24,0	8,9	8,3	12,6	13,5	1,1	5,7	5,6	4,1	5,6
	EV/EBIT (x)	26,2	9,2	13,1	14,7	15,8	1,9	8,0	8,3	6,1	5,6
	ROE	2,1	10,2	12,9	8,0	8,3	11,3	39,3	12,6	21,1	72,7
	FCF Yield (%)	8,0	12,8	0,3	n.a.	7,0	n.a.	7,1	7,5	7,3	n.a.
	DPA	0,86	1,88	0,00	0,32	0,77	2,00	4,79	2,11	2,97	0,00
Dvd Yield	9,6%	9,5%	0,0%	4,2%	5,8%	4,9%	4,6%	5,4%	4,9%	0,0%	

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

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

LIGHTHOUSE

Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta
28006 Madrid
T: +34 915 904 226
institutodeanalistas.com/lighthouse

Alfredo Echevarría Otegui

Head of research

alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

Luis Esteban Arribas, CESGA

Equity research

luis.esteban@institutodeanalistas.com

Enrique Andrés Abad, CFA

Equity research

enrique.andres@institutodeanalistas.com

José Miguel Cabrera van Grieken

Equity research

jose.cabrera@institutodeanalistas.com

Jesús López Gómez, CESGA

ESG Analyst & Data analytics

jesus.lopez@institutodeanalistas.com

All Lighthouse research documents are available simultaneously on the Lighthouse website (institutodeanalistas.com/lighthouse) and via third-party aggregators such as Bloomberg, Factset, Capital IQ and Refinitiv.

INFORMACIÓN LEGAL IMPORTANTE SOBRE ESTE INFORME

LIGHTHOUSE

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

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

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

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

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

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

DISCLAIMER

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

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

Normas de confidencialidad y conflictos de interés

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

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

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

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

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

Todos los derechos reservados. Queda prohibido su uso o distribución no autorizados. Este documento ha sido elaborado y distribuido, según lo establecido en la MiFID II, por IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Su actividad empresarial está regulada por la CNMV. La información y las opiniones expresadas en este documento no constituyen ni pretenden constituir una oferta o la solicitud de una oferta para la compra o la venta de los valores referidos (es decir, los valores mencionados en el presente y los warrants, opciones, derechos o intereses relacionados con estos). La información y las opiniones contenidas en este documento están basadas en informaciones de carácter público y en fuentes consideradas fiables por IEAF Servicios de Análisis S.L.U., pero no se ofrece ninguna garantía en cuanto a su precisión o integridad. Todos los comentarios y las estimaciones facilitadas reflejan únicamente la

opinión de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. y no ofrecen ninguna garantía implícita o explícita. Todas las opiniones expresadas están sujetas a cambio sin previo aviso. En el presente documento no se tienen en cuenta los objetivos de inversión concretos, el estado financiero, la actitud frente al riesgo ni otras cuestiones específicas de la persona que reciba este documento, de modo que ésta deberá aplicar su juicio al respecto. Ni el Instituto Español de Analistas Financieros ni su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., asumen responsabilidad alguna por las pérdidas directas o indirectas derivadas del uso de los análisis publicados, salvo en caso de conducta negligente por parte de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. La información contenida en este informe se aprueba para su distribución a clientes profesionales, contrapartes elegibles y asesores profesionales, no a clientes particulares o minoristas. Se prohíbe su reproducción, distribución o publicación para cualquier fin sin la autorización por escrito de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. El Instituto Español de Analistas Financieros y/o su filial IEAF Servicios de Análisis S.L.U., sus empleados y directivos, pueden tener una posición (larga o corta) en una inversión sabiendo que ese emisor será objeto de análisis y que ese análisis se distribuirá a inversores institucionales. Cualquier información adicional sobre el contenido de este informe se remitirá previa solicitud. IEAF Servicios de Análisis tiene como objetivo la publicación de (al menos) un informe o nota trimestral de actualización de la compañía analizada.

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

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

Histórico de notas e informes

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
14-May-2024	n.a.	4,06	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	Enrique Andrés Abad, CFA

