

# GRUPO SANJOSE

## Construcción

# Sigue acumulando caja

## SOBREPONDERAR (desde 17/12/21)

Ignacio Romero 91 782 9157/8  
Romerolnacio@bancsabadell.com

Cierre (16-10-24): 4,55 euros/acc.

P.O.: 9,62 euros/acc. (potencial +111%)

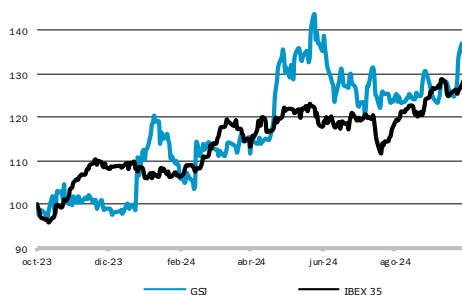
### INFORMACIÓN CLAVE

Reuters / Bloomberg:	GSJ.MC/GSJ SM
Cap. Bursátil / EV	296 M / 41 M
# acciones:	65,0 M
12M Max/Min:	5,0 / 3,4
Perf. Rel. IBEX 35 (1,3,6 meses):	+2%/0%/+1%
Vol. medio acc. M Eur/M Acc.	0,199/0,045
Beta (5años)	0,84
Free-float:	33,6%
Rating (S&P, M, F)	n.a. / n.a. / n.a.
Rating ESG	E:B+/S:B/G:C/Controversy:A+
<b>Accionistas Principales</b>	
Familia Rey 48,3%, familia Sánchez Ávalos 16,1%.	

BS(e)	2023	2024e	2025e
Ventas Totales	1.336	1.445	1.433
Crec. %	22,3%	8,2%	-0,9%
EBITDA	62	67	67
Crec. %	7,0%	7,5%	0,0%
Margen EBITDA	4,6%	4,6%	4,7%
EBIT	39	44	44
Crec. %	19,7%	12,4%	0,0%
Margen EBIT	2,9%	3,0%	3,0%
BDI	21	35	29
Crec. %	39,1%	62,8%	-17,5%
<b>x ACC.</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>
BPA	0,33	0,54	0,44
Crec. %	39,1%	62,8%	-17,5%
BPA Ajustado	0,45	0,58	0,49
Crec. %	55,2%	29,5%	-16,1%
DPA	0,10	0,15	0,15
Crec. %	0,0%	50,0%	0,0%
CFPA	0,51	0,72	0,61
Crec. %	35,7%	40,9%	-15,2%
<b>RATIOS</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>
PER	11,4x	8,2x	9,9x
PER Ajustado	8,4x	7,5x	9,0x
PCF	7,4x	6,1x	7,2x
PVC	1,3x	1,4x	1,3x
ROE	16,4%	19,5%	14,7%
Yield	2,7%	3,4%	3,4%
EV/Ventas	-0,01x	0,02x	0,01x
EV/EBITDA	-0,25x	0,45x	0,25x
EV/EBIT	-0,40x	0,69x	0,38x
DFN/EBITDA	-4,8x	-4,4x	-4,6x

Fuente: BS Análisis

### Compañía vs ES50 y sector:



Fuente: Bloomberg

- Hemos revisado un +10% nuestro P.O. sobre GSJ tras analizar la valoración de todas las divisiones y actualizar los datos del balance con el cierre a junio'24. Así, valoramos la compañía en 9,62 euros/acc. (vs. 8,78 euros/acc. previo, potencial +111%).
- A pesar del buen comportamiento de la acción en 2024 (+36%, +13% relativo al IBEX35) todavía vemos mucho potencial de revalorización adicional. La venta de algún activo a un buen precio podría ser un catalizador para el precio de la acción.
- Los ingresos consolidados de los primeros seis meses del año crecieron un +17,8% pero el EBITDA cayó un -5,9%, de manera que la caída interanual del margen EBITDA fue de -104 pbs (hasta 4,1%). Aunque el año empezó bien, con un sólido 1T'24, en el 2T'24 estanco (periodo abril-junio) el margen sufrió un recorte por la evolución de la partida de ajustes del consolidado, que pasó de generar casi 4 M euros de EBITDA en 2T'23 estanco a tener un resultado de -1,2 M euros en 2T'24. Así el margen pasó de 4,7% en 2T'23 a 2,9% en 2T'24. Por divisiones, los márgenes de construcción en 2T'24 estanco permanecieron planos frente al año pasado mientras que los del resto de actividades registraron caídas.
- Vista la cartera de obra a junio'24 y la relación entre la cifra de ingresos y el volumen de la cartera de los últimos años, en 2024 parece razonable que podamos ver unos niveles de ingresos por construcción de >1.300 M euros, que representaría un **crecimiento del +11%** sobre 2023.
- Los principales proyectos que requieren inversiones como la expansión del Paseo de la Castellana en Madrid (vía su 10% en CMNN) y el desarrollo de un parque eólico en Galicia están sufriendo retrasos en su ejecución, por razones ajenas a GSJ. Esperamos que estos proyectos, junto a la reposición de suelo para el negocio de promoción en Perú, generen salidas de caja en los dos próximos años, pero no de manera significativa si, como es probable, CMNN opta por el endeudarse para comprar los terrenos a ADIF. Estimamos unas inversiones de c.25-30 M euros al año en los 3 próximos años.
- **La compañía sigue acumulando caja** por la retención de beneficios, por el retraso de inversiones comentado en el punto anterior y en parte por el aumento de los anticipos asociados a la mayor cartera de obra. La posición de caja neta a junio'24 era de 330 M euros (vs 296 M euros a diciembre'23). Si ajustamos la cifra por el importe de las provisiones en balance el dato sería de 243 M euros, equivalente al 82% de la capitalización bursátil. Si realizamos un ajuste adicional por el exceso de pasivo circulante acumulado a junio'24 (por unos anticipos recibidos más altos de lo habitual) el dato de caja neta sería de 212 M euros (72% de la capitalización). En nuestra opinión, estos porcentajes tan elevados indican que la acción está realmente infravalorada por el mercado.

## Índice

<b>1. EL ENTORNO MACRO DEBERÍA SEGUIR APOYANDO LOS DOS PRÓXIMOS AÑOS .....</b>	<b>3</b>
<b>2. GSI ESTÁ CRECIENDO CON FUERZA EN CONSTRUCCIÓN .....</b>	<b>4</b>
<b>3. MADRID NUEVO NORTE AVANZA DESPACIO .....</b>	<b>6</b>
<b>4. ESPERAMOS UN AUMENTO DE LAS INVERSIONES EN LOS DOS PRÓXIMOS AÑOS.....</b>	<b>7</b>
<b>5. NUEVA VALORACIÓN: TODAVÍA VEMOS POTENCIAL A PESAR DE LA SUBIDA EN BOLSA .....</b>	<b>9</b>
<i>Construcción. Ligeramente rebaja para alinear valoración con el sector.....</i>	<i>9</i>
<i>Crea Madrid Nuevo Norte (CMNN). Sin cambios a la espera de cerrar la compra de los terrenos.....</i>	<i>10</i>
<i>Concesiones. Ligeramente mejora de la valoración.....</i>	<i>10</i>
<i>Energía. Las valoraciones sectoriales han caído en el último año. ....</i>	<i>10</i>
<i>Activos inmobiliarios (excluyendo CMNN). Sin grandes variaciones.....</i>	<i>11</i>
<i>Carlos Casado. Mal comportamiento bursátil en el último año.....</i>	<i>12</i>
<i>Comercial Udra. Los Rdos. siguen siendo buenos.....</i>	<i>12</i>
<i>Otros activos.....</i>	<i>12</i>
<i>Ajustes.....</i>	<i>13</i>
<i>Análisis de sensibilidad .....</i>	<i>14</i>
<i>Ratios de compañías comparables .....</i>	<i>15</i>
<b>6. DATOS FINANCIEROS .....</b>	<b>16</b>
<b>7. DATOS OPERATIVOS.....</b>	<b>16</b>

## 1. EL ENTORNO MACRO DEBERÍA SEGUIR APOYANDO LOS DOS PRÓXIMOS AÑOS

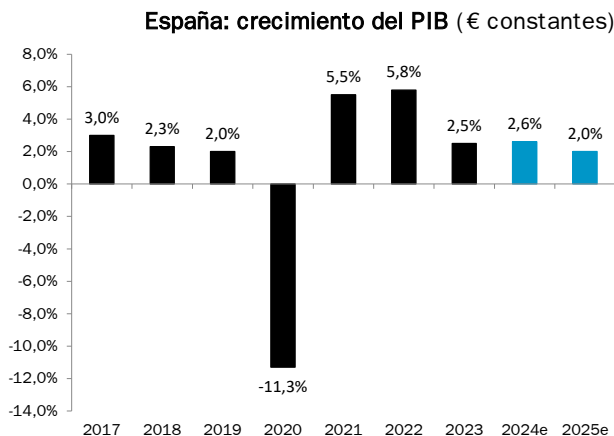
*Aunque ralentiza a medio plazo, el crecimiento económico es favorable*

En la primera mitad de 2024 los datos macroeconómicos de las principales economías mundiales sorprendieron al alza de manera reiterada a pesar del tensionamiento monetario acumulado. Creemos que esto fue debido al impulso fiscal (IRA EE.UU, fondos NGEU y ayudas antipandemia/guerra Ucrania en la UE) y otros factores (demográficos, distorsiones post pandemia, tecnología, etc.).

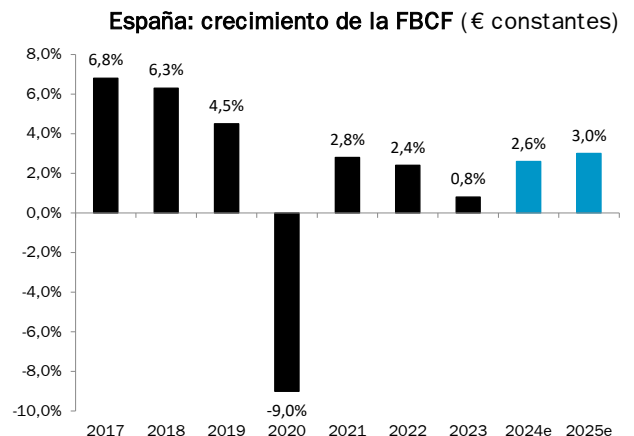
Aunque en julio y agosto esa dinámica de sorpresas positivas no ha tenido continuidad, y de hecho los datos macroeconómicos fueron peores de lo previsto, el consenso de mercado apunta a una ralentización del crecimiento y no a una recesión en el corto y medio plazo. Y es que con la inflación, por fin, dando señales de converger hacia los objetivos de los bancos centrales se ha producido un cambio de tendencia en el ciclo de la política monetaria, tan restrictiva en los últimos años. El BCE rebajó su tipo de referencia en junio y el presidente la Fed ha sugerido que hará lo propio hasta finales de año. Lo previsible es que los bancos centrales logren su objetivo de enfriar la economía con un "aterrizaje suave". Esto es positivo para el crecimiento económico.

Así, el consenso de mercado apunta a que en este año 2024 se crecerá más que en 2023 (Eurozona >1,0%, EE.UU. >2,0%), con un mercado laboral robusto y no se producirá ninguna recesión. En 2025 el crecimiento sería menor pero con un riesgo de recesión bajo.

En el caso de España, el crecimiento previsto es mayor al de la media de la Eurozona. Según las estimaciones de consenso de Bloomberg el PIB podría crecer un +2,6% en 2024 y un +2,0% en 2025. El aumento de la inversión será uno de los mayores contribuidores a ese crecimiento, según las mismas fuentes. De esta manera, el entorno macroeconómico debería favorecer la contratación de obra en los dos próximos años.



Fuente: Bloomberg (consenso Bloomberg para 2024 y 2025)



Fuente: Bloomberg (consenso Bloomberg para 2024 y 2025)

## 2. GSJ ESTÁ CRECIENDO CON FUERZA EN CONSTRUCCIÓN

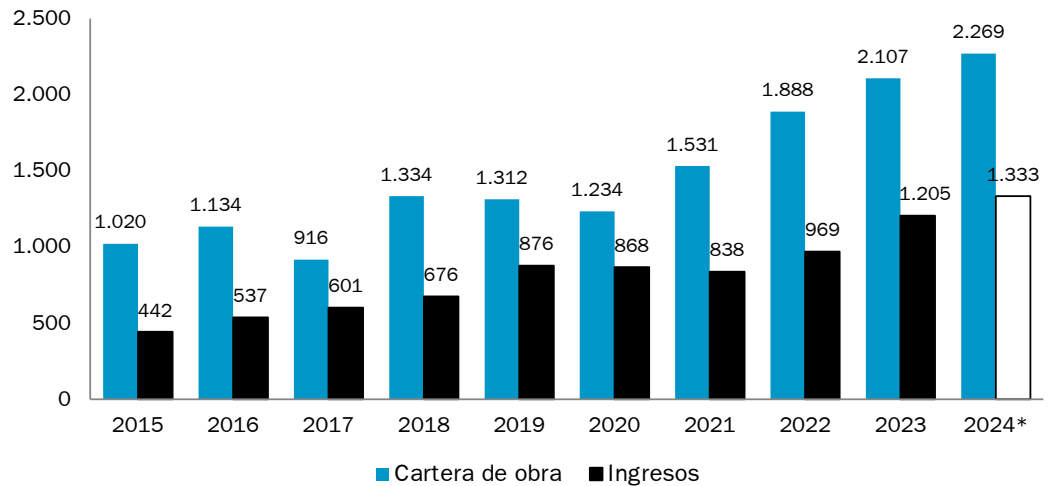
*Esperamos más ingresos en Construcción y con márgenes más altos en 2024*

Los ingresos consolidados de los primeros seis meses del año de GSJ crecieron un +17,8% pero el EBITDA cayó un -5,9%, de manera que se produjo una caída interanual de -104 pbs en el margen EBITDA (hasta 4,1%). Aunque el año empezó bien, con un 1T'24 fuerte, en el 2T'24 estanco (periodo abril-junio) el margen fue más bajo: 2,9% vs 4,7% en 2T'23 por la evolución de la partida de ajustes del consolidado, que pasó de generar casi 4 M euros de EBITDA en 2T'23 estanco a tener un resultado de -1,2 M euros en 2T'24. Por divisiones, los márgenes de construcción en 2T'24 estanco permanecieron planos frente al año pasado mientras que los del resto de actividades registraron caídas.

Respecto a **la división de construcción**, que es la que mayor contribución realiza a la cifra de negocio consolidada (92%), la primera mitad del ejercicio ha sido razonablemente buena, con un incremento de la cifra de negocio del +22% (aunque ralentiza desde el +28% del 1T'24). En esta división, el margen EBITDA aumentó +13 pbs en el acumulado hasta el 3,6%. Como la dotación de provisiones ha sido menor este año 2024, el EBIT si muestra un crecimiento significativo: +74% en el acumulado del semestre.

Vista la cartera de obra a junio'24 y la relación entre la cifra de ingresos y el volumen de la cartera de los últimos años, en 2024 parece razonable que podamos ver unos niveles de ingresos por construcción de c.1.330 M euros, que representaría un crecimiento del +11% sobre 2023. Edificación, tanto residencial como no residencial, es la tipología que más peso tiene en la cartera de construcción (representaba el 74% del total a junio'24).

**CARTERA DE OBRA Y CIFRA DE NEGOCIO EN CONSTRUCCIÓN (M euros)**



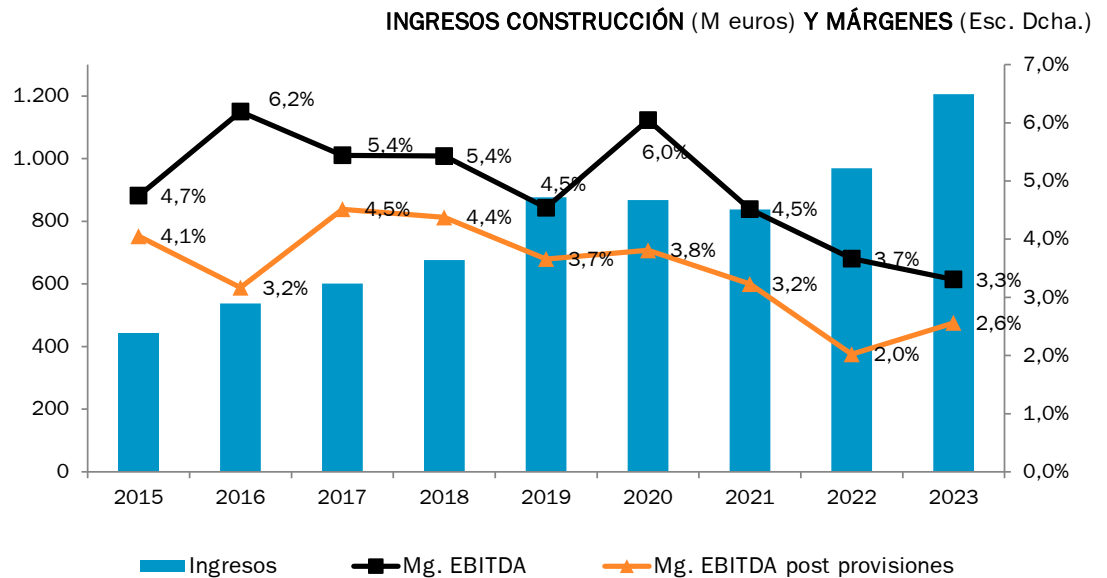
(\* La cartera de obra es a junio'24, los ingresos de construcción son los estimados BS para todo 2024  
Fuente: Grupo SANJOSE, BS Análisis

Respecto a los márgenes, creemos que éstos han tocado suelo y que en 2024 deberíamos ver, como así ha sido en 1S'24, una mejora de la rentabilidad. Así, en la división de construcción, éste puede ser un año de crecimiento de ingresos y EBITDA del +11% y del +30% respectivamente.

*Los márgenes en construcción podrían recuperar en 2024*

El margen EBITDA de esta división ha mostrado bastante volatilidad en los últimos años, oscilando entre el 6,2% y el 3,3% desde el año 2015. En el caso del margen ajustado por las provisiones (que reflejan problemas acontecidos en las obras como sobrecostes o discrepancias con los clientes que puedan representar una caída de la rentabilidad del proyecto) el rango es del 4,5% y 2,0%.

En los dos últimos años los márgenes han sido especialmente bajos y creemos que esto es debido a (i) que los costes de construcción han aumentado significativamente por la combinación de problemas en la cadena de suministro junto con un aumento tanto de los costes de las materias primas, especialmente las energéticas (con el impacto que esto tiene en toda la estructura de costes) y (ii) algún proyecto que ha dado problemas de sobrecostes y/o recortes de la rentabilidad esperada por otros motivos no relacionados con la inflación de costes de la construcción.



Fuente: Grupo SANJOSE, BS Análisis

**En el resto de divisiones** (8% de la cifra de negocio), el comienzo del año ha sido discreto, con caídas de ingresos que van del -5% en Concesiones al -47% en Energía o el -61% en Inmobiliario. En este último caso, la caída es debida al agotamiento del suelo, y la actividad de promoción, en su principal desarrollo "Condominio Nuevavista" en Lima, Perú. GSJ está buscando suelo de las mismas características que el anterior para reanudar la actividad de promoción en ese país.

Para todo el ejercicio, esperamos una mejora de ingresos consolidados del +8% con márgenes estables (la línea de ajustes compensa por la mencionada mejora en el negocio de construcción).

#### ESTIMACIONES DIVISIONALES

M euros	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Construcción	838	969	1.205	1.333	1.319	1.280
Var %	-3%	16%	24%	11%	-1%	-3%
Inmob.	17	23	16	5	5	5
Var %	101%	35%	-33%	-70%	0%	0%
Energía	11	18	14	10	10	10
Var %	6%	57%	-19%	-30%	0%	0%
Concesiones	52	66	75	75	77	79
Ajustes	9	16	25.699	22	22	22
<b>INGRESOS</b>	<b>928</b>	<b>1.092</b>	<b>1.336</b>	<b>1.445</b>	<b>1.433</b>	<b>1.395</b>
<b>Var %</b>	<b>-4%</b>	<b>18%</b>	<b>22%</b>	<b>8%</b>	<b>-1%</b>	<b>-3%</b>
Construcción	38	36	40	52	51	50
Margen %	4,5%	3,7%	3,3%	3,9%	3,9%	3,9%
Inmob.	4	8	4	1	1	1
Margen %	21,2%	33,3%	25,4%	15,0%	15,0%	15,0%
Energía	2	2	4	3	2	2
Margen %	20,8%	12,5%	25,7%	25,0%	20,0%	20,0%
Concesiones	3	3	3	3	3	4
Margen %	5,5%	4,6%	4,3%	4,5%	4,5%	4,5%
Ajustes	8	9	11	8	9	9
<b>EBITDA</b>	<b>54</b>	<b>58</b>	<b>62</b>	<b>67</b>	<b>67</b>	<b>65</b>
<b>Var %</b>	<b>-27%</b>	<b>7%</b>	<b>7%</b>	<b>7%</b>	<b>0%</b>	<b>-2%</b>
<b>Margen %</b>	<b>5,9%</b>	<b>5,3%</b>	<b>4,6%</b>	<b>4,6%</b>	<b>4,7%</b>	<b>4,7%</b>

Fuente: BS Análisis.

### 3. MADRID NUEVO NORTE AVANZA DESPACIO

*Madrid Nuevo Norte ya está en fase de ejecución, aunque avanza despacio por retrasos en el registro de los terrenos*

GSJ tiene exposición al desarrollo inmobiliario Madrid Nuevo Norte a través de su participación del 10% en **Crea Madrid Nuevo Norte** (CMNN, antiguamente conocido como Distrito Castellana Norte), que es a su vez propietaria de c.40% de los derechos de edificación sobre el ámbito. Los otros accionistas de CMNN son BBVA (75%) y Merlin Properties, a la que GSJ vendió un 14,5% a finales del año 2019. Recordamos que CMNN tiene los derechos de edificación sobre parte del ámbito pero todavía no tiene los terrenos sobre los que se va a edificar (que son propiedad de ADIF, actualmente están trabajando en la transmisión de estos terrenos a CMNN).

El ámbito está dividido en 4 zonas: Estación de Chamartín, Centro de Negocios Chamartín, Las Tablas Oeste y Malmea-San Roque-Tres Olivos.

El avance en el ámbito sigue su curso, aunque lo hace de manera más lenta de lo previsto. El trámite administrativo del registro de las más de 150 fincas afectadas está tardando más de lo esperado y CMNN todavía no ha podido cerrar la adquisición de los terrenos a Adif. El plan inicial era comenzar las obras de urbanización a finales del año 2023 en Las Tablas Oeste y, aproximadamente, un año después seguir con la urbanización de los ámbitos de Centro de Negocios Chamartín y de Malmea-San Roque-Tres Olivos. A finales del año pasado las partes acordaron retrasar la transmisión de los terrenos a la segunda parte de este año.

En cualquier caso, **se está trabajando en paralelo** en las obras para soterrar las vías en la Estación de Chamartín, que están avanzando a buen ritmo, por lo que el retraso en el Registro no está teniendo un impacto directamente proporcional en la ejecución del proyecto.

Según las previsiones de CMNN el desarrollo podría tardar entre 10 y 20 años en estar terminado. Entre las obras de urbanización y acondicionamiento previstas destaca el ya mencionado soterramiento de las vías de tren del entorno de la estación de Chamartín y la construcción de cinco puentes, dos de ellos para cruzar la M-30 y tres sobre las vías del tren, así como un túnel y una pasarela peatonal.

#### MADRID NUEVO NORTE



#### Ámbitos y edificabilidades

Fuente: CMNN

Creemos que el proyecto tiene mucho atractivo incluso a pesar de que desde la pandemia la parte de oficinas ya no genera el mismo entusiasmo entre los inversores. Aunque GSJ tiene vocación de largo plazo en este proyecto, no descartamos que pueda vender su participación anticipadamente.

#### 4. ESPERAMOS UN AUMENTO DE LAS INVERSIONES EN LOS DOS PRÓXIMOS AÑOS

*Fuerte aumento de la posición de caja a cierre del semestre por el retraso en las inversiones y variación de circulante*

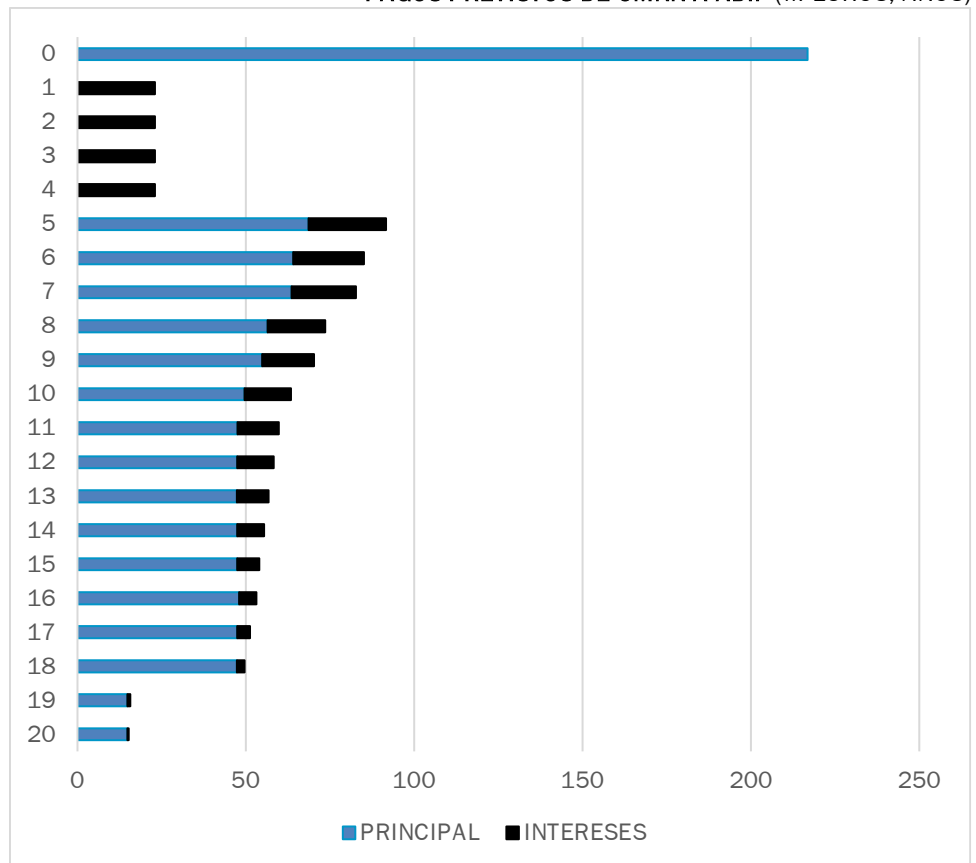
La posición de tesorería tanto a final del ejercicio 2023 como a junio'24 creció **significativamente** frente al año precedente gracias al EBITDA generado y a que el nivel de inversiones en inmovilizado fue relativamente bajo mientras que la cartera de obra contratada, y con ella los anticipos de clientes, crecieron de manera significativa. Así, a diciembre'2023 GSJ tenía una posición de caja neta de 296 M euros (vs 215 M euros a diciembre'22). La variación de circulante contribuyó con +60 M euros en el ejercicio, siendo los anticipos a cierre de 2023 de 120 M euros (equivale al 40% de la posición de tesorería). A junio'24 la posición neta de tesorería todavía creció más, hasta 330 M euros, a pesar del dividendo pagado en el mes de mayo.

De cara a los próximos años **esperamos un aumento del esfuerzo inversor** por la transmisión de los terrenos de Adif, ya comentado, el desarrollo de un parque eólico en Galicia y, posiblemente, por la reposición de suelo para el negocio de promoción en Perú.

**Respecto a CMNN**, hay que decir que en la primera fase del proyecto la mayor parte de la iniciativa recae, para bien o para mal, en las administraciones públicas. En el lado positivo esto implica que los desembolsos a corto y medio plazo de CMNN deberían ser reducidos. En el lado negativo, al depender de las administraciones públicas, el proyecto puede sufrir retrasos por cuestiones ajenas a CMNN.

Aunque el desarrollo es muy grande el montante de la inversión para GSJ es manejable dado que solo tiene el 10% de CMNN y el proyecto es a muy largo plazo, con un calendario de pagos previstos que reparte en el tiempo los desembolsos a realizar. El acuerdo entre CMNN y Adif para la venta de los terrenos está estructurado a través de una financiación a 20 años con un coste total de 1.265 M euros (985 M euros de principal y el resto intereses).

PAGOS PREVISTOS DE CMNN A ADIF (M EUROS, AÑOS)



Fuente: Cinco Días, Convenio entre Adif y Distrito Castellana Norte

*Debido a que las inversiones están muy repartidas en el tiempo no debería haber una reducción significativa de la posición de caja*

Como se puede ver en la tabla anterior, en los próximos meses CMNN debe realizar un pago de 219 M euros de los cuales a GSJ le corresponderían 21,9 M euros (dada su participación del 10%). Creemos que es muy probable, y así se ha publicado en prensa, que CMNN busque financiación ajena para cubrir todo o parte de este desembolso inicial por lo que GSJ no tendría que realizar un desembolso de semejante tamaño para atender su parte del pago inicial a Adif.

**Respecto al parque eólico en Galicia**, recordamos que GSJ tiene derechos de construcción de un parque eólico en la provincia de Lugo de c.28 MW. El valor estimado de la inversión en el desarrollo podría ser de c.31 M euros a repartir en un horizonte temporal incierto por los plazos de inicio de las obras (se está produciendo retrasos en las autorizaciones para este tipo de activos en Galicia).

Por último, **GSJ está buscando suelo en Perú** para reponer el ya agotado de Condominio Nuevavista, en Lima. En nuestras estimaciones asumimos una inversión de c.10 M euros aunque la cifra podría ser distinta y los plazos también son inciertos.

A continuación, presentamos nuestras estimaciones de caja generada en los próximos años.

<b>CASH FLOW - M euros</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>
EBITDA	54	58	62	67	67	65
Financieros	-8	-7	-6	1	4	4
Var circulante/Otros	4	-1	52	-24	-2	-6
Impuestos	-9	-10	-10	-9	-18	-19
<u>Cash Flow Operativo</u>	<u>41</u>	<u>40</u>	<u>97</u>	<u>35</u>	<u>50</u>	<u>44</u>
Inversiones	-10	-15	-16	-30	-27	-27
Desinversiones	0	0	0	0	0	0
Dividendos	-7	-7	-7	-10	-10	-10
<b>Cash Flow Total</b>	<b>24</b>	<b>19</b>	<b>74</b>	<b>-5</b>	<b>14</b>	<b>8</b>

*Fuente: BS Análisis*



## 5. NUEVA VALORACIÓN: TODAVÍA VEMOS POTENCIAL A PESAR DE LA SUBIDA EN BOLSA

*Precio objetivo de 9,62 euros/acc.*

Hemos revisado un +10% nuestro P.O. sobre GSJ tras actualizar la valoración de todas las divisiones y realizar una serie de ajustes a la posición neta de tesorería por mayores provisiones y otros ajustes de circulante. Así, valoramos la compañía en 9,62 euros/acc. (vs. 8,78 euros/acc. previo, potencial +111%). A pesar del buen comportamiento de la acción desde comienzos de año (+36%, incluyendo dividendos) todavía vemos mucho potencial de revalorización adicional.

Para valorar GSJ sumamos **las distintas partes que componen el grupo en base a dos escenarios, pesimista y optimista**. El P.O. es el valor promedio de estos dos escenarios.

La posición de caja neta a junio'24 era de 330 M euros (vs 295 M euros a junio'23). Si ajustamos la cifra por el importe de las provisiones en balance el dato sería de 243 M euros, equivalente al 82% de la capitalización bursátil. Si realizamos un ajuste adicional por el exceso de pasivo circulante acumulado a junio'24 (sobre lo normal, por una cifra de anticipos recibidos más alta de lo habitual) el dato de caja neta sería de 212 M euros (72% de la capitalización) lo que, en nuestra opinión, es una clara muestra de que la acción está realmente barata en Bolsa.

### VALORACIÓN POR SUMA DE PARTES

M euros	Valoración		Comentario
	Pesimista	Optimista	
Construcción	126	168	Rango EBITDA de 36-48 M euros y múltiplo de 3,5x (equivale a 6,9x EBIT'23)
CMNN	123	160	Mínimo es la valoración del acuerdo MRL de 2019 y máximo asume +30% de prima
Concesiones	16	22	Múltiplo de EBITDA'23 de 5x-7x
Energía	32	35	Valor neto activos regulados y múltiplo de EBITDA plantas en operación
Activos inmobiliarios (ex DCN)	83	129	Valor tasado a dic'23 con un -56% de dcto promedio
Carlos Casado	29	29	En base a su valor en Bolsa
Otros activos	17	22	Comercial Udra y otras inversiones disponibles para la venta
<u>Valor Empresa (EV)</u>	<u>426</u>	<u>565</u>	
Descuento por holding (10%)	-43	-56	
<u>EV Ajustado</u>	<u>383</u>	<u>508</u>	
+ Créditos fiscales	4	4	
+/- Caja/(DFN)	330	330	A junio'24, antes de provisiones
- Provisiones	-87	-87	
- Ajustes circulante (anticipos, etc)	-31	-31	Por exceso de circulante sobre ventas a junio'24 (anticipos)
- Minoritarios	-36	-36	
- Otros Ajustes	0	0	
<u>Valor fondos propios</u>	<u>563</u>	<u>688</u>	
Número de acciones (M)	65	65	
Valor por acción	8,66	10,58	
<b>Precio Objetivo</b>	<b>9,62</b>		<b>P.O. es promedio de ambos escenarios</b>

*Metodología: Modelos propios BS Análisis*

A continuación, comentamos con más detalle la metodología utilizada para valorar cada activo o línea de negocio:

#### Construcción. Ligera rebaja para alinear valoración con el sector.

**Rebajamos un -5% el valor de esta división** tras aplicar un recorte del margen EBITDA de -0,25% (hasta 4,0%) y rebajar el múltiplo de valoración a 3,5x el EBITDA normalizado (antes 4,0x). Los márgenes de la división llevan dos años por debajo del nivel del 4% y con la rebaja del múltiplo alineamos nuestra valoración de este negocio de GSJ con la de otras compañías del sector (como Sacyr). Al comparar el valor estimado con el EBIT'23 el múltiplo resultante sería de 6,9x, que no es especialmente bajo. También hemos realizado un descuento de flujos de caja, para contrastar la valoración, que arroja una cifra similar.

Valoramos Construcción en base a un múltiplo de EBITDA normalizado (no el estimado en 2024) con un rango de valoración cuyos límites son 36 M euros (límite inferior) y 48 M euros (superior), de manera que el EBITDA promedio sería de 42 M euros. Por poner el dato en contexto; la media de EBITDA de los últimos 10 y 5 años es de 35 M euros y 41 M euros respectivamente. La estimación del rango de EBITDA resulta de aplicar un margen del 4,0% para unos ingresos de entre 900 M euros (rango bajo) y 1.200 M euros (alto). Por su parte, la media de ingresos de los últimos 5 años es de 951 M euros.

*Valoramos  
Construcción a 3,5x  
EBITDA normalizado  
(equivale a 6,9x  
EBIT'23)*

## Crea Madrid Nuevo Norte (CMNN). Sin cambios a la espera de cerrar la compra de los terrenos.

*Sin cambios en la valoración de CMNN*

Nuestra valoración de este activo no cambia desde nuestro anterior informe. No hay una referencia clara de precio debido a que no se han producido transacciones en el ámbito. En el lado positivo creemos que **la parte residencial ha mejorado su atractivo**, a la vista de la positiva evolución de precio del suelo residencial en otros ámbitos o el excelente comportamiento en Bolsa de las promotoras residenciales en España en el último año (Aedas +84%, Neinor +61%), pero esto se vería compensado por el empeoramiento, en nuestra opinión, de las perspectivas de generación de valor del suelo terciario. Y lo cierto es que **CMNN tiene más exposición a terciario que a residencial** (en una proporción en metros cuadrados de c.80%/20%). Nuestra valoración de la participación de GSJ en CMNN es de 142 M euros, equivalente a 2,18 euros por acción.

**Resulta difícil calcular el valor de desarrollo de CMNN** dado que hay que asumir hipótesis de valor del metro cuadrado de producto terminado, coste de construcción y promoción y tasas de riesgo en un proyecto que podría dilatarse hasta 2040. Hay que recordar que el suelo requiere de importantes inversiones en infraestructuras y urbanización para llegar a ser suelo finalista listo para edificar. Por ese motivo, hemos tomado como referencia la transacción que en su día GSJ realizó con Merlin Properties, siendo el valor de ésta el límite inferior del rango de valoración. Para el límite superior hemos aplicado una prima del +30% a ese valor.

- **Límite inferior de valoración.** Para determinar el valor de la transacción de 2019 con Merlin, que es el límite inferior de nuestro rango, hemos sumado a los 168,9 M euros en metálico desembolsados por ésta a GSJ (por el 14,46%) otros 9 M euros por el crédito concedido por Merlin (recordamos que se trata de un *bullet* a 20 años a un tipo del 2%, por debajo del precio de mercado). De esta manera, asignamos a la venta del 14,46% de DCN de octubre de 2019 un valor de 178 M euros (169+9). Aplicando dicha valoración al 10% de GSJ llegamos a 123 M euros. **Entendemos que ésta es una valoración de mínimos** toda vez que desde que GSJ cerró la transacción, en 2019, **el ámbito ha cumplido hitos urbanísticos** que han aumentado su valor de mercado.
- **Para calcular el límite superior** aplicamos una prima del +30% a la cifra obtenida anteriormente para llegar a una valoración de **160 M euros**.

Para contrastar la valoración en términos de metro cuadrado de suelo edificable finalista hemos sumado al rango de valoración de DCN el capex de urbanización previsto y el pago pendiente de realizar por el suelo señalado anteriormente. En base a las estimaciones de Merlin Properties, y aplicando la parte proporcional de GSJ, **llegamos a una valoración por metro cuadrado edificable de suelo finalista de 2.875 euros en el límite inferior y 3.132 euros en el superior**, cifras que parecen razonables para la fase urbanística en la que se encuentra el ámbito en estos momentos.

## Concesiones. Ligera mejora de la valoración.

Este negocio es una mezcla de concesiones (dos hospitales en Chile) y servicios diversos y lo valoramos a un rango de 5x a 7x EBITDA (sin cambios), que son las métricas habituales para este tipo de negocios. En los últimos años se han realizado diversas transacciones como la venta de Urbaser (servicios urbanos) por parte de ACS a 8,75x EBITDA, Por su parte, FCC vendió un 25% de su negocio de servicios medioambientales a 8x, mientras que Sacyr vendió su servicio de *facility management*, con menor valor añadido, a un múltiplo de 6,4x (la parte de servicios medioambientales fue vendida a 8,9x EBITDA). Entendemos que el múltiplo debería oscilar en función del crecimiento esperado, el valor añadido, el riesgo por tipo de cambio o de cobro de los cashflows, y la dinámica competitiva del segmento en el que se opere, motivo por el cual el negocio de gestión del agua (y en menor medida, gestión de residuos) suele tener múltiplos más altos. Nuestra valoración ha aumentado un +4%, para reflejar la mejora del EBITDA observada en 2023.

## Energía. Las valoraciones sectoriales han caído en el último año.

La fuerte subida de los tipos de interés del año pasado junto con la caída de los precios mayoristas de la electricidad han tenido un impacto claramente negativo en el sentimiento de mercado hacia el sector de las renovables. El índice S&P Global Clean Energy, que agrupa más de 100 compañías del sector, ha caído un -23% desde nuestro anterior informe de valoración (Junio 2023). En España, el comportamiento bursátil de compañías como Acciona Energía (-35%), Solaria (-14%) también ha sido negativo, sobre todo teniendo en cuenta que el IBEX35 ha

tenido un retorno total de +32% en el mismo periodo. Los múltiplos de valoración sectoriales han corregido significativamente.

En este contexto, hemos ajustado a la baja un -9% nuestra valoración del negocio energía de GSJ para reflejar las menores valoraciones a las que está cotizando el sector en Bolsa. La rebaja también es debida al menor valor regulado de la planta de Jaén (según actualización publicada en el BOE).

*Las renovables han tenido un mal comportamiento en Bolsa en el último año*

Recordamos que GSJ tiene 3 activos energéticos. Una planta **fotovoltaica regulada en la provincia de Jaén**, una planta de **poligeneración en Cataluña** y derechos para promover y operar un **parque eólico en Galicia**.

- Para valorar **la planta fotovoltaica de Jaén**, y dado que es un activo regulado, tomamos como referencia el Valor Neto del Activo (según referencia del BOE 8 de julio de 2023) y lo ajustamos en base a la perspectiva de reducción de valor tras un año adicional de utilización (hasta julio 2024). El resultado es de algo menos de 3,5 M euros por MW instalado (17 M euros en total dado que tiene 5 MW instalados).
- **En la planta de poligeneración de Cataluña** aplicamos un múltiplo de entre 9x y 11x al EBITDA promedio 2019-2023 (que es de 1,2 M euros). Hemos revisado a la baja un -9,6% la valoración de este activo.
- Valoramos **los derechos sobre el parque eólico en Galicia** (c.28 MW en la provincia de Lugo) en un rango de 4,3 y 5,5 M euros (antes 4,4 y 5,9 M euros) en base a un rango de múltiplos de 0,14x-0,18x respectivamente el valor estimado de desarrollo (c31 M euros para todo el parque). La construcción de este tipo de parques en Galicia está sufriendo retrasos, por cuestiones medioambientales y/o administrativas, aunque la compañía estima que su parque no tendrá problemas para salir adelante.

En total, **valoramos el negocio de energía de GSJ entre 32 y 35 M euros** (en el punto medio representa el 7% de nuestra valoración de los activos del grupo, excluyendo la caja neta). Para los activos en operación el múltiplo de EBITDA implícito es de 9x y 10x en el rango bajo y alto respectivamente, alineado con las cotizadas del sector.

*La tasación de la cartera inmobiliaria muestra una caída del -3% en el último año*

### Activos inmobiliarios (excluyendo CMNN). Sin grandes variaciones.

Para valorar estos activos hemos tomado como referencia la última tasación publicada (diciembre'23) a la que le hemos aplicado un descuento en base a la tipología del activo. Así, hemos rebajado ligeramente nuestras estimaciones sobre el valor de la cartera de GSJ, en línea con la rebaja de la propia tasación, que pasa de 248 en Diciembre'22 a 241 M euros en Diciembre'23 (-3%).

Como hemos dicho, nuestra valoración resulta de aplicar un rango de descuentos a las distintas tipologías de activos. Entendemos que el descuento debe variar en función de las perspectivas de evolución de la tasación ajustada por el riesgo y de la liquidez o facilidad para vender el activo. En ese sentido, el sesgo de la cartera de GSJ a suelo inmaduro, activos retail, y a países como Argentina, penaliza la valoración. **Nuestra estimación del valor de estos activos es de 106 M euros** (equivale al 21% de nuestra valoración de los activos del grupo, excluyendo la caja neta). Como se puede ver en la tabla a continuación, la cifra indicada es el punto medio de un rango de entre 83 y 129 M euros.

Aunque estos activos no generan caja recurrente (de importancia) si **tiene un impacto relevante en la valoración**.

### VALORACIÓN CARTERA DE ACTIVOS INMOBILIARIOS (no incluye CMNN)

	Valor tasado	Descuento sobre tasación		Valoración (M euros)		
	M euros	Mínimo	Máximo	Min	Max	Promedio
Promoción terminada	17	-60%	-40%	7	10	8
Activos de uso propio	26	-40%	-30%	15	18	17
Activos en renta	82	-60%	-40%	33	49	41
Suelo (no incluye CMNN)	93	-80%	-60%	19	37	28
Promoción en construcción	24	-60%	-40%	9	14	12
<b>Total</b>	<b>241</b>	<b>-66%</b>	<b>-47%</b>	<b>83</b>	<b>129</b>	<b>106</b>

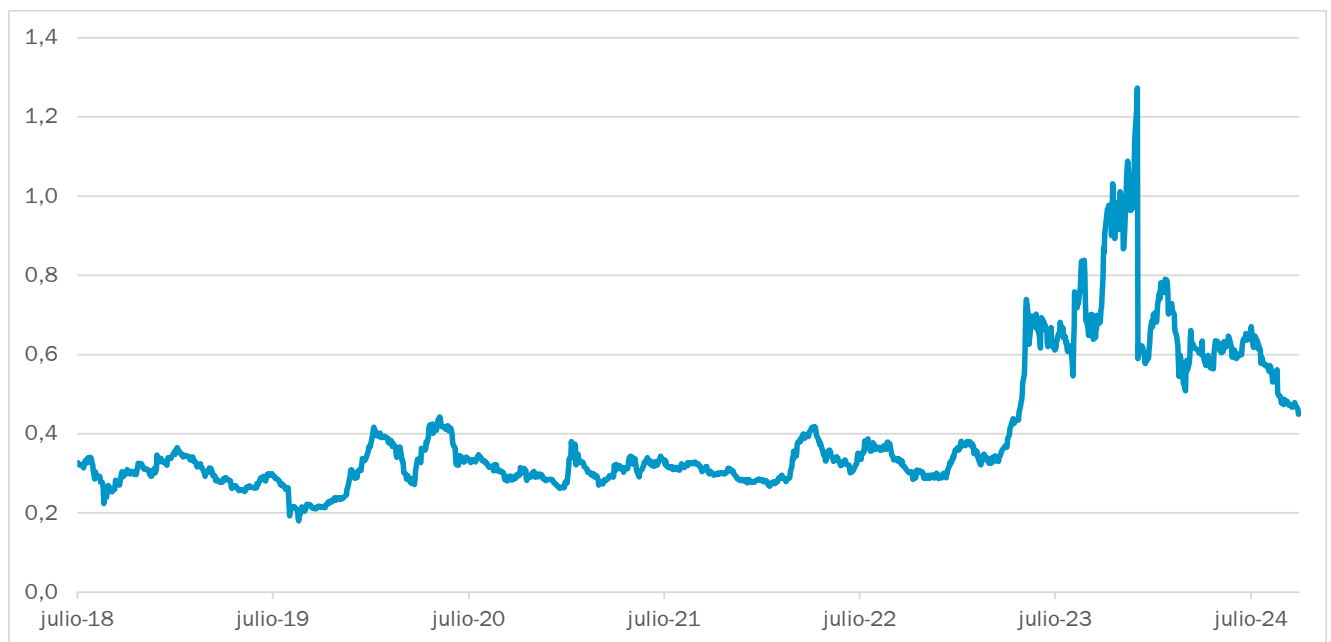
Fuente: GSJ, BS Análisis

Como ya hemos dicho anteriormente, valoramos la participación en CMNN por separado por lo que ésta no está incluida en la tabla anterior.

### Carlos Casado. Mal comportamiento bursátil en el último año.

Aunque creemos que las tierras de esta compañía, situadas en el Chaco Paraguayo, están ganando atractivo a medida que se avanza en la construcción del Corredor Bioceánico (que da acceso a los puertos del pacífico y por tanto a los mercados asiáticos en mejores condiciones) lo cierto es que la capitalización bursátil de esta cotizada, dedicada a la producción agrícola y explotación ganadera ha caído un -43% en el último año (hasta el 10 de octubre). GSJ tiene una participación del 52% en Carlos Casado que valoramos a precio de cotización: 29 M euros vs 40 M euros en nuestro anterior informe (-27%).

#### EVOLUCIÓN BURSÁTIL DE CARLOS CASADO (en dólares)



Fuente: Bloomberg, BS Análisis

El valor implícito que el mercado está asignando a las 200.000 hectáreas de terrenos que Carlos Casado tiene en Paraguay es de c.278 euros/Ha. (0,03 euros/m<sup>2</sup>).

### Comercial Udra. Los Rdos. siguen siendo buenos.

En cada uno de los últimos dos años esta compañía ha generado un EBITDA superior a los 3 M euros con un BDI superior a los 2 M euros. A la vista de estos buenos resultados hemos revisado un +9% nuestra estimación de valor empresa (EV) de Comercial Udra. Valoramos la distribuidora mayorista de prendas deportivas y de moda de GSJ en un rango de 10 y 15 M euros (antes 9 y 13 M euros) en base a unos ingresos estimados de 17 M y 24 M euros (el promedio en el periodo 2019/2023 es de 23 M euros) con margen del 12% (promedio de 12,3% en 2019/2023). Al EBITDA resultante en ambos límites del rango le aplicamos un múltiplo de 5x. Dado que Udra tenía una posición neta de tesorería a diciembre'23 la valoración en términos **de PER sería de 4x/6x** en el límite inferior y superior respectivamente (sobre el beneficio promedio de los últimos 4 años). La valoración puede parecer conservadora pero el negocio de distribución textil tiene un componente cíclico, entre otras cosas por el riesgo moda que asume el distribuidor. Adicionalmente, creemos que existen una serie de amenazas que restan visibilidad sobre la evolución del negocio a largo plazo, como el aumento de la penetración de las ventas online y el efecto que esto pueda tener en el poder de negociación de los intermediarios frente a clientes y proveedores.

### Otros activos.

También incluimos en nuestra valoración otros activos periféricos como la participación en Madrid Affordable Housing, Bodegas Altanza, Oryzon Genomics y otros, que están contabilizados en balance por 7,2 M euros.

### Ajustes.

Hemos realizado una serie de ajustes adicionales (con impacto tanto positivo como negativo) para afinar la valoración:

- Aplicamos un **descuento por holding y baja liquidez** del -10% a la suma total del valor de los activos debido a que, en base a nuestra experiencia, creemos que **el mercado no está dispuesto a pagar el 100% del valor de la suma de las partes de un conglomerado**, como GSJ.
- **Activos y pasivos por impuestos diferidos.** El saldo neto de esta partida (+4 M euros) tiene un efecto positivo por el ahorro de impuestos futuro. No hemos incluido los ahorros fiscales futuros (contingentes) que podrían derivarse del resto de bases imponibles negativas que tiene la compañía. Tampoco incluimos la posible devolución, por parte de Hacienda en España, que podría derivarse de la sentencia del Tribunal Constitucional respecto a las modificaciones del impuesto de sociedades introducidas por el Real Decreto-Ley 3/2016, de 2 de diciembre. Esto supondría otro ingreso contingente de c.13-18 M euros, según el Informe Anual 2023 de la compañía (equivalente a 0,20/0,28 euros/acc).
- **Ajustes por provisiones y circulante.** Hemos restado a la valoración el importe de las provisiones en balance a junio'24. Adicionalmente, hemos realizado un ajuste para recortar el impacto positivo en la posición de tesorería del exceso de pasivo circulante a junio'24 (entendemos que por un aumento de los anticipos). Así, con la rebaja aplicada el circulante operativo sobre ingresos en el negocio de construcción estaría en unos niveles similares a la media histórica (de c.21% vs 23% a junio'24).

## Análisis de sensibilidad

Hemos realizado un análisis de sensibilidad de nuestro precio objetivo a distintas variables.

En primer lugar, hemos analizado la sensibilidad a la valoración del negocio de Construcción (en base a los ingresos en recurrencia) y de los activos inmobiliarios (ex CMNN).

*Incluso asumiendo que los activos inmobiliarios (ex CMNN) valen cero existe mucho potencial*

Como se puede observar en la tabla a continuación, incluso en un escenario de valor inmobiliario cero (descuento del -100% frente a valor tasado) el P.O. seguiría siendo muy superior al precio de mercado.

### ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD

		Descuento activos inmobiliarios sobre la tasación				
		-100%	-75%	-56%	-25%	0%
Ingresos Recurrentes Construcc. (M €)	750	7,57	8,40	9,04	10,07	10,91
	850	7,76	8,60	9,23	10,27	11,10
	950	7,96	8,79	9,42	10,46	11,30
	1.050	8,15	8,99	9,62	10,65	11,49
	1.150	8,34	9,18	9,81	10,85	11,68
	1.250	8,54	9,37	10,00	11,04	11,88
	1.350	8,73	9,57	10,20	11,24	12,07

Fuente: BS Análisis

*Creemos que la acción está infravalorada, quizás porque los activos son poco líquidos y difíciles de valorar*

El múltiplo que debe ser aplicado al EBITDA para valorar el negocio de construcción siempre es discutible por lo que a continuación mostramos la sensibilidad de la valoración a esa variable, junto con distintas valoraciones de su participación del 10% en la sociedad CMNN (operación Chamartín).

### ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD

		Valor participación en CMNN (M €)				
		80	106	142	177	221
Múltiplo EBITDA Construcción	2,0	7,89	8,25	8,74	9,23	9,85
	2,5	8,18	8,54	9,03	9,52	10,14
	3,0	8,47	8,84	9,33	9,81	10,43
	3,5	8,76	9,13	9,62	10,11	10,72
	4,0	9,05	9,42	9,91	10,40	11,01
	4,5	9,34	9,71	10,20	10,69	11,30
	5,0	9,63	10,00	10,49	10,98	11,59

Fuente: BS Análisis

**La acción todavía cotiza lejos de lo que sugiere la suma de nuestra estimación de los distintos activos de la compañía.** Solamente la posición de caja neta (ajustada por las provisiones y exceso de circulante) equivale a 3,26 euros/acc. frente a un precio de mercado de 4,55 euros (a cierre de este informe).

En nuestra opinión, la razón de este descuento podría deberse a su **reducida liquidez** (con un volumen medio diario negociado en el último año de tan solo c.143.300 euros, equivalente al 0,05% de la capitalización bursátil) o a la estructura de holding (donde dos familias controlan la compañía).

Creemos que el mercado vería con buenos ojos la venta de los activos que menor encaje estratégico tienen y el reparto de un dividendo más alto.

## Ratios de compañías comparables

Los comparables no son muy representativos, pero GSJ cotiza a múltiplos más bajos.

Las ratios de valoración y márgenes de las grandes constructoras nacionales e internacionales **no son comparables entre sí** porque realmente no hay constructoras “puras” y los mix de negocios, inversiones y geográficos son dispares. Las grandes empresas del sector están muy diversificadas hacia otros negocios para mitigar el riesgo de construcción. Así, por ejemplo, empresas como Sacyr, Ferrovial o Vinci derivan la mayor parte de su valoración de un negocio de concesiones. Por otro lado, incluso dentro de aquellas compañías con gran peso en concesiones, los múltiplos y márgenes serán muy distintos en función de la tipología y de si éstas son concesiones jóvenes o maduras. En el caso de GSJ, en la valoración tienen mucho peso activos que no generan EBITDA (prácticamente todos los suelos y terrenos, incluyendo la participación en CMNN, y los derechos de promoción de eólica) por lo que los múltiplos de beneficios tienen una utilidad reducida.

Dicho esto, en la tabla a continuación se puede observar que GSJ tiene unos múltiplos de valoración más atractivos (con la excepción de la rentabilidad por dividendo, donde está por debajo). Si ajustáramos el numerador de las ratios EV/EBITDA y PER por el valor de los activos que no generan EBITDA ni beneficio neto respectivamente las ratios serían sustancialmente más bajas lo que da una idea del valor oculto en la acción.

### RATIOS DE COMPARABLES

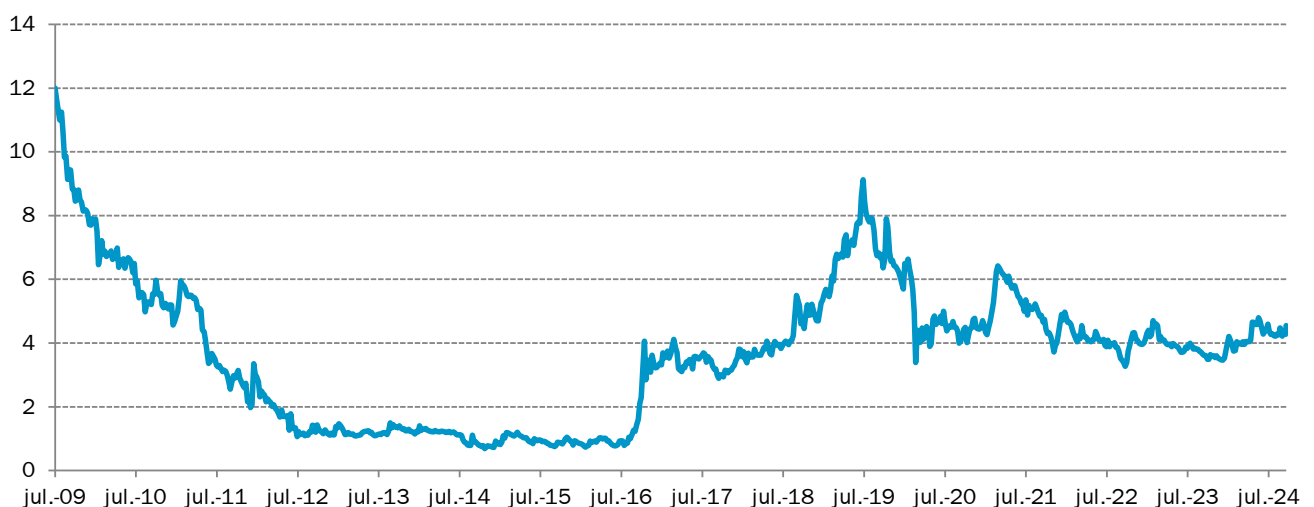
Compañía	País	Capitaliz. (M euros)	Mg. EBITDA 2024e	Ingresos TACC'23-26e	EV/EBITDA (*)		PER		Rentab. Dividendo		DFN/ EBITDA	ROE (%)
					2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2024e
<b>GSJ (*)</b>	<b>España</b>	<b>296</b>	<b>4,6%</b>	<b>1,5%</b>	<b>1,8x</b>	<b>1,8x</b>	<b>8,2x</b>	<b>9,9x</b>	<b>3,4%</b>	<b>3,4%</b>	<b>-4,4</b>	<b>19,5%</b>
ACS	España	11.964	6,2%	7,9%	5,1x	4,5x	16,8x	14,5x	4,7%	5,1%	0,4x	12,1%
Acciona	España	6.758	10,9%	9,1%	7,7x	6,7x	18,5x	15,4x	4,1%	4,2%	3,7x	9,5%
FCC	España	5.622	16,5%	5,7%			11,0x	11,0x	5,0%	5,0%	2,2x	12,3%
OHLA	España	174	4,0%	5,5%					0,0%	0,0%	-2,0x	-3,9%
Sacyr	España	2.596	32,4%	1,3%	7,6x	7,3x	15,1x	13,9x	3,6%	3,7%	4,6x	29,5%
Bouygues	Francia	11.435	8,3%	2,1%	4,5x	4,1x	9,9x	8,7x	6,4%	6,8%	1,4x	8,9%
Eiffage	Francia	8.777	16,6%	4,7%	5,4x	5,2x	8,5x	7,8x	4,7%	5,1%	2,6x	15,6%
Hochtief	Alemania	8.999	5,4%	8,3%	5,0x	4,2x	15,3x	13,2x	4,3%	4,8%	-0,3x	42,1%
Skanska	Suecia	9.195	5,4%	7,0%	10,4x	9,2x	14,9x	12,9x	3,5%	3,8%	-1,0x	5,4%
Vinci	Francia	63.266	17,5%	4,2%	6,8x	6,4x	13,0x	12,1x	4,4%	4,8%	1,6x	17,3%
<b>MEDIA (ex GSJ)</b>			<b>12,3%</b>	<b>5,6%</b>	<b>5,8x</b>	<b>5,3x</b>	<b>13,7x</b>	<b>12,2x</b>	<b>4,1%</b>	<b>4,3%</b>	<b>1,3x</b>	<b>14,9%</b>

(\*) Deuda GSJ no incluye provisiones  
Fuente: Bloomberg, BS Análisis

La acción ha mostrado mucha volatilidad en los últimos años

La acción ha tenido un buen comportamiento en 2024, +36% incluyendo el pago del dividendo del pasado mes de mayo (según Bloomberg el IBEX ha subido un +23% en el mismo periodo, incluyendo dividendos).

### COTIZACIÓN DE GRUPO SANJOSE



Datos semanales  
Fuente: Bloomberg

## 6. DATOS FINANCIEROS

PERDIDAS Y GANANCIAS	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC 23/26
<b>Ventas</b>	927,7	1.092,2	1.335,8	1.445,4	1.433,0	1.394,9	<b>1,5%</b>
<i>Crec%</i>	-3,6%	17,7%	22,3%	8,2%	-0,9%	-2,7%	
<b>EBITDA</b>	54,4	58,0	62,0	66,6	66,6	65,2	<b>1,7%</b>
<i>Crec%</i>	-27,3%	6,6%	7,0%	7,5%	0,0%	-2,2%	
<i>Margen EBITDA</i>	5,9%	5,3%	4,6%	4,6%	4,7%	4,7%	
<b>EBIT</b>	34,2	32,4	38,8	43,6	43,6	44,2	<b>4,4%</b>
<i>Crec%</i>	-19,3%	-5,1%	19,7%	12,4%	0,0%	1,2%	
<i>Margen EBIT</i>	3,7%	3,0%	2,9%	3,0%	3,0%	3,2%	
<b>Puesta en Equivalencia</b>	-2,8	-0,6	-0,6	-0,5	-0,5	-0,5	<b>-8,0%</b>
<b>Gastos financieros netos</b>	-8,4	-6,6	-6,3	1,0	4,0	4,0	<b>-185,8%</b>
<b>Impuestos</b>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	<b>n.a.</b>
Tasa Impositiva (%)	39,7%	39,2%	32,8%	21,0%	39,0%	39,0%	
<b>Minoritarios</b>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>BDI</b>	13,9	15,4	21,4	34,9	28,8	29,1	<b>10,7%</b>
<b>BDI Ajustado</b>	21,3	18,8	29,2	37,9	31,8	32,1	<b>3,1%</b>
Nº Accs medio	65,0	65,0	65,0	65,0	65,0	65,0	
BPA	0,21 €	0,24 €	0,33 €	0,54 €	0,44 €	0,45 €	<b>10,7%</b>
<i>Crec%</i>	-37,2%	11,1%	39,1%	62,8%	-17,5%	1,1%	
BPA Ajust.	0,33 €	0,29 €	0,45 €	0,58 €	0,49 €	0,49 €	<b>3,1%</b>
<i>Crec%</i>	-30,5%	-11,8%	55,2%	29,5%	-16,1%	1,0%	
<b>DPA</b>	0,10 €	0,10 €	0,10 €	0,15 €	0,15 €	0,15 €	<b>14,5%</b>
<i>Payout (%)</i>	29,5%	46,9%	42,2%	45,5%	28,0%	33,9%	
<i>Yield (%)</i>	2,0%	2,4%	2,7%	3,4%	3,4%	3,4%	
<i>Yield incluyendo Recompras (%)</i>	2,0%	2,4%	2,7%	3,4%	3,4%	3,4%	
<b>Capex</b>	10,2	14,7	16,3	30,0	27,0	27,0	<b>18,3%</b>

FLUJOS DE TESORERIA (M euros)	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC 23/26
<b>BDI</b>	13,9	15,4	21,4	34,9	28,8	29,1	<b>10,7%</b>
+Amortizaciones	20,2	25,5	23,2	23,0	23,0	21,0	<b>-3,2%</b>
-Variación Circulante Neto	-4,2	1,2	-51,7	23,7	2,0	6,1	<b>-149,0%</b>
-Total Inversiones brutas	10,2	14,7	16,3	30,0	27,0	27,0	<b>18,3%</b>
+/- Desinversiones y otros Ajustes	-8,0	-5,4	110,4	-46,9	-3,5	-11,7	<b>-147,3%</b>
<b>Cash Flow Libre Operativo</b>	11,6	22,0	86,9	4,7	23,3	17,5	<b>-41,4%</b>
-Dividendos y Recompras de acc.	6,5	6,5	6,5	9,8	9,8	9,8	<b>14,5%</b>
<b>Cash Flow Libre (después de dividendos)</b>	5,1	15,5	80,4	-5,1	13,5	7,7	<b>-54,2%</b>

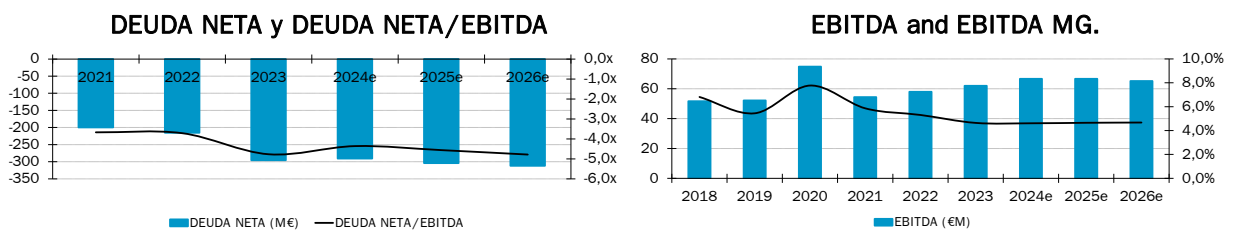
  

BALANCE (M Euros)	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC 23/26
<b>Activo fijo</b>	105,7	113,3	110,0	128,0	144,0	161,0	<b>13,5%</b>
<b>Circulante neto</b>	-6,8	19,3	105,5	158,2	152,7	138,0	<b>9,4%</b>
<i>% circulante neto / Ventas</i>	-0,7%	1,8%	7,9%	10,9%	10,7%	9,9%	
<b>Patrimonio neto atribuible</b>	121,2	142,3	145,8	171,0	190,0	209,3	<b>12,8%</b>
<b>Minoritarios</b>	30,5	32,1	35,5	35,5	35,5	35,5	<b>0,0%</b>
<b>Deuda Neta (caja neta)</b>	-199,7	-215,2	-295,7	-290,6	-304,1	-311,8	<b>1,8%</b>
<i>Deuda Neta / Equity</i>	-1,3x	-1,2x	-1,6x	-1,4x	-1,3x	-1,3x	
<i>Deuda Neta / EBITDA</i>	-3,7x	-3,7x	-4,8x	-4,4x	-4,6x	-4,8x	
<b>ROE</b>	14,5%	11,6%	16,4%	19,5%	14,7%	13,6%	
<b>ROCE</b>	-96,6%	-150,3%	-59,7%	-54,1%	-58,1%	-72,3%	

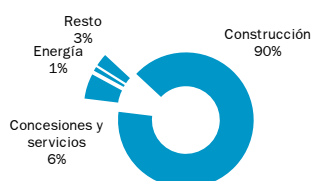
RATIOS DE MERCADO	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>EV/Ventas</b>	0,17x	0,08x	-0,01x	0,02x	0,01x	0,01x
<b>EV/EBITDA</b>	2,83x	1,50x	-0,25x	0,45x	0,25x	0,13x
<b>PER</b>	23,33x	17,53x	11,42x	8,18x	9,91x	9,80x
<b>PER Ajustado</b>	15,14x	14,33x	8,36x	7,53x	8,97x	8,89x
<b>P/CF</b>	14,49x	11,01x	7,35x	6,08x	7,17x	7,29x
<b>P/VC</b>	2,13x	1,55x	1,35x	1,38x	1,26x	1,16x
<b>FCF Yield</b>	3,6%	8,2%	35,6%	1,6%	8,2%	6,1%

## 7. DATOS OPERATIVOS

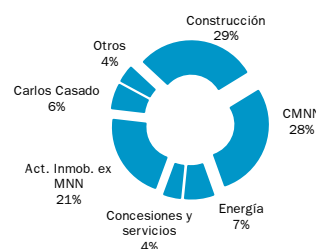


8.

### INGRESOS POR ACTIVIDAD 2023



### VALOR EMPRESA ESTIMADO





## Dirección Análisis

### Assistants

Ana Torrente: TorrenteA@bancsabadell.com  
Eamon Donoghue: DonoghueE@bancsabadell.com  
Concha Galán: GalanC@bancsabadell.com

### Director Análisis

Nicolás Fernández: FernandezNi@bancsabadell.com

#### Financieras

M.ª Paz Ojeda: OjedaM@bancsabadell.com  
Javier Esteban: EstebanJ@bancsabadell.com

#### Utilities, gas y energía

Álvaro del Pozo: Alvaro.DelPozo@bancsabadell.com  
Virginia Romero: RomeroVi@bancsabadell.com  
Andrés Bolumburu: BolumburuA@bancsabadell.com

#### TMTs

Álvaro del Pozo: Alvaro.DelPozo@bancsabadell.com  
Andrés Bolumburu: BolumburuA@bancsabadell.com

#### Industriales

Óscar Rodríguez: RodriguezOsc@bancsabadell.com  
Luis Arredondo: ArredondoL@bancsabadell.com  
Andrés Bolumburu: BolumburuA@bancsabadell.com  
Alfonso Mariátegui: MariateguiA@bancsabadell.com

#### Farmacia, química y papeleras

Luis Arredondo: ArredondoL@bancsabadell.com  
Andrés Bolumburu: BolumburuA@bancsabadell.com  
Rafael Bonardell: BonardellR@bancsabadell.com

#### Construcción, materiales de construcción, inmobiliarias y REITS

Ignacio Romero: RomeroIgnacio@bancsabadell.com  
Luis Arredondo: ArredondoL@bancsabadell.com

#### Distribución, retail, logística, alimentación y bebidas

Ignacio Romero: RomeroIgnacio@bancsabadell.com  
Arancha Piñeiro: PineiroA@bancsabadell.com  
Rafael Bonardell: BonardellR@bancsabadell.com

#### Hoteles, transportes y autopistas

Rafael Bonardell: BonardellR@bancsabadell.com

### Derivados, Técnico y Cuantitativo

Diego Ferrer: FerrerDiego@bancsabadell.com

### Equipo Small&Medium

Javier Esteban: EstebanJ@bancsabadell.com  
Ignacio Romero: RomeroIgnacio@bancsabadell.com  
Luis Arredondo: ArredondoL@bancsabadell.com  
Andrés Bolumburu: BolumburuA@bancsabadell.com

### Equipo Eurostoxx50

Óscar Rodríguez: RodriguezOsc@bancsabadell.com  
Arancha Piñeiro: PineiroA@bancsabadell.com  
Álvaro del Pozo: Alvaro.DelPozo@bancsabadell.com  
Alfonso Mariátegui: MariateguiA@bancsabadell.com  
Rafael Bonardell: BonardellR@bancsabadell.com

### Equipo ESG

Virginia Romero: RomeroVi@bancsabadell.com

### Estrategia de Renta Variable y Estrategia de Crédito

Glen Spencer Chapman: chapmang@bancsabadell.com  
Diego Ferrer: FerrerDiego@bancsabadell.com  
Diego Fernández: FernandezDi@bancsabadell.com  
Virginia Romero: RomeroVi@bancsabadell.com  
Israel González: israel.gonzalez@bancsabadell.com  
Álvaro Ferrero: FerreroAl@bancsabadell.com  
Pablo Esteve: EstevePJ@bancsabadell.com

### Specialist Sales

Jorge Llorente: LlorenteJo@bancsabadell.com  
Manuel Yagüez: YagueezM@bancsabadell.com  
Pedro Álvarez: AlvarezPe@bancsabadell.com

### Agentes

Eduardo de la Fuente: Eduardo\_delafuente@agentes.bancsabadell.com

**Disclaimer sin asesoramiento de inversión**  
**Sistema de recomendaciones:**

Este informe de inversión se ha realizado de forma objetiva e independiente a petición de la propia compañía objeto de análisis en base a un contrato de servicio de análisis firmado entre las partes. La Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A (Banco Sabadell o la Entidad) ha implementado todas las medidas de control necesarias para asegurar que no hay ningún conflicto de interés en la elaboración de la valoración.

El periodo al que se refiere la recomendación y la valoración presentada en el informe tiene una validez de 12 meses. La valoración está basada en hipótesis razonables sobre diversas variables en la fecha de publicación y en modelos de valoración propios disponibles en las bases de datos de la Dirección de Análisis y que pueden incluir desde el descuento de flujos de caja, a una suma de partes, comparación de ratios, descuento de dividendos y otros métodos comúnmente aceptados. La información relevante acerca de modelos propios utilizados en la recomendación de valores en esta comunicación se encuentra disponible a través de la Dirección de Análisis. Para acceder a más información acerca de dichos modelos propios puede ponerse en contacto con la Dirección (email: [bsanalisisinfo@bancsabadell.com](mailto:bsanalisisinfo@bancsabadell.com)). La evolución posterior del precio de cotización de la compañía o de alguna de esas variables (como por ejemplo: cambios sobrevenidos en tipos de interés, tipos de cambio, precios de materias primas, y otras variables que pueden ser tanto específicas de la compañía, como generales de su sector) podría motivar un cambio de recomendación y/o valoración que se reflejaría mediante un nuevo informe de análisis, para lo que no hay un calendario de revisiones específico previsto.

Las recomendaciones de la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A. (Banco Sabadell o la Entidad) son SOBREPONDERAR (en valores, índices y sectores de renta variable y emisores de renta fija), INFRAPONDERAR y BAJO REVISIÓN. La recomendación de SOBREPONDERAR se emite para aquellas compañías en las que la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A. espera una evolución mejor a la del mercado (referencia Ibex35 e Índice General de la Bolsa de Madrid para las compañías españolas cotizadas; referencia Eurostoxx50 para las compañías de la zona Euro; en índices y sectores de renta variable el benchmark es la cesta de índices y sectores en cobertura; en emisores de renta fija es el índice BERC IG €) mientras que las de INFRAPONDERAR se emiten para aquellas compañías en las que la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A. espera una evolución peor a la del mercado de referencia. La recomendación de BAJO REVISIÓN se emite para aquellas compañías cotizadas en las que la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A. está analizando posibles cambios en las estimaciones o valoración tras algún hecho relevante que haga posible ese análisis detallado.

El presente informe ha sido preparado por la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A., de forma objetiva e independiente basado en información pública disponible, empleando información de fuentes consideradas fiables, pero Banco de Sabadell, S.A. no se hace cargo ni acepta responsabilidad ante posibles errores en dichas fuentes ni en su elaboración, ni se responsabiliza de notificar cualquier cambio en su opinión o en la información contenida en el mismo o utilizada para su elaboración.

La relación completa de compañías en cobertura y las recomendaciones emitidas en los informes publicados durante los últimos 12 meses sobre los instrumentos financieros analizados por Banco Sabadell pueden consultarse a través del enlace [www.bsanalisis.com](http://www.bsanalisis.com) o a través del servicio de banca a distancia BSONline en los apartados "Universo de Cobertura" e "Histórico de recomendaciones" respectivamente. El 'Informe mensual de Estrategia de Renta Variable', documento consultable por las mismas vías, contiene la proporción total de emisores afectados por las recomendaciones (comprar, vender o bajo revisión) a fecha de hoy y en los 12 meses previos, así como los porcentajes de compañías objeto de análisis a las que se haya prestado actividades y servicios de inversión. El acceso al servicio de análisis requiere que exista una relación contractual previa, ya sea como cliente de la Entidad (clientes depositantes) o por haber suscrito un contrato oneroso de recepción de informes de análisis (clientes no depositantes).

Banco de Sabadell, S.A. se encuentra supervisado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores y por el Banco de España.

Este informe, ha sido elaborado por la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A. con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe, y está sujeto a cambio sin previo aviso. Banco de Sabadell, S.A. no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento. En ningún caso contiene recomendaciones personalizadas, y tampoco implica asesoramiento en materia de inversión. Ni el presente documento ni su contenido constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base a ningún contrato o compromiso.

Los inversores deben tomar sus propias decisiones de inversión, basadas en sus objetivos específicos de rentabilidad y de posición financiera y empleando los consejos independientes que consideren oportunos, y no simplemente en el contenido de este informe. Las inversiones comentadas o recomendadas en este informe podrían no ser interesantes para todos los inversores. Banco de Sabadell, S.A. no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros. El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes de los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

Cuando una inversión se realiza en una moneda distinta de la de referencia del inversor, la evolución del tipo de cambio podría afectar a la inversión negativamente, tanto en su valor de mercado como en su rentabilidad.

**Comunicación de Intereses o conflictos de Interés [Reglamento Delegado (UE) 2016/958]**

Durante los 12 meses precedentes a la elaboración del presente informe, Banco Sabadell ha participado en operaciones de colocación y aseguramiento de emisiones de renta variable o renta fija de las siguientes Compañías objeto de Análisis por la Dirección de Análisis de Banco Sabadell: Acciona, Acciona Energía, Aedas Homes, Banco Santander, BNP Paribas, CAF, Cellnex, CIE, Ence, FCC, Ferrovial, Fluidra, Greening, Iberdrola, ING Bank, Meliá, Merlin Properties, Metrovacesa, Puig Brands, Repsol, Sacyr, Sociéte Générale, Solaria, Talgo, Banco de Sabadell y Unicredit.

A fecha de este informe (i) Banco Sabadell no mantiene una posición larga o corta neta que sobrepase el umbral del 0,5% del capital social total emitido por ningún emisor, (ii) Banco Sabadell tiene concedida la exención para las actividades de creación de mercado prevista en el artículo 17 del Reglamento (UE) 236/2012 para los siguientes valores: Abertis, Acciona, Acerinox, ACS, Aena, Amadeus, Antena 3TV, Applus Servicios, Arcelor Mittal, Banco Sabadell, Banco Santander, Bankinter, BBVA, Bolsas y Mercados, CaixaBank, Cellnex, Dia, Enagás, Endesa, Euskaltel, Ferrovial, Gas Natural, Gestamp Automoción, Grifols, Hispania Activos Inmobiliarios, IAG, Iberdrola, Inditex, Indra, Inmobiliaria Colonial, Logista, Mapfre, Mediaset, Meliá, Merlin Properties, Prosegur, Red Eléctrica, Repsol, Sacyr, Siemens, Técnicas Reunidas, Telefónica, Viscofán y (iii) Banco Sabadell actúa como proveedor de liquidez para los valores de renta variable emitidos por Azkoyen, Fluidra, Global Dominion, Iberpapel, Inmobiliaria Colonial, Libertas7 y Sacyr.

A fecha de este informe ninguna Compañía objeto de análisis por parte de la Dirección de Análisis de Banco Sabadell posee más de un 5% del capital de Banco Sabadell.

Los siguientes miembros del Consejo de Administración de la entidad son a su vez Consejeros independientes de las siguientes sociedades cotizadas analizadas por la Dirección de Análisis de Banco Sabadell: Doña Aurora Catá Sala de Repsol y Atrys. Don George Donald Johnston de Acerinox y Merlin. Doña Alicia Reyes Revuelta de Ferrovial. Don David Vegara Figueras de Amadeus. Doña Laura González Molero de Acerinox y Viscofan. Doña M<sup>ª</sup> José García Beato de ACS. Don Pere Viñolas Serra de Colonial. Don Josep Oliu Creus de Puig Brands. Ningún Consejero del Banco tiene una relación comercial relevante con la(s) Compañía(s) objeto de análisis en este informe.

El Grupo Banco Sabadell tiene establecidos procedimientos de actuación y medidas de control que constan en el Reglamento Interno de Conducta del Grupo Banco Sabadell en el ámbito del mercado de Valores (aprobado por el Consejo de Administración de Banco de Sabadell el 24 de mayo de 2018), aplicable a los miembros de la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A., para prevenir y evitar los conflictos de interés en el desarrollo de sus funciones. Dichas medidas incluyen la obligación de los miembros de la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A. de informar de los conflictos de interés a que estén sometidos por sus relaciones familiares, su patrimonio personal o por cualquier otra causa, y mantener dicha información actualizada, así como el establecimiento de barreras y medidas de separación entre las distintas áreas de actividad que desarrolla la entidad relacionadas con valores negociables o instrumentos financieros y con respecto al resto de áreas y departamentos de Banco de Sabadell, S.A. de conformidad con lo previsto en la legislación aplicable, a fin de que la información y documentación propia de cada área de actividad se custodie y utilice dentro de ésta y la actividad de cada una de ellas se desarrolle de manera autónoma con respecto a la de las demás. Los empleados de otros departamentos de Banco de Sabadell, S.A. u otra entidad del grupo Banco Sabadell pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opciones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo Banco de Sabadell, S.A. o cualquier otra entidad del grupo Banco Sabadell puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento.

Dicho Reglamento Interno de Conducta puede consultarse en la Web corporativa del Grupo Banco Sabadell ([www.bancsabadell.com](http://www.bancsabadell.com)).

Ninguna parte de este documento puede ser copiada o duplicada de ningún modo, reproducida, redistribuida o citada sin el permiso previo por escrito de Banco de Sabadell, S.A.

El Banco no realiza actividades de difusión de este informe en los EE.UU. ni dispone de autorización al efecto.

A 8 de julio de 2022, Banco de Sabadell, S.A. es titular, directa o indirectamente de al menos un 3% del capital social de las siguientes compañías cuyas acciones están admitidas a negociación en algún mercado organizado y que pueden ser objeto de análisis en el presente informe: GRUPO GREENING 2022, S.L. Adicionalmente, Banco de Sabadell, S.A. o entidades vinculadas pueden tener financiación concedida a alguno de los emisores mencionados en el presente informe

La remuneración de los analistas que han elaborado estos informes no está vinculada, ni directa ni indirectamente, a las recomendaciones u opiniones expresadas en los mismos. Los factores de remuneración de los analistas pueden incluir los resultados de Banco de Sabadell, S.A., parte de los cuales puede ser generado por actividades de banca de inversión.