

RENTA VARIABLE - ESPAÑA

Sector: Real Estate

Precio de Cierre: EUR 4,31 (28 jun 2024)

Fecha del informe: 1 jul 2024 (15:30h)

Revisión de estimaciones: A la baja

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

2024e: fuerte "salto" en EBITDA Rec. hasta EUR 9,1Mn (2x EBITDA Rec. 2023)

NUEVAS ESTIMACIONES 2024E: EUR 24,5MN EN INGRESOS... Revisamos nuestras estimaciones a la baja, por una evolución más lenta de lo inicialmente estimado del negocio tradicional de ingeniería de estructuras y del negocio de promoción (-16% y -15% vs nuestras estimaciones anteriores en 2024e y 2025e, respectivamente; CLR estima -22% en 2024e y del -28% en 2025e vs sus anteriores estimaciones). A pesar de ello, proyectamos un fuerte salto en ingresos del +40% en 2024e hasta EUR 24,5Mn. No estimamos impacto en P&L del proyecto Larimar (promoción) en 2024e.

Y UN EBITDA RECURRENTE DE EUR 9,1MN (VS EUR 12MN DE NUESTRAS ESTIMACIONES ANTERIORES Y DE EUR 13,5MN ESTIMADO POR CLR). Esta fuerte mejora (pese a la revisión a la baja) vendría explicada por: (i) el fuerte aumento en ingresos, (ii) la mejora en el margen bruto (+2,6p.p. vs 2023) y (iii) la capacidad de apalancamiento operativo del negocio de estructuras (100% del mix de negocio en 2024e).

2024E-2026E: DESPEGUE SIDERAL EN INGRESOS Y EBITDA REC... Gracias al proyecto Larimar City que supondrá el despegue a nivel de ingresos (cambio casi total en el mix) y EBITDA Recurrente y la cartera de proyecto del negocio tradicional. Pasando a ser (desde 2025e), esencialmente, una promotora turística y residencial en RD. En 2026e, estimamos un EBITDA Rec. de EUR 33,1Mn (vs EUR 9,1Mn en 2024e).

... PERO NO LIBRE DE RIESGOS. Dada 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.

EL EQUITY STORY SIGUE INTACTO: UNA OPORTUNIDAD DE HIPERCRECIMIENTO (EN UN CONTEXTO DE ALTO RIESGO). 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. 8,0x (5,4x 2025e; 2,2x 2026e...).

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	62,8	67,3
EV (Mn EUR y USD) ⁽¹⁾	72,6	77,8
Número de Acciones (Mn)	14,6	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	5,02 / 3,64 / 2,57	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,11	
Rotación ⁽²⁾	43,9	
Factset / Bloomberg	CLR-ES / CLR SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)⁽⁶⁾

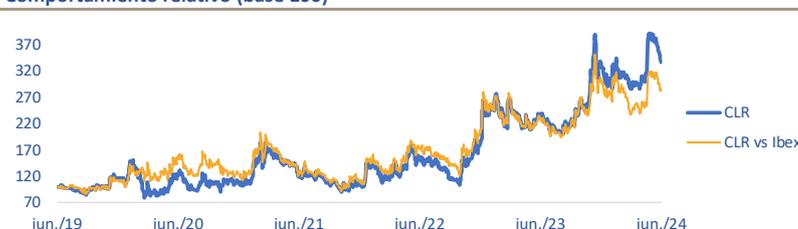
Familia Romero	26,5
Trina World Wide	10,1
Alejandro Clemares Sempere	7,5
Víctor Manuel Rodríguez Martín	6,4
Free Float	44,3

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	24,5	50,3	142,2
EBITDA Rec.	4,4	9,1	13,5	33,1
% Var.	6,0	105,0	48,7	145,8
% EBITDA Rec./Ing.	25,2	36,9	26,8	23,3
% Var EBITDA sector ⁽³⁾	3,5	12,9	6,0	6,2
Beneficio neto	0,8	5,1	7,1	20,9
BPA (EUR)	0,06	0,36	0,51	1,49
% Var.	-50,5	516,8	41,3	192,2
BPA ord. (EUR)	0,00	0,36	0,51	1,49
% Var.	-97,0	n.a.	41,3	192,2
Free Cash Flow Rec. ⁽⁴⁾	-2,6	-4,0	-24,2	14,2
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	13,5	37,7	23,6
DN / EBITDA Rec.(x)	2,2	1,5	2,8	0,7
ROE (%)	19,0	58,2	48,3	72,5
ROCE (%) ⁽⁴⁾	37,4	28,7	21,8	38,4

Ratios y Múltiplos (x)⁽⁵⁾

PER	73,9	12,0	8,5	2,9
PER Ordinario	n.a.	12,0	8,5	2,9
P/BV	10,2	5,6	3,4	1,6
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	4,15	2,96	1,44	0,51
EV/EBITDA Rec.	16,4	8,0	5,4	2,2
EV/EBIT	14,2	8,8	5,8	2,3
FCF Yield (%) ⁽⁴⁾	n.a.	n.a.	n.a.	22,6

Comportamiento relativo (base 100)


Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	-12,2	17,4	42,2	2,6	183,6	236,7
vs Ibxex 35	-9,6	18,8	23,2	-5,3	131,0	183,0
vs Ibxex Small Cap Index	-9,4	10,8	34,9	-4,0	194,6	160,5
vs Eurostoxx 50	-9,8	22,0	26,3	-5,2	137,0	139,0
vs Índice del sector ⁽³⁾	-9,2	19,8	16,9	8,5	311,6	341,4

(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.

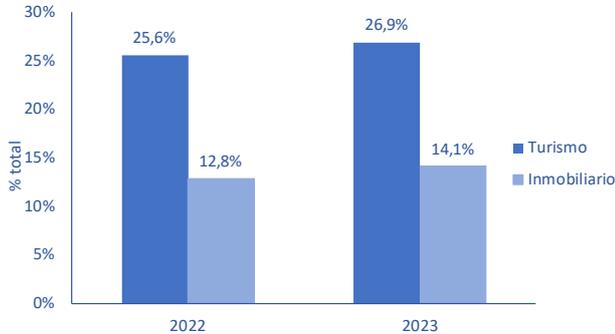
BME Growth es el mercado de renta variable español para las empresas de reducida capitalización que desean crecer, estando dotado de una regulación especial, diseñada específicamente para ellas, y con costes y procesos adaptados a sus características particulares. BME Growth (antiguo MAB) empezó a operar 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).

Revisión de estimaciones: A la baja
Tabla 1. Revisión de estimaciones

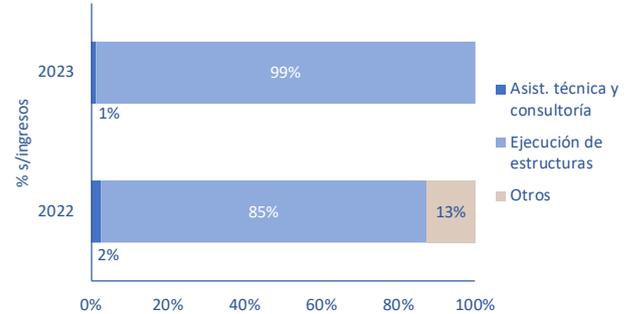
EUR Mn	2024e (Nuevo)	Revisión (%)	2025e (Nuevo)	Revisión (%)	2026e (Nuevo)	Revisión (%)
Total Ingresos	24,5	-16,5%	50,3	-15,0%	142,2	-2,5%
EBITDA (Recurrente)	9,1	-24,4%	13,5	0,8%	33,1	-2,5%
<i>Cto. EBITDA Rec.</i>	<i>105,0%</i>	<i>-66 p.p.</i>	<i>48,7%</i>	<i>37 p.p.</i>	<i>145,8%</i>	<i>-9 p.p.</i>
<i>EBITDA Rec. / Ventas</i>	<i>36,9%</i>	<i>-4 p.p.</i>	<i>26,8%</i>	<i>4 p.p.</i>	<i>23,3%</i>	<i>0 p.p.</i>
EBIT	8,3	-30,8%	12,4	-3,7%	32,2	-4,3%
Beneficio Neto	5,1	-28,2%	7,1	15,6%	20,9	0,1%
<i>DN / EBITDA</i>	<i>1,5 x</i>	<i>-0,6 x</i>	<i>2,8 x</i>	<i>-2,2 x</i>	<i>0,7 x</i>	<i>-0,1 x</i>

La compañía en 8 gráficos

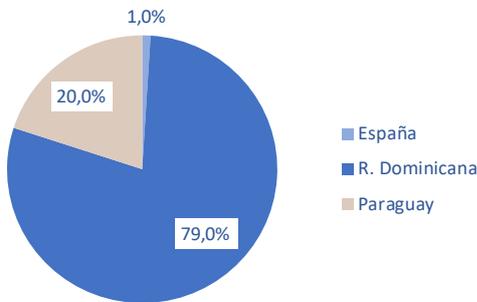
El turismo y la construcción son dos sectores clave para la R. Dominicana. Atrayendo un elevado % de la IED anual en el país.



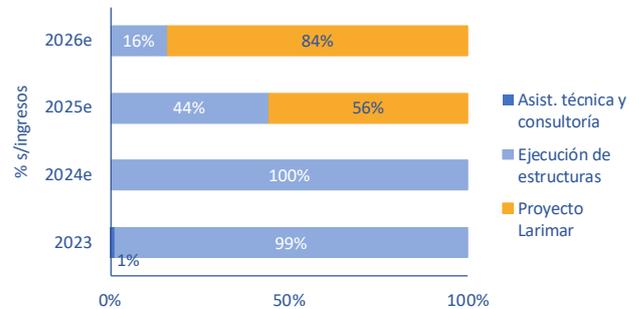
CLR: un negocio presente en toda la cadena de valor de sus clientes. Su principal línea de negocio es ejecución de estructuras.



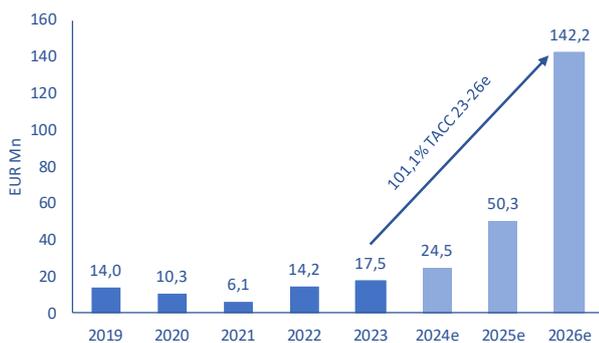
Tiene una alta concentración de la actividad en República Dominicana. En 2023 representó el 79% de las ventas.



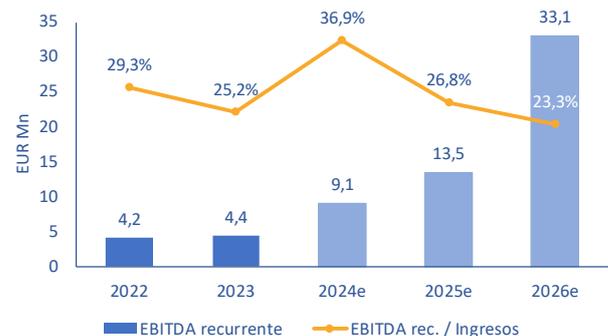
Concentración que esperamos que se acentúe debido al Proyecto Larimar. Y que provocaría un cambio casi total del mix de negocio...



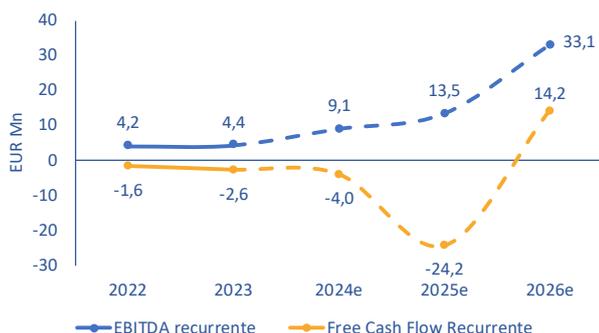
... permitiendo el despegue (muy exigente) en la parte alta de la P&L hasta los EUR 142,2Mn en ingresos en 2026e.



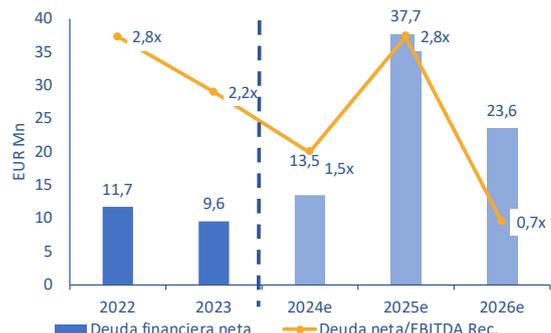
Empujando el EBITDA Rec. hasta EUR 33,1Mn en 2026e (vs EUR 9,1Mn en 2024e). Por el fortísimo crec. en volumen de ingresos...



... que situaría el FCF Rec. en EUR 14,2Mn en 2026e (vs EUR -4,0Mn en 2024e). Hiperdependiente del ritmo de entregas.



Aumentando la DN en 2025e hasta EUR 38Mn. Para reducirse significativamente en 2026e (DN EUR 23,6Mn; 0,7x DN/EBITDA Rec.)

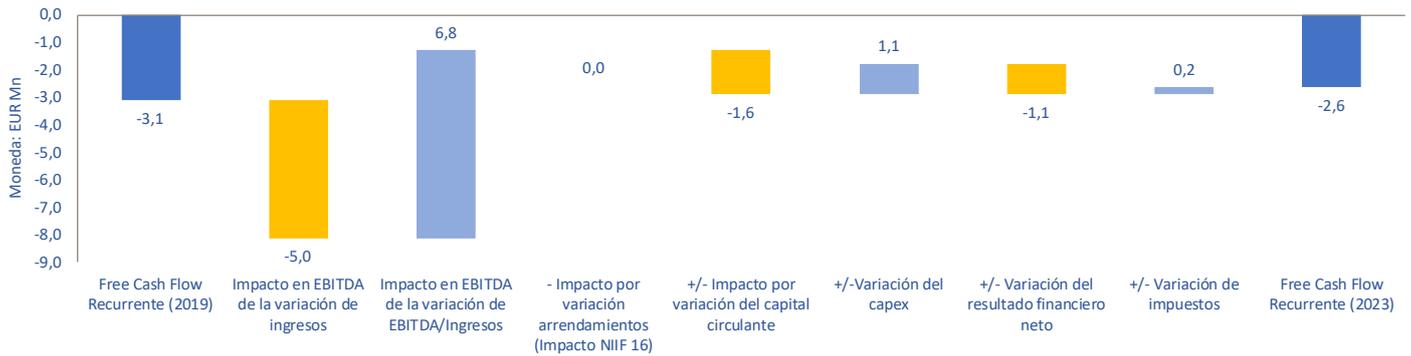
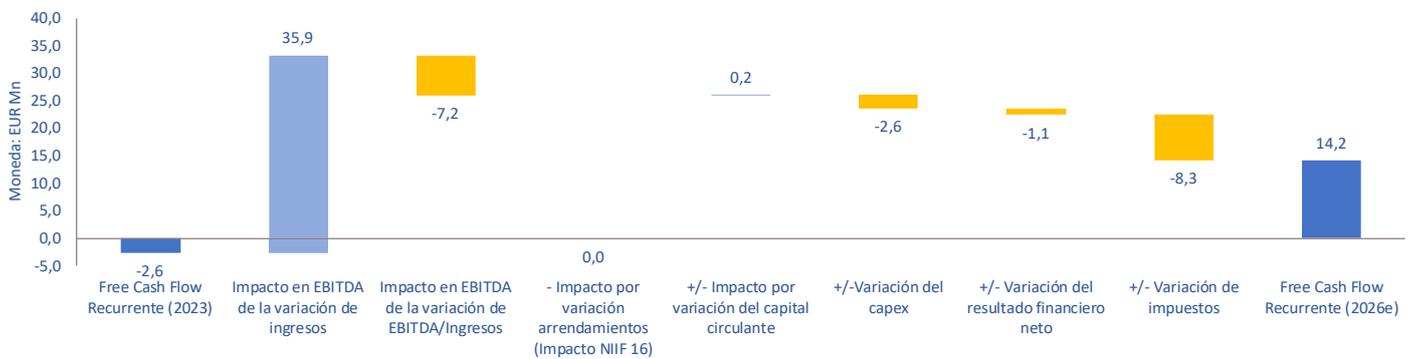
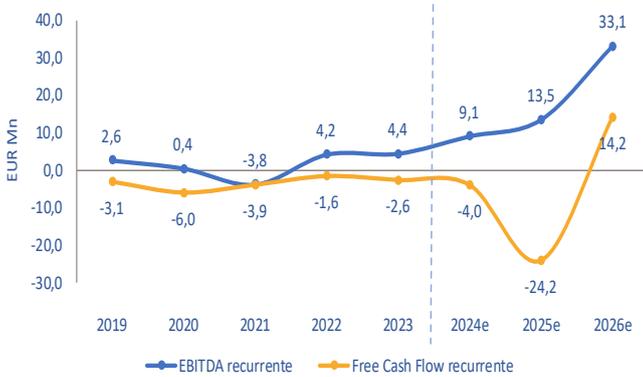


Anexo 1. Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
Inmovilizado inmaterial	0,4	2,0	2,7	0,8	0,5	0,6	0,7	0,8		
Inmovilizado material	4,2	4,2	3,4	3,9	4,5	6,3	8,2	10,8		
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	43,9	101,3	215,1		
Total activo	11,9	17,3	16,8	23,3	38,2	54,8	114,2	230,7		
Patrimonio neto	3,7	1,9	(2,8)	2,2	6,2	11,2	18,4	39,3		
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	13,5	37,7	23,6		
Pasivo circulante	2,1	3,0	3,6	6,4	18,3	25,9	54,0	163,8		
Total pasivo	11,9	17,3	16,8	23,3	38,2	54,8	114,2	230,7		
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	24,5	50,3	142,2	5,7%	n.a.
Cto.Total Ingresos	31,9%	-26,5%	-40,9%	133,5%	23,0%	40,1%	105,3%	182,8%		
Coste de ventas	(4,1)	(1,9)	(2,7)	(3,3)	(5,9)	(7,6)	(28,2)	(98,1)		
Margen Bruto	9,9	8,3	3,4	10,9	11,6	16,9	22,1	44,1	4,0%	56,0%
Margen Bruto / Ingresos	71,0%	81,1%	55,2%	76,5%	66,4%	69,0%	44,0%	31,0%		
Gastos de personal	(5,1)	(4,6)	(3,6)	(3,2)	(3,5)	(4,1)	(4,7)	(6,5)		
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	9,1	13,5	33,1	14,3%	95,6%
Cto.EBITDA recurrente	43,7%	-83,2%	-979,3%	208,8%	6,0%	105,0%	48,7%	145,8%		
EBITDA rec. / Ingresos	18,5%	4,2%	n.a.	29,3%	25,2%	36,9%	26,8%	23,3%		
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	9,1	13,5	33,1	20,4%	82,3%
Depreciación y provisiones	(0,7)	(1,0)	(1,0)	(1,2)	(1,3)	(0,9)	(1,1)	(1,0)		
Gastos capitalizados	0,1	0,8	0,9	0,5	0,9	0,1	0,1	0,1		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
EBIT	2,0	0,2	(3,9)	3,4	5,1	8,3	12,4	32,2	26,3%	84,6%
Cto.EBIT	23,4%	-88,8%	n.a.	188,9%	48,7%	61,5%	50,8%	158,3%		
EBIT / Ingresos	14,3%	2,2%	n.a.	24,2%	29,2%	33,7%	24,7%	22,6%		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,6)	(1,2)	(1,1)	(2,1)	(4,1)	(1,2)	(2,4)	(2,9)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	1,4	(0,9)	(5,0)	1,4	1,0	7,1	10,0	29,3	-7,6%	n.a.
Cto.Beneficio ordinario	0,6%	-168,2%	-427,5%	127,4%	-26,1%	603,7%	41,3%	192,2%		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	1,4	(0,9)	(5,0)	1,4	1,0	7,1	10,0	29,3	-7,6%	n.a.
Impuestos	(0,4)	(0,2)	(0,1)	(0,2)	(0,3)	(2,0)	(2,9)	(8,4)		
Tasa fiscal efectiva	25,5%	n.a.	n.a.	13,6%	28,7%	28,7%	28,7%	28,7%		
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	5,1	7,1	20,9	-5,0%	n.a.
Cto.Beneficio neto	19,9%	-211,6%	-360,1%	127,8%	-42,7%	536,2%	41,3%	192,2%		
Beneficio ordinario neto	1,0	(0,9)	(4,9)	1,2	0,0	5,1	7,1	20,9	-54,3%	n.a.
Cto. Beneficio ordinario neto	1,8%	-189,8%	-466,5%	124,9%	-96,6%	n.a.	41,3%	192,2%		
Cash Flow (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	19-23	23-26e
EBITDA recurrente						9,1	13,5	33,1	14,3%	95,6%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
Var.capital circulante	-	-	-	-	-	(7,1)	(29,3)	(4,1)		
Cash Flow operativo recurrente						1,9	-15,9	29,0	52,5%	n.a.
CAPEX	-	-	-	-	-	(2,7)	(3,0)	(3,6)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	(1,2)	(2,4)	(2,9)		
Impuestos	-	-	-	-	-	(2,0)	(2,9)	(8,4)		
Free Cash Flow Recurrente						(4,0)	(24,2)	14,2	4,0%	94,6%
Gastos de reestructuración y otros no rec.	-	-	-	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	-	-	-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-	-		
Free Cash Flow						(4,0)	(24,2)	14,2	19,2%	n.a.
Ampliaciones de capital	-	-	-	-	-	-	-	-		
Dividendos	-	-	-	-	-	-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						4,0	24,2	(14,2)		

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	9,1	13,5	33,1	<i>n.a.</i>	95,6%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	-83,2%	-979,3%	208,8%	6,0%	105,0%	48,7%	145,8%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	4,2%	<i>n.a.</i>	29,3%	25,2%	36,9%	26,8%	23,3%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(1,8)	1,0	(0,9)	(4,2)	(7,1)	(29,3)	(4,1)		
= Cash Flow operativo recurrente	(1,4)	(2,8)	3,3	0,2	1,9	(15,9)	29,0	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>	-918,9%	282,8%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	22,9%	1,0%	7,9%	<i>n.a.</i>	20,4%		
- CAPEX	(3,9)	(0,0)	(2,6)	(1,0)	(2,7)	(3,0)	(3,6)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,5)	(0,9)	(2,1)	(1,7)	(1,2)	(2,4)	(2,9)		
- Impuestos	(0,2)	(0,1)	(0,2)	(0,1)	(2,0)	(2,9)	(8,4)		
= Free Cash Flow recurrente	(6,0)	(3,9)	(1,6)	(2,6)	(4,0)	(24,2)	14,2	23,9%	94,6%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	-92,9%	34,9%	59,6%	-67,6%	-49,8%	-511,8%	158,6%		
<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>	10,0%		
- 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)	(4,0)	(24,2)	14,2	39,4%	<i>n.a.</i>
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	-91,9%	34,1%	101,9%	<i>n.a.</i>	-186,5%	-511,8%	158,6%		
<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>	22,6%		
<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>	22,6%		
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e		
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	(3,1)	(6,0)	(3,9)	(1,6)	(2,6)	(4,0)	(24,2)		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(0,7)	(0,2)	(5,1)	1,0	1,8	9,5	24,6		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(1,5)	(4,1)	13,1	(0,7)	2,9	(5,1)	(5,0)		
= Variación EBITDA recurrente	(2,2)	(4,3)	8,0	0,3	4,6	4,4	19,6		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	0,8	2,9	(1,9)	(3,3)	(2,9)	(22,2)	25,2		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	(1,4)	(1,4)	6,1	(3,1)	1,8	(17,8)	44,8		
+/- Variación del CAPEX	(1,8)	3,8	(2,5)	1,6	(1,7)	(0,3)	(0,5)		
+/- Variación del resultado financiero neto	0,1	(0,4)	(1,1)	0,3	0,6	(1,3)	(0,5)		
+/- Variación de impuestos	0,2	0,1	(0,1)	0,1	(1,9)	(0,8)	(5,5)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	(2,9)	2,1	2,3	(1,1)	(1,3)	(20,2)	38,3		
Free Cash Flow Recurrente	(6,0)	(3,9)	(1,6)	(2,6)	(4,0)	(24,2)	14,2		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
EBIT	0,2	(3,9)	3,4	5,1	8,3	12,4	32,2	<i>n.a.</i>	84,6%
* 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)	-	(2,4)	(3,6)	(9,2)		
EBITDA recurrente	0,4	(3,8)	4,2	4,4	9,1	13,5	33,1	<i>n.a.</i>	95,6%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(1,8)	1,0	(0,9)	(4,2)	(7,1)	(29,3)	(4,1)		
= Cash Flow operativo recurrente	(1,4)	(2,8)	3,3	0,2	1,9	(15,9)	29,0	28,5%	<i>n.a.</i>
- CAPEX	(3,9)	(0,0)	(2,6)	(1,0)	(2,7)	(3,0)	(3,6)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	(0,5)	-	(2,4)	(3,6)	(9,2)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	(5,3)	(2,8)	0,2	(0,8)	(3,1)	(22,4)	16,2	46,8%	<i>n.a.</i>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	-100,2%	46,3%	107,6%	-466,5%	-294,4%	-618,3%	172,3%		
<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>	11,4%		
- 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)	(3,1)	(22,4)	16,2	52,8%	<i>n.a.</i>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	-98,0%	44,2%	160,9%	-130,9%	-442,2%	-618,3%	172,3%		
<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>	22,3%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	2,6%	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	22,3%		

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	62,8	
+ 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)	72,6	

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	1.225,5	924,3	1.042,6	154,0		4.604,7	8.252,9	10.942,6		62,8
	Enterprise value (EV)	1.429,4	1.165,5	2.054,3	397,7		1.880,9	8.932,1	11.346,9		72,6
Información financiera básica	Total Ingresos	666,8	1.015,8	890,6	194,9		18.228,5	30.673,9	38.839,5		24,5
	Cto. Total Ingresos	13,7%	-11,3%	-2,4%	38,9%	9,7%	3,2%	10,5%	8,7%	7,5%	40,1%
	2y TACC (2024e - 2026e)	5,0%	-0,8%	4,7%	-7,2%	0,4%	1,9%	6,0%	5,4%	4,4%	n.a.
	EBITDA	64,7	155,2	249,2	32,3		1.395,5	1.231,4	2.621,4		9,1
	Cto. EBITDA	427,6%	-11,5%	3,5%	73,5%	123,3%	48,1%	50,1%	88,7%	62,3%	65,8%
	2y TACC (2024e - 2026e)	9,6%	0,0%	2,3%	0,5%	3,1%	2,9%	6,0%	11,7%	6,9%	91,2%
	EBITDA/Ingresos	9,7%	15,3%	28,0%	16,6%	17,4%	7,7%	4,0%	6,7%	6,1%	36,9%
	EBIT	59,4	151,3	162,7	28,4		789,5	1.026,1	1.445,9		8,3
	Cto. EBIT	553,3%	-11,4%	-1,0%	94,3%	158,8%	89,0%	104,8%	72,5%	88,8%	61,5%
	2y TACC (2024e - 2026e)	13,1%	-0,2%	5,3%	-0,2%	4,5%	3,3%	10,3%	12,0%	8,6%	97,4%
	EBIT/Ingresos	8,9%	14,9%	18,3%	14,5%	14,2%	4,3%	3,3%	3,7%	3,8%	33,7%
	Beneficio Neto	31,6	96,8	70,7	14,3		538,9	579,6	665,1		5,1
	Cto. Beneficio Neto	251,5%	-11,1%	40,7%	26,7%	77,0%	-14,5%	10,9%	-14,7%	-6,1%	536,2%
	2y TACC (2024e - 2026e)	19,0%	0,6%	21,9%	1,5%	10,7%	0,5%	11,6%	15,9%	9,3%	n.a.
	CAPEX/Ventas	2,5%	0,7%	8,4%	26,3%	9,5%	n.a.	-0,1%	1,7%	0,8%	11,0%
Free Cash Flow	90,0	131,5	3,5	3,1		n.a.	514,7	497,4		(4,0)	
Deuda financiera Neta	315,9	367,8	781,6	244,1		(2.700,3)	158,0	615,4		13,5	
DN/EBITDA (x)	4,9	2,4	3,1	7,6	4,5	n.a.	0,1	0,2	0,2	1,5	
Pay-out	417,4%	99,4%	0,0%	40,3%	139,3%	37,2%	63,1%	82,7%	61,0%	0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	37,2	9,4	14,8	10,6	18,0	8,3	13,8	16,6	12,9	12,0
	P/BV (x)	0,7	1,0	2,0	1,0	1,2	1,0	5,5	2,1	2,8	5,6
	EV/Ingresos (x)	2,1	1,1	2,3	2,0	1,9	0,1	0,3	0,3	0,2	3,0
	EV/EBITDA (x)	22,1	7,5	8,2	12,3	12,5	1,3	7,3	4,3	4,3	8,0
	EV/EBIT (x)	24,1	7,7	12,6	14,0	14,6	2,4	8,7	7,8	6,3	8,8
	ROE	2,0	10,6	13,4	9,1	8,8	11,5	39,6	12,4	21,1	58,2
	FCF Yield (%)	7,3	14,2	0,3	2,0	6,0	n.a.	6,2	4,5	5,4	n.a.
	DPA	0,87	2,23	0,00	0,31	0,85	2,00	4,86	2,11	2,99	0,00
Dvd Yield	10,8%	10,6%	0,0%	3,8%	6,3%	5,1%	4,6%	5,2%	5,0%	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).

Anexo 6. Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2024e	2025e	2026e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	(3,1)	(22,4)	16,2	n.a.			
Market Cap	62,8	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)	3,4%	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	17,4%	Ke = Rf + (R * B)			15,7%	19,2%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	86,7%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	13,3%	D			=	=	
WACC	15,7%	WACC = Kd * D + Ke * E			14,2%	17,4%	
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.

Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker	Mkt. Cap	PER 24e	BPA	EV/EBITDA	EBITDA	EV/Vtas.	Ingresos	EBITDA/Vtas.	FCF Yield	FCF
	Factset			24e-26e	24e	24e-26e	24e	24e-26e	24e	24e	24e-26e
Metrovacesa	MVC-ES	1.225,5	37,2	19,2%	22,1	9,6%	2,1	5,0%	9,7%	7,3%	6,6%
Aedas Homes	AEDAS-ES	924,3	9,4	-0,7%	7,5	0,0%	1,1	-0,8%	15,3%	14,2%	-14,4%
Playa Hotels & Resorts	PLYA-US	1.042,6	14,8	23,8%	8,2	2,3%	2,3	4,7%	28,0%	0,3%	n.a.
Insur	ISUR-ES	154,0	10,6	-8,6%	12,3	0,5%	2,0	-7,2%	16,6%	2,0%	n.a.
Promoción inmobiliaria y Turismo			18,0	8,4%	12,5	3,1%	1,9	0,4%	17,4%	6,0%	-3,9%
Strabag	STR-AT	4.604,7	8,3	0,5%	1,3	2,9%	0,1	1,9%	7,7%	n.a.	n.a.
Hochtief	HOT-DE	8.252,9	13,8	11,1%	7,3	6,0%	0,3	6,0%	4,0%	6,2%	27,7%
ACS	ACS-ES	10.942,6	16,6	14,8%	4,3	11,7%	0,3	5,4%	6,7%	4,5%	43,6%
Ingeniería y Construcción			12,9	8,8%	4,3	6,9%	0,2	4,4%	6,1%	5,4%	35,6%
CLR	CLR-ES	62,8	12,0	n.a.	8,0	91,2%	3,0	n.a.	36,9%	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	29,5%	14,8	4,9x
Central	26,8%	13,5	5,4x
Min	24,1%	12,1	6,0x

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%
14,8	(22,5)	(22,8)	(23,1)
13,5	(23,9)	(24,2)	(24,5)
12,1	(25,2)	(25,5)	(25,8)

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
01-Jul-2024	n.a.	4,31	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones: A la baja	Enrique Andrés Abad, CFA
27-May-2024	n.a.	4,98	n.a.	n.a.	Small & Micro Caps (España)	Alfredo Echevarría Otegui
14-May-2024	n.a.	4,06	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	Enrique Andrés Abad, CFA

