

Nota de compañía

Neinor Homes combina una sólida y transparente política de dividendos (yield 2024E: +20%), un equipo gestor experto y una valoración atractiva de €13,45 (potencial del 38,4%).

Desde 2019, Neinor Homes ha entregado casi 9.000 viviendas, periodo en el que se ha destacado como la empresa del sector inmobiliario más rentable en el mercado español, generando €500m en EBITDA y más de €350m en beneficio neto. Durante este periodo, Neinor Homes ha mantenido un ratio LTV conservador del 19%.

Nuevo Plan de Negocio: En 2023, se ha presentado (marzo) un nuevo plan de negocio 2023-2026 y en el que se han fijado los siguientes objetivos:

Plan de Negocio - Neinor Homes	2023	2024	2025	2026	2027
Viviendas entregadas #	2.500	2.000	2.000	2.000	2.000
EBITDA (€m)	140	100	100	100	100
Beneficio Neto (€m)	90	65	70	70	70
Dividendo abonado (€m)	120	200	125	70	70

elaboración GPM

Política de Remuneración al accionista Sólida y Transparente: En el nuevo plan estratégico 2023-2026, la dirección se ha fijado como guía la distribución de un dividendo total de €450m, de los que €75m (aprobado el 1 de septiembre de 2023, en JGA) se abonarán en 2023, €200m en 2024 y €125m en 2025, para luego recuperar el dividendo recurrente de €70m. Esta política implica que la rentabilidad por dividendo de Neinor Homes de los dos próximos años está por encima del 15%.

Apalancamiento moderado: La dirección de Neinor Homes es muy disciplinada en sus criterios de endeudamiento con un nivel de LTV que se ha mantenido por debajo del 20% en los últimos cuatro años y que en el plan de negocio 2023-26 se apunta que este nivel estará en una banda del 20-25%, para posteriormente recuperar el 20%.

Endeudamiento e inversión en suelo: Las perspectivas sobre la deuda tienen un amplio rango en base a que dependerá de las oportunidades de adquisición de terrenos. Se prevé un mínimo de €450m entre 2023 y 2026, aunque no se descarta que esta cifra aumente a €1.050m. Neinor presenta una relación de deuda/capital del 22,1%, vs promedio del 24,6% en los comparables.

Conclusión: Neinor Homes cotiza con un P/V/C 2023E de 0,91x, inferior al promedio de 1,0x de los últimos tres años. A resultados LTM cotiza con un EV/EBITDA de 4,6x vs 6,0x promedio de comparables (descuento del 22,9%). Por fundamentales, valoramos Neinor Homes en €13,45/acción, con un descuento del 27,7%, junto con una atractiva remuneración al accionista (yield 2024E del 25,7%). Iniciamos la cobertura de Neinor Homes recomendando **Comprar**.

Valuation Ratios

NEINOR HOMES (€m)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Share price (€)	€ 10,54	€ 8,18	€ 9,72	€ 9,72	€ 9,72	€ 9,72	€ 9,72
Shares outstanding (# m)	79,99	79,99	79,99	79,99	79,99	79,99	79,99
Mkt Cap (€ m)	843	654	777	777	777	777	777
Enterprise Value (€ m)	789	611	760	760	760	760	760
EV / Revenue	0,86x	0,80x	1,17x	1,09x	1,08x	1,07x	1,04x
EV / EBITDA	5,4x	4,3x	5,4x	7,5x	7,6x	7,5x	7,5x
EV / EBIT	5,6x	4,4x	5,8x	8,3x	8,2x	8,1x	8,1x
P/E	8,2x	6,8x	8,3x	11,2x	11,1x	10,4x	10,3x
P/BV	0,89x	0,70x	0,90x	1,07x	1,16x	1,16x	1,17x
Dividend yield	4,7%	15,6%	16,1%	25,7%	16,1%	9,0%	9,6%

Estimates (EUR)

NEINOR HOMES (€m)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Revenue (m)	914,3	763,2	650,0	695,0	705,0	710,0	731,3
EBITDA (m)	146,7	143,3	140,0	100,9	100,6	100,9	100,7
EBIT (m)	141,8	139,1	130,8	91,7	92,4	93,7	93,6
Net Income (m)	103,0	96,3	90,9	65,1	65,5	70,3	70,7
EPS adj. (€)	€ 1,29	€ 1,20	€ 1,17	€ 0,87	€ 0,87	€ 0,94	€ 0,94
DPS	€ 0,50	€ 1,27	€ 1,56	€ 2,50	€ 1,56	€ 0,88	€ 0,93
ROE (%)	11,4%	10,3%	10,1%	8,2%	9,4%	10,5%	10,6%

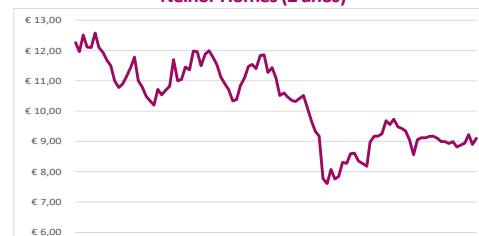
Elaboración GPM

11 de octubre de 2023

Recomendación
Comprar

Valoración
€ 13,45/acc.

Neinor Homes (2 años)



Ticker

HOME SM

Fecha

06.oct.23

Cotización

€ 9,72

Max 52 semanas

€ 10,02

MIN 52 semanas

€ 7,45

Accs. Circulación (m)

79,99

Capitalización (€m)

777,49

Retorno semanal (%)

3,1%

Variación de precio 1M (%)

5,5%

IBEX 35

(1,4)%

Variación de precio 3M (%)

9,2%

IBEX 35

(0,1)%

Variación de precio 6M (%)

6,6%

IBEX 35

(0,8)%

Variación de precio YTD (%)

18,8%

IBEX 35

12,2%

Variación precio 1A (%)

6,0%

IBEX 35

24,2%

Volumen diario (media 30d)

73.052

Volumen diario (media 10d)

69.684

Free Float (estimated)

40,50%

Rating Analistas

3,9

Precio Objetivo (mediana)

€ 11,6

PO Máximo

€ 15,5

PO Mínimo

€ 10,0

Analista: Javier Bernat

jbernat@gmpatrimonios.com

Dpto. Análisis Fundamental GPM

Teff: 34 913 191 684

GPM <https://gmsv.com>

Broker <https://gpmbroker.com>

Contenido

▪ Resumen Ejecutivo	3
▪ Análisis SWOT	4
▪ Plan de Negocio 2023-2026	5
▪ Ejecución del Plan de Negocio 2019-2023	6
▪ Descripción de la Compañía	7
▪ Modelo Empresarial	7
▪ Líneas de Negocio	8
▪ El Banco de Suelo Respalda el Liderazgo de Neinor Homes	9
▪ Tendencias en el Sector Inmobiliario Residencial	10
▪ Principales Accionistas	12
▪ Equipo Gestor	12
▪ Remuneración al accionista: Cumpliendo guías	13
▪ Liquidez y Endeudamiento	13
▪ Retorno del Capital: Capacidad para Generar Beneficios	15
▪ Valoramos las acciones de Neinor Homes en €13,45	15
▪ Valoración por comparables: €13,63	17
▪ Valoración por descuento de Flujos de Caja: €13,26	18
▪ Hitos Históricos	22
▪ Información Financiera	23

Resumen Ejecutivo

- **Neinor Homes se especializa en la promoción de viviendas** destinadas a familias de rentas medias/altas en las regiones de mayor demanda en España (Madrid, Andalucía, Levante, País Vasco y Cataluña). En el año 2022, la compañía entregó un total de 2.743 unidades, que es el mayor número en comparación con otras empresas del sector (en el ejercicio 2021 se entregaron 3.038 unidades). En los próximos años se prevé que disminuyan los volúmenes de construcción para venta (BTS) con una estimación de aproximadamente 2.000-2.500 unidades entregadas por año.
- **Sólidas perspectivas sustentadas en una demanda insatisfecha:** En España existe una demanda insatisfecha de aproximadamente 150.000 viviendas. Neinor Homes concentra su actividad en provincias que concentran cerca del 50% de la población española y más del 50% del PIB de España. En estas regiones, en los próximos 10 a 15 años se prevé un aumento de la población por encima del 7%, mientras que en el resto del país se prevé que prácticamente no varíe.
- **La cartera de proyectos** de Neinor Homes del año 2022 terminó en 2.056 viviendas, lo que equivale a un valor de €552 millones. Esto proporciona una alta visibilidad en cuanto al objetivo de ingresos de 2023 de más de €600m, debido a que la empresa tiene pre ventas más del 71% de su cartera de proyectos.
- **Inversión de €1.000m durante los próximos años con el objetivo de aumentar el banco de suelo en propiedad:** Una inversión en suelo prevista hasta 2026 entre €450m y €1.050m (más del 75% en Co-Inversión), permitirá a Neinor Homes expandir su cartera de proyectos, aumentar su capacidad de producción, tener un mayor control sobre el proceso de desarrollo y potencialmente generar mayores márgenes de beneficio, lo que contribuiría al crecimiento y la rentabilidad de la empresa.
- **Criterio LTV conservador:** Para los próximos años la Dirección de Neinor Homes se ha comprometido mantener una ratio LTV entre el 20-25%, lo que opinamos está en línea con una relación inferior al 20% en que se ha mantenido en los últimos años y que el objetivo de 2026 es de un LTV del 20%.
- **Oferta diversificada:** Para complementar la actividad tradicional de BTS, en febrero de 2020 Neinor Homes lanzó un nuevo negocio de construcción en alquiler (BTR), con el objetivo de crear una cartera de 4.500 viviendas de alquiler en los próximos cinco años. A finales de 2022, la división BTR gestionaba 542 viviendas con una tasa de ocupación media del 96% y un ingreso bruto anualizado de alrededor de €5m. A finales de 2022, la compañía agregó 258 apartamentos a su plataforma de alquiler y para fines de 2023, se debería completar con 900 unidades más.
- **Diversificación de los ingresos:** Neinor Homes presenta un sólido perfil comercial. La plataforma interna de alquiler residencial (BTR) del grupo está creciendo, y la integración vertical en este segmento permitirá a la compañía diversificar su flujo de ingresos a través de la prestación de servicios de alquiler.
- **Coinversión, nueva línea de negocio 2022-27 que diversificará los ingresos:** En el segmento de Coinversión, Neinor Homes tiene previsto que su banco de suelo experimente un aumento medio anual del 10,8% hasta el año 2026, pasando de 4.500 a 7.500 unidades. Esto permitirá mejorar la diversificación de las fuentes de negocio, aumentando la proporción de suelo en coinversión al 65% de media, en comparación con el 22,5% en 2022. Sin embargo, creemos que esto podría resultar en un menor retorno.
- **Política favorable a los accionistas:** Neinor Homes es una entidad proactiva en cuanto a la remuneración al accionista, en los últimos dos años ha favorecido a sus accionistas con €300m (incluyendo recompra de acciones). Para el periodo 2023-2026, la guía consiste en repartir €450m en dividendos, para lo que dispone de una Caja de €245m en 2022.

Análisis SWOT

Fortalezas:

- *Marca reconocida:* Neinor Homes es una compañía española líder en el sector de promoción inmobiliaria, con una marca establecida y reconocida en el mercado.
- *Cartera diversificada:* La empresa cuenta con una amplia cartera de proyectos inmobiliarios focalizada en las regiones de mayor renta per cápita (Madrid, Andalucía, Levante, País Vasco y Cataluña), que le ofrece estabilidad y oportunidades de crecimiento.
- *Enfoque en la calidad:* Neinor Homes se enfoca en ofrecer viviendas de alta calidad, lo que le brinda una ventaja competitiva en el mercado inmobiliario.
- *Equipo directivo experimentado:* Cuenta con un equipo directivo con amplia experiencia en el sector inmobiliario, lo que permite tomar decisiones estratégicas sólidas.

Debilidades:

- *Dependencia del mercado inmobiliario:* Neinor Homes está fuertemente influenciada por las condiciones del mercado inmobiliario. Los cambios en la demanda de viviendas y los precios pueden afectar negativamente sus resultados financieros.
- *Exposición a riesgos económicos:* La compañía está expuesta a los riesgos económicos y políticos en España, como fluctuaciones en los tipos de interés, cambios regulatorios y condiciones macroeconómicas adversas.
- *Ciclicidad del sector inmobiliario:* El sector inmobiliario es cíclico y está sujeto a cambios en la oferta y demanda de viviendas.

Oportunidades:

- *Demanda creciente de viviendas:* En España existe una demanda insatisfecha de aproximadamente 150.000 viviendas, que se ve reforzada por el crecimiento demográfico, la urbanización y los cambios en los estilos de vida. Neinor Homes puede aprovechar esta oportunidad para expandir su negocio.
- *Inversiones en sostenibilidad:* La sostenibilidad es una tendencia en el sector inmobiliario. Neinor Homes puede aprovechar esta oportunidad al desarrollar proyectos que cumplan con altos estándares de eficiencia energética y sostenibilidad.
- *Expansión:* La compañía podría considerar la expansión a mercados internacionales o adyacentes a los actuales para diversificar sus ingresos y reducir la dependencia del mercado inmobiliario español.
- *Digitalización y tecnología:* Neinor Homes puede aprovechar las nuevas tecnologías y la digitalización para mejorar la eficiencia operativa, optimizar los procesos de construcción y promoción, y brindar una mejor experiencia al cliente.

Amenazas:

- *Competencia intensa:* El sector inmobiliario en España es altamente competitivo, con numerosos actores importantes. Neinor Homes se enfrenta a la amenaza de competidores que podrían ofrecer productos similares o precios más competitivos.
- *Riesgos de construcción:* La compañía está expuesta a los riesgos asociados con la construcción de viviendas, como retrasos en la finalización de proyectos, aumentos en los costes de construcción y cuellos de botella en materias primas.
- *Cambios en la regulación:* Los cambios regulatorios en el sector inmobiliario pueden afectar la rentabilidad de Neinor Homes. Estos cambios podrían incluir limitaciones ambientales, exigencias de eficiencia energética y normativas urbanísticas.

Plan de Negocio 2023-2026

La compañía presentó su último plan de negocio el pasado mes de marzo de 2023. En este plan, Neinor Homes prevé mantener un ritmo estable de entregas y generar ingresos consistentes. Sin embargo, es importante tener en cuenta la ligera disminución en el beneficio neto y observar la estrategia de incrementar las inversiones en suelo. Estas decisiones indican un enfoque estratégico para asegurar un crecimiento sostenible y fortalecer la posición competitiva de Neinor Homes en el sector inmobiliario.

Plan de Negocio 2023-2027

Neinor Homes (€m)	Plan de Negocio				Agregado/		Agregado/	
	2023	2024	2025	2026	Promedio	2027	Promedio	
Entregas #	2.500	2.000	2.000	2.000	8.500	2.000	10.500	
Total Ingresos (€m)	600	700	700	700	2.700	700	3.400	
EBITDA (€m)	140	100	100	100	440	100	540	
<i>margen</i>	23,3%	14,3%	14,3%	14,3%	16,3%	14,3%	15,9%	
Bº Neto (€m)	90	65	65	70	290	70	360	
<i>margen</i>	15,0%	9,3%	9,3%	10,0%	10,7%	10,0%	10,6%	
LTV	20-25%	20-25%	20-25%	20%	23%	20%	23%	
MIN Adquisición Suelo (€m)	100	100	100	150	450	150	600	
MAX Adquisición Suelo (€m)	150	300	300	300	1.050	300	1.350	
Co-inversiones	75%	75%	75%	50%	69%	50%	66%	
ROE	11%	11-13%	11-13%	15%	13%	15%	13,5%	
Dividendos (€m)	125	200	125	70	520	70	590	

Elaboración GPM

Entrega de viviendas: Neinor Homes planea mantener una estabilidad, con 2.000 unidades previstas para cada año a partir de 2024 y hasta 2027.

Ingresos: Neinor Homes espera mantener un nivel constante de €700 millones (€600 millones en 2023). Esta previsión indica una estrategia enfocada en la eficiencia y el crecimiento sostenible, aprovechando la cartera existente y optimizando la rentabilidad de los proyectos.

Aunque el margen EBITDA se mantiene estable en niveles en torno al 14,0%, es importante destacar que en el plan de negocio de la compañía, el **beneficio neto** experimenta una disminución en los próximos años, pasando de €90 millones en 2023 y a €70 millones en 2026. Esta disminución estimamos que se relaciona con la diversificación a los proyectos de Co-Inversión, menos rentables (aunque aportan tanto visibilidad como estabilidad) y también posiblemente por un aumento en los costes de construcción.

Inversiones en suelo: Neinor Homes tiene previsto aumentarlas gradualmente, con una banda estimada entre €450 millones y €1.050 millones durante 2023-2026. Con ello la empresa intentará asegurar un flujo constante de nuevos proyectos y ampliar su presencia en el mercado inmobiliario. Además, se observa una tendencia a aumentar el peso de las **Coinversiones**, lo que implica que Neinor Homes asumirá un mayor control y participación en los proyectos, disminuyendo la dependencia de socios **Coinversores**.

Ejecución del Plan de Negocio 2019-2023

El plan estratégico a cinco años (2019-23) de la compañía planteaba los siguientes objetivos estratégicos que se han alcanzado en 2022, un año antes que lo previsto:

- *Entregar más de 6.000 unidades de viviendas:* Según puede apreciarse en la siguiente tabla, el objetivo de viviendas entregadas anunciado en 2019, no sólo se logra sino que se supera ampliamente, incluso tras las revisiones de los últimos años.

Objetivo Viviendas Entregadas

Año	Entregas	Entregas	Objetivo	Objetivo
	Año	Acumuladas	2023	2023
	(unidades)	(unidades)	Alto	Bajo
2019	1.287	1.287	13.100	10.300
2020	1.603	2.890		
2021	3.038	5.928		
2022	2.743	8.671		
2023E	2.750	11.421	(1.679)	1.121

Elaboración GPM

La compañía ha superado consistentemente sus objetivos de entrega de viviendas, lo que demuestra su capacidad para ejecutar eficazmente sus proyectos y satisfacer la demanda de viviendas en el mercado. El número real de unidades de vivienda entregadas ha superado la meta de 7.500 unidades acumuladas (revisado), alcanzando un total de 8.671 unidades en 2022.

Entrega Prevista de Viviendas

(Plan de Negocio 2019-23)

Año	Bajo	Alto
2019	1.500	1.800
2020	1.800	2.100
2021	2.000	2.400
2022	2.000	2.600
Total	7.300	8.900

Elaboración GPM

- *Triplicar el EBITDA en tres años,* pasando de €56m en 2018 a €150m en 2022. Esta meta se alcanzó en el año 2021 con €158m. Sin embargo en el año 2022 no se pudo repetir debido a los efectos negativos de la pandemia, la cadena de suministro y la inflación.

Evolución EBITDA

Año	EBITDA	EBITDA	Objetivo	Objetivo
	EBITDA	Acumulado	2023	2023
	(€m)	(€m)	Alto	Bajo
2019	104,0	104,0	650,0	590,0
2020	110,0	214,0		
2021	158,0	372,0		
2022	146,0	518,0		
2023E	140,0	658,0	8,0	68,0

Elaboración GPM

- *Beneficio Neto por encima de previsiones:* Durante el periodo 2019-2023, el objetivo de Neinor Homes consiste en alcanzar un beneficio neto acumulado de €344 millones. La dirección de Neinor Homes ha establecido metas ambiciosas y los logros obtenidos demuestran su capacidad para superar las expectativas. En el siguiente cuadro se detallan las previsiones y cómo los resultados reales superan las expectativas:

Beneficio Neto				
Año	Bº Neto (€m)	Bº Neto Acumulado (€m)	Objetivo	Objetivo
			2023 Alto	2023 Bajo
2019	€ 64m	€ 64m	€ 430m	€ 370m
2020	€ 70m	€ 134m		
2021	€ 109m	€ 243m		
			Desviación	
2022	€ 101m	€ 344m	€ 4m	€ 64m
2023E	€ 90m	€ 434m	0,9%	17,3%

Elaboración GPM

Tras estos resultados y una dirección eficaz, Neinor Homes está preparada de manera favorable para seguir generando resultados positivos y creando valor para sus accionistas en el futuro.

Descripción de la Compañía

Neinor Homes, se dedica al desarrollo, promoción y venta de **viviendas residenciales**. Su principal negocio es la construcción y comercialización de viviendas de alta calidad en España, principalmente en zonas urbanas y áreas metropolitanas.

La empresa se especializa en la **promoción de viviendas de obra nueva**, abarcando diferentes tipos de propiedades, como apartamentos, chalets, adosados y pisos, tanto en proyectos individuales como en complejos residenciales. Neinor Homes se enfoca en ofrecer viviendas de diseño moderno, con acabados de calidad y una atención al detalle en su construcción.

Neinor Homes tiene como objetivo **consolidarse como uno de los principales promotores inmobiliarios en España**. Busca expandir su presencia en el mercado nacional, tanto en las áreas establecidas como en nuevas ubicaciones con potencial de crecimiento. Además, Neinor Homes ha expresado su interés en explorar oportunidades en mercados internacionales selectivos.

La compañía también está comprometida con la **sostenibilidad** y la innovación en la industria de la construcción. Neinor Homes busca implementar prácticas y soluciones más sostenibles en sus proyectos, como la eficiencia energética, la utilización de materiales eco amigables y el desarrollo de viviendas inteligentes.

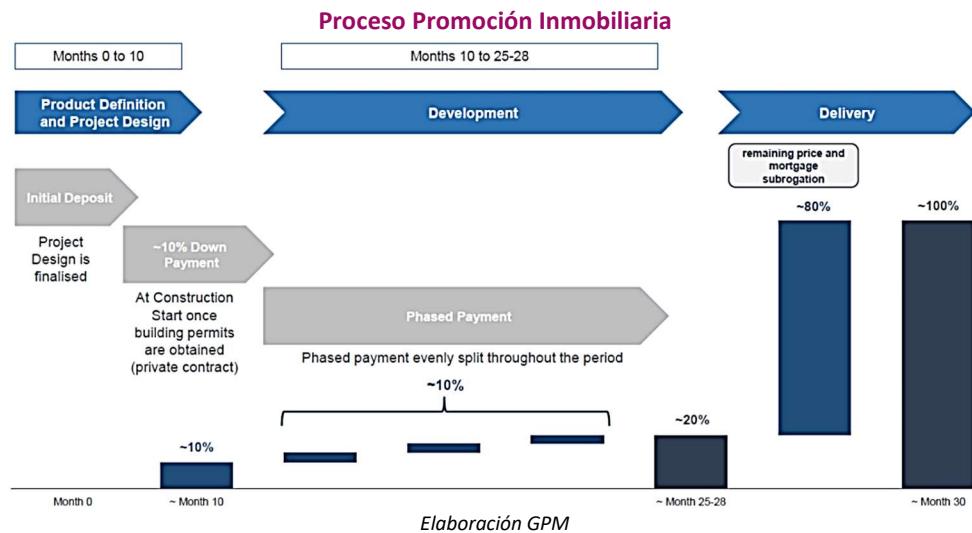
Modelo Empresarial

Neinor Homes integra su negocio verticalmente tanto las líneas de negocio BTS, BTR como la promoción de viviendas para personas mayores por lo que es la propia compañía la que adquiere y promueve el terreno, y desarrolla y conserva su propia cartera (incluida el negocio de BTR que ofrece servicios internos de gestión de alquiler).

Proceso Inmobiliario de Promoción:

- *Adquisición de terrenos:* Neinor Homes identifica y adquiere terrenos adecuados para el desarrollo de proyectos residenciales. Estos terrenos están ubicados en zonas urbanas o áreas metropolitanas con potencial de crecimiento y demanda de viviendas.
- *Diseño y desarrollo de proyectos:* Una vez que adquiere los terrenos, Neinor Homes desarrolla los planes de construcción y el diseño para los proyectos residenciales. Esto implica la creación de viviendas de alta calidad, modernas y con acabados atractivos, adaptadas a las necesidades y preferencias del mercado objetivo.

- **Construcción y promoción:** Neinor Homes se encarga de la construcción de las viviendas y de toda la infraestructura necesaria para los proyectos residenciales.



- **Venta de las viviendas:** Una vez finalizada la construcción, Neinor Homes comercializa las viviendas a través de diversos canales, como agentes inmobiliarios, exposiciones, medios digitales y su propia red de ventas. El objetivo es vender las propiedades a compradores interesados en adquirir una vivienda de alta calidad.
- **Servicio postventa:** Neinor Homes también ofrece un servicio postventa para atender las necesidades de los clientes después de la compra, ofreciendo servicios de asistencia y solucionando posibles problemas que puedan surgir.

Líneas de Negocio

La actividad empresarial del Grupo se lleva a cabo exclusivamente en el territorio español, y se centra en cuatro líneas de negocio: Desarrollo, Alquiler, Servicios y Legacy.

A) Línea de negocio "Desarrollo-BTS" (86% s/EBITDA): Esta es la actividad principal y estratégica del Grupo, basada en la adquisición de terrenos residenciales para su posterior desarrollo. La cartera de suelo de la compañía contiene más de 11.800 unidades construibles. Estas están ubicados en siete regiones de actividad: Madrid, Guadalajara, Cataluña, País Vasco, Valencia, Baleares y Andalucía. De cara a 2023, Neinor Homes apuesta por mantener la tendencia de crecimiento en el número de preventas y capturar los incrementos de precios que se están produciendo en cada una de las localizaciones.

B) Línea de negocio "Alquiler-BTR" (12,8% s/ EBITDA): En febrero de 2020, el Consejo de Administración aprobó la creación de una nueva línea de negocio de alquiler de viviendas promovidas por el Grupo a partir de los terrenos existentes, con el objetivo de alcanzar aproximadamente 3.700 unidades. En 2023 los planes de negocio apuntan a la construcción de 3.500 viviendas destinadas a esta línea de negocio.

Co-Inversión: Adicionalmente y dentro de la línea de negocio BTR, Neinor Homes participa con un 25% en un acuerdo de colaboración con el Ayuntamiento de Barcelona y Cevasa para construir 4.500 viviendas de alquiler asequible en Barcelona y su área metropolitana, que se espera estén disponibles para su ocupación entre 2025 y 2028. En el año 2022 se inició la fase 1 de este proyecto, que consta de más de 640 unidades, y en el año 2023 se ha lanzado la fase 2, la cual consta de 836 unidades. La empresa tiene previsto que el banco de suelo destinado a la coinversión crezca con una tasa anual media del 10,8% hasta los 7.500 unidades previstas para el año 2026-27.

C) Línea de negocio "Servicios" (3,4% s/EBITDA): En mayo de 2015, se firmó un contrato de administración y gestión de activos entre las diferentes sociedades del Grupo Kutxabank y Neinor Homes, S.A., en relación con los activos inmobiliarios que todavía pertenecen a la primera. Este contrato tenía una duración de 7 años y finalizó en mayo de 2022 sin renovarse.

D) Línea de negocio "Legacy": Esta actividad se enfoca en la desinversión de los activos no estratégicos adquiridos. Para 2023, el objetivo de gestión consiste en continuar con la actividad de desinversión y monetizar (liquidar) esta cartera.

El Banco de Suelo Respalda el Liderazgo de Neinor Homes

Una de las principales estrategias que impulsará el crecimiento de Neinor Homes es su compromiso de destinar entre €450m y €1.050m a la adquisición de terrenos. Según las previsiones anticipadas por la compañía, estimamos que la inversión de los próximos años se mantendrá entre un máximo de €1.350m (plan de negocio hasta 2026: €1.050m) y un mínimo de €600m (plan de negocio hasta 2026: €450m), siendo la inversión en el escenario base de €975m.

Inversión Prevista en Suelo

Año	Pesimista	Base	Optimista
	€m	€m	€M
2023	100	125	150
2024	100	200	300
2025	100	200	300
2026	150	225	300
2027	150	225	300
Total	600	975	1.350

Elaboración GPM

Neinor Homes busca asegurar su posición como líder en el mercado y aprovechar las condiciones favorables para maximizar su crecimiento y rentabilidad a largo plazo.

Evolución Esperada del Banco de Suelo en Propiedad

Neinor (unidades)	2022A	2027P	Variación
Banco de Suelo #	15.500	9.000	(41,9)%
Entregas #	2.750	2.000	(27,3)%
Suelo / Entregas	5,6 años	4,5 años	25,3%

Elaboración GPM

Ante la proyectada desaceleración económica y como medida para mitigar el riesgo, Neinor Homes tiene planeado reducir la vida útil de su banco de suelos en propiedad hasta el año 2026. Esto implica pasar de 5,6 años a finales de 2022 a 4,5 años en 2027.

Coinversión: según se ha comentado anteriormente, una de las líneas estratégicas para el desarrollo del negocio en los próximos años consiste en la participación en promociones inmobiliarias juntamente con otras entidades, principalmente destinadas al BTR, como el acuerdo alcanzado con el Ayuntamiento de Barcelona y Cevasa. En el segmento de negocio de Coinversión, Neinor Homes tiene previsto que su banco de suelo experimente un aumento medio anual del 10,8% hasta el año 2027, pasando de 4.500 a 7.500 unidades.

Banco de Suelo

(incluye el 100% de la coinversión) (incluye el 75% de la coinversión)



Elaboración GPM

Tendencias en el Sector Inmobiliario Residencial

Las perspectivas económicas de España, como el crecimiento del PIB, el consumo de los hogares y la tasa de desempleo, son factores que tienen una influencia directa en el sector inmobiliario. Un crecimiento económico positivo, un aumento en el consumo o una disminución del desempleo pueden impulsar la demanda de viviendas y generar oportunidades en el sector.

El desequilibrio estructural entre la oferta y la demanda de la vivienda en España seguirá aumentando. Existe una abundante información que indica una escasez de viviendas en España. Los datos sugieren que España construye menos de 100.000 viviendas / año (80.000 inicios de viviendas en 2022), mientras que hay una demanda estructural de más de 150,000 viviendas año. Esta demandas no satisfecha ha llevado a un creciente desequilibrio entre la oferta y la demanda. Sumando a este desequilibrio, hay que añadir que España es uno de los principales destinos residenciales para extranjeros, incluyendo estudiantes, jubilados europeos y muchos trabajadores que, gracias al trabajo remoto, han podido trasladarse a destinos más cómodos.

Este problema estructural se complica por la escasez de desarrollo de terrenos edificables en España. Los procedimientos para convertir terrenos en terrenos edificables añaden una dificultad adicional al impulso de la vivienda. Hasta el momento, las soluciones administrativas han sido temporales y no han abordado eficazmente el problema de la escasez de viviendas en España

España: Previsiones Económicas

Actividad Económica	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
PIB %	3,0	3,0	2,3	2,0	(11,3)	5,5	5,5	2,0	1,5	1,8
Consumo Hogares %	2,7	3,0	1,7	1,1	(12,2)	6,0	4,4	(0,4)	1,8	2,1
Tasa Desempleo %	19,7	17,2	15,3	14,1	15,5	14,8	12,9	12,8	12,6	12,2

Elaboración GPM

Índice de Producción en la Construcción / Variación interanual

(fuente EUROSTAT).



La producción en construcción aumentó un 7,6%, en abril de 2023, vs mismo mes del año anterior. Esto indica un crecimiento significativo de la construcción durante ese período. Este incremento es superior al registrado en el período anterior, que fue del 5,5%. El índice incluye edificios e ingeniería civil

Ventas Mensuales de Vivienda segunda mano (x1.000)

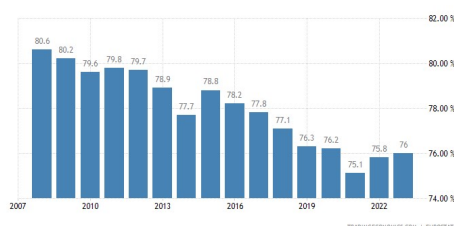
Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE).



Las ventas mensuales de viviendas en España disminuyeron a 35,067 mil en abril, desde las 45,309 mil en marzo de 2023.

Vivienda en Propiedad (%)

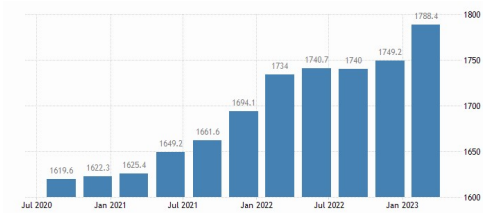
Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE).



La tasa de propiedad de viviendas en España aumentó al 76% en 2022, en comparación con el 75,1% en 2021. Fuente: EUROSTAT.

Precio de la Vivienda (€/m²)

Fuente: Ministerio de Fomento.



El índice de precios de la vivienda en España aumentó a 1.788,40 eur/metro cuadrado en el primer trimestre de 2023, desde los 1.749,20 eur/metro cuadrado en el cuarto trimestre de 2022.

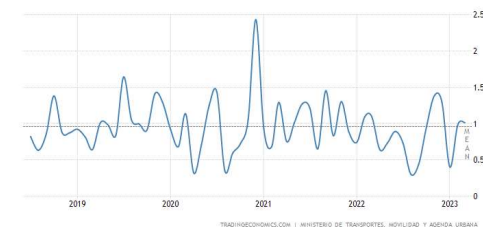
Precio de la Vivienda (€/m²)

Fuente: Ministerio de Fomento.



Viviendas Iniciadas (x1000)

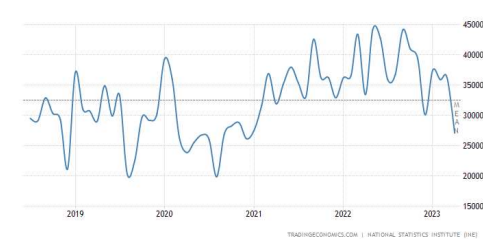
Fuente: Ministerio de Fomento



El número de viviendas iniciadas en España aumentó a 1,01 mil unidades en marzo, en comparación con las 0,98 mil unidades en febrero de 2023.

Aprobación de Hipotecas (#)

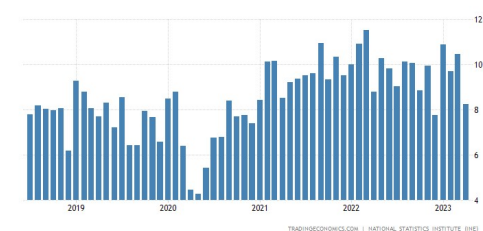
Fuente INE



Las aprobaciones hipotecarias en España disminuyeron a 27,053 unidades en abril, en comparación con las 36,182 unidades en marzo de 2023.

Venta de Vivienda Nueva (x1.000)

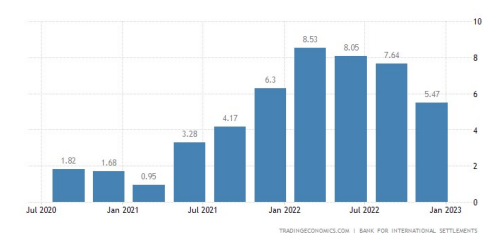
Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE).



Las ventas de viviendas nuevas en España disminuyeron hasta 8,254 unidades en abril, desde las 10.469 unidades en marzo de 2023.

Variación interanual del Precio de la Vivienda (%)

Fuente BIS



Los precios de las propiedades residenciales en España aumentaron un 5,47% en diciembre de 2022 en comparación con el mismo mes del año anterior.

Principales Accionistas

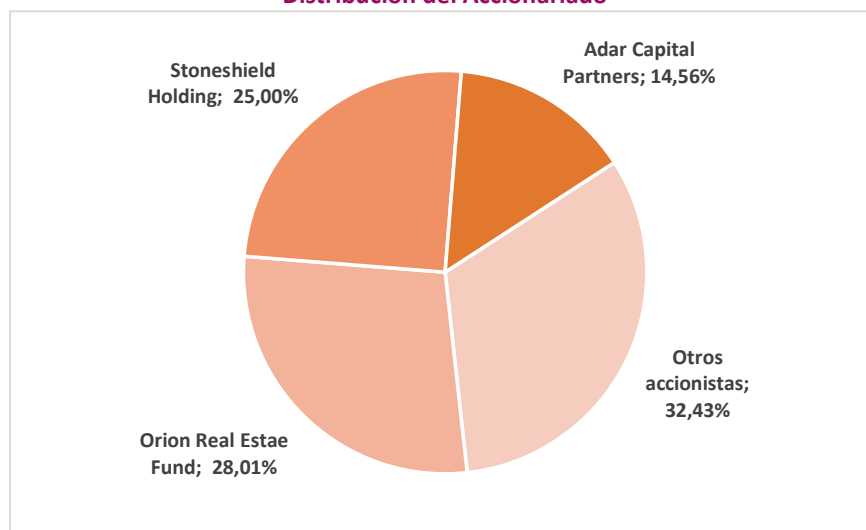
Los tres principales accionistas controlan más del 65% de Neinor Homes. Estos accionistas son Orion European Real Estate con un 28,01% Stoneshield Holding con un 25,00% y Adar Capital Partners con el 14,56%.

Accionariado

Accionistas	Participación
Otros accionistas	32,43%
Orion Real Estate Fund	28,01%
Stoneshield Holding	25,00%
Adar Capital Partners	14,56%
Total	100,00%

Fuente CNMV/Bloomberg

Distribución del Accionariado



Elaboración GPM

Equipo Gestor

Neinor Homes está dirigida por Borja García-Egotxeaga Vergara, quien cuenta con una amplia experiencia en el campo del desarrollo residencial y en la gestión de proyectos en el sector inmobiliario e industrial. Se unió a Neinor Homes en junio de 2016 como COO regional, antes de haber sido nombrado COO de grupo en 2018 y CEO en abril de 2019, cuando se anunció el nuevo plan estratégico 2019-2023.

Comité Ejecutivo

Nombre	Cargo	Años	inicio
Borja Garcia Egotxeaga	Chief Executive Officer	4.3	abr 2019
Jordi Argemi Garcia	Deputy CEO/CFO	4.3	abr 2019
Fernando Hernanz	Chief Operating Officer	4.2	may 2019
Gabriel Sanchez Cassinello	Chief Business Officer	8.3	abr 2015
Jose Francisco Cravo	Chief Investor Relations Office	nd	nd
Mikel Etxebarria Dobarán	Chief Corporate Officer	33.4	feb 1990
Mario Lapiedra Vivanco	Chief Property Officer	nd	nd
Jorge Pepa	Executive Vice President	4.3	abr 2019
Alvaro Conde Herranz	Dir:GRC	8.3	abr 2015

Elaboración GPM / Fuente Bloomberg

Remuneración al accionista: Cumpliendo guías

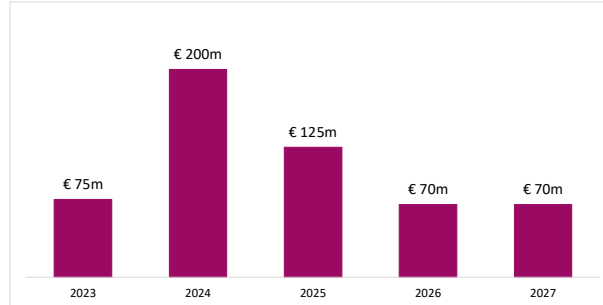
En 2019, Neinor Homes se comprometió a distribuir aproximadamente €300 millones a los accionistas mediante recompra de acciones y dividendos. Los dividendos pagados en efectivo principalmente han consistido en la devolución de la prima de emisión y capital a los accionistas. Dentro del período del plan estratégico (2019-2023), los accionistas de Neinor Homes habrán recibido más de €300 millones, alcanzando un total de €363 millones. Este logro no solo ha cumplido con las expectativas del plan de negocios, sino que las ha superado, demostrando un compromiso sólido con la creación de valor para los accionistas.

Remuneración al Accionista			
Año	Dividendo bruto (€m)	Dividendo Acumulado (€m)	Concepto
2021	40,0	40,0	Devolución capital
2022	13,1	53,1	Devolución capital
2022	38,8	91,9	Prima de emisión
2022	50,0	141,9	Devolución capital
2023	96,0	237,9	Recompra acciones
2023	75,0	312,9	Declarado
Total	312,9		

Elaboración GPM

En la JGA del pasado 1 de septiembre de 2023, Neinor Homes aprobó distribuir a los accionistas un dividendo de €75m con cargo a los resultados de 2023, en la forma de devolución de aportaciones. También se ha anunciado que la entidad tiene previsto abonar un dividendo de €200m en 2024 y €125m en 2025. Para 2026 se anticipa la vuelta a la normalización con un dividendo total de 70-75 millones de euros.

Dividendos Plan de Negocio 2023-27



Elaboración GPM / fuente Neinor Homes

Liquidez y Endeudamiento

En general, los ratios de liquidez de Neinor Homes reflejan una mejora constante en la capacidad de la empresa para hacer frente a sus obligaciones a corto plazo. Estas mejoras indican una mayor solidez financiera y una mejor preparación para hacer frente a posibles desafíos económicos o fluctuaciones en el mercado inmobiliario.

A finales de diciembre de 2022, Neinor Homes contaba con una **liquidez apropiada**, que incluía €203 millones de efectivo y una línea de crédito circulante sin utilizar de €50m.

Parte de este efectivo se ha aplicado a la **recompra de €157 millones de los bonos garantizados** de los €300m que estaban en mercado y que fueron completamente amortizados en abril pasado, cuando la compañía obtuvo un préstamo verde de €140m.

Al cierre del ejercicio fiscal 2022, **la deuda a corto plazo ascendía a €130 millones**, la mayor parte de la cual corresponde a préstamos para promociones y financiación de terrenos (que suele reembolsarse al completarse y venderse las viviendas).

Ratio de Liquidez

Neinor	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Tendencia
Cash Ratio	0,13x	0,14x	0,18x	0,30x	0,44x	0,47x	0,50x	
Current Ratio	2,80x	2,37x	2,15x	2,28x	2,43x	2,56x	3,04x	
Quick Ratio	0,13x	0,17x	0,19x	0,32x	0,45x	0,50x	0,52x	

Elaboración GPM / fuente Bloomberg

En lo que respecta al apalancamiento, Neinor Homes mantiene una postura relativamente prudente, debido a que su relación Deuda Total sobre Capital se sitúa en un 22,1%, lo cual es ligeramente inferior al promedio de las empresas comparables, que alcanza el 24,6%.

Deuda Total / Capital

Total Debt to Capital	LTM
Median	24,6%
Neinor	22,1%
AEDAS	32,4%
Metrovacesa	16,2%
Realia Bussines	31,5%

Elaboración GPM/ fuente Bloomberg

La deuda total de Neinor Homes ha disminuido constantemente a lo largo de los años, desde €380,0 millones en 2018 hasta €199,0 millones en 2022, lo que representa una reducción significativa del 47,6% interanual. El principal impulsor de esta disminución es una reducción sustancial en la deuda a corto plazo, que cayó de €380,0m en 2018 a €130,2m en 2022.

Deuda Financiera

NEINOR	2018	2019	2020	2021	2022	Tendencia
Total Debt €m	380,0	294,6	334,1	259,9	199,0	
Short-Term Debt €m	380,0	242,4	261,3	214,5	130,2	
Long Term Debt €m	0,00	52,2	72,8	45,4	68,9	

Elaboración GPM

Por tanto, en 2022 se logra un mayor equilibrio y un menor riesgo financiero con unos ratios que mejoran de forma constante en los últimos años. El ratio Deuda Total/Patrimonio neto disminuyó del 49,2% en 2018 al 21,4% en 2022, la Deuda Total/Capital disminuyó del 33,0% al 17,6%, y la Deuda Total/Activos Totales bajó del 26,8% al 11,2%.

Apalancamiento Financiero

NEINOR	2018	2019	2020	2021	2022	Tendencia
Total Debt/Equity	49,2%	37,3%	38,8%	27,5%	21,4%	
Total Debt/Capital	33,0%	27,2%	28,0%	21,6%	17,6%	
Total Debt/Total Assets	26,8%	20,1%	21,4%	13,2%	11,2%	

Elaboración GPM/ fuente Bloomberg

La habilidad de la empresa para cumplir con sus obligaciones de deuda se ha mantenido relativamente estable a lo largo de los años. El ratio EBITDA/gasto de intereses disminuyó de 11,8x en 2019 a 7,0x en 2022, mientras que el ratio EBITDA-CapEx/gasto de intereses se redujo de 11,6x a 6,8x en el mismo período

Capacidad de Pago de la Deuda

NEINOR	2018	2019	2020	2021	2022	Tendencia
EBITDA/Cash Interest Paid	5,0x	11,8x	13,6x	7,9x	7,0x	
EBITDA-CapEx/Cash Interest Paid	4,4x	11,6x	13,5x	5,0x	6,8x	
EBIT/Cash Interest Paid	4,9x	11,3x	13,0x	7,7x	6,8x	

Elaboración GPM

Retorno del Capital: Capacidad para Generar Beneficios

Si bien prevemos una disminución en los ratios de ROA y ROE en los próximos años, estos indicadores se mantienen en niveles aceptables y no muestran un deterioro significativo del rendimiento financiero de Neinor Homes. Prevemos que la empresa mantendrá una sólida capacidad para generar beneficios con relación a sus activos y el capital invertido, como apunta que el ROE previsto para Neinor Homes no bajará del 8,4%, frente a un promedio del 7,0% en los comparables. No obstante, la caída del beneficio neto en 2023 (estimamos €106,5m vs €139,1m de 2022), prevemos que impacte negativamente en la previsión del ratio ROE de este año, reduciéndose a niveles del 9,4% y del 8,4% en 2024E. No obstante, a partir de este último, prevemos una recuperación de este indicador.

Retorno del Capital

Neinor	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	Tendencia
ROA	4,5%	5,8%	5,1%	4,6%	3,7%	3,4%	3,1%	
ROE	8,1%	11,4%	10,3%	9,4%	8,4%	9,0%	9,3%	
Guidance (upper)	8,1%	11,4%	10,3%	11,0%	11%	11%	15%	
Guidance (lower)	8,1%	11,4%	10,3%	11,0%	11%	11%	15%	

Elaboración GPM

En términos generales, Neinor Homes ha experimentado un crecimiento gradual en sus ratios de ROA y ROE hasta 2022. El primero aumentó de 4,5% en 2020 y al 5,8% en 2021, mostrando una mejora significativa en la eficiencia con la que la empresa utiliza sus activos para generar beneficios. Sin embargo, en 2022 se observa una ligera disminución del ROA al 5,1%, y esperamos que se acerque progresivamente a niveles del 4,6% en 2023. A pesar de la reducción, Neinor mantiene una sólida capacidad para generar rendimientos consistentes con sus activos.

Por otro lado, el ROE de Neinor Homes ha mostrado una tendencia ascendente, aumentando del 8,1% en 2020 al 11,4% en 2021. Para este indicador, prevemos una disminución moderada en el ROE en los próximos años, situándose en 9,4% en 2023 y 8,4% en 2024, año a partir del que prevemos una tendencia de mejora de este indicador, que se podría acelerar en el caso que se optase por una política más agresiva de remuneración al accionista.

Valoramos las acciones de Neinor Homes en €13,45

El valor por acción de Neinor Homes lo situamos en **€13,45**, frente a una cotización de **€9,72**, lo que implica un descuento del **27,7%** y un potencial de revalorización del **38,4%**. En términos de valoración, se han utilizado varios enfoques.

- **DFC crecimiento a perpetuidad:** Según el modelo de flujo de caja descontado (DCF) y tomando un valor residual 'g' del 2,00%, el valor justificable por acción de Neinor Homes es de **€13,72** (descuento del 29,1% y potencial del 41,1%).
- **DFC EV/EBITDA Residual:** También se ha utilizado el DFC con un múltiplo residual EV/EBITDA de 8,0x, lo que arroja un valor de **€12,81** por acción, descuento del 24,1% o un potencial de revalorización del 31,7% (en esta ocasión, aplicamos el ratio EV/EBITDA basado en el índice IBEX Small Caps, tomando como referencia el promedio de los últimos cinco años, debido a que Neinor Homes está incluido en este índice).
- **El promedio de los dos ejercicios DFC** (tasa y multiplicador residuales) es de **€13,26** por acción (descuento del 26,7% y potencial del 36,4%).

EV/EBITDA

EV/EBITDA	2018	2019	2020	2021	2022	Median
Neinor Homes	24,7x	22,2x	9,4x	9,4x	5,3x	9,4x
IBEX Small Caps	7,1x	11,3x	7,1x	8,2x	10,3x	8,2x
Promedio	15,9x	16,7x	8,2x	8,8x	7,8x	8,8x

Elaboración GPM

Valoración por comparables (ver más abajo): Por otro lado, mediante el enfoque de la **valoración por comparables** estimamos un valor de referencia de **€13,63/acción**.

Resumen de Valoraciones

NEINOR valor justificable por acción	Euro
DCF con valor residual 'g' @ 2,00%	€ 13,72
DCF con valor residual EV/EBITDA @ 9,0x	€ 12,81
Comparables	€ 13,63
Promedio	€ 13,45
Cotización	€ 9,72
Prima / (descuento)	(27,7%)
Potencial	38,4%

Elaboración y Estimaciones GPM

El **resumen, el conjunto de las valoraciones** tanto por **DFC** como por **comparables** arroja un precio objetivo de **€13,45 por acción** de Neinor Homes, como se detalla en la tabla anterior y que, implica un descuento del 27,7% y un potencial de revalorización del 38,4%.

Escenarios: A continuación, se presentan los precios objetivos correspondientes a diferentes escenarios: Base, Optimista y Pesimista.

- Según se ha comentado, en el **escenario Base** se estima un precio objetivo de **€13,45** y que implica un descuento del 27,7% (potencial de revalorización del 38,4%), en comparación con una cotización de €9,72.
- En el **escenario Optimista**, el precio objetivo lo estimamos en **€20,19/acción**, lo que representa un descuento significativo del 51,9% en comparación con la cotización de referencia y un potencial de revalorización del 107,7%. Este escenario, tendría como premisa una recuperación de los precios del sector inmobiliario en 2024 y años siguientes.
- Por otro lado, en el **escenario Pesimista**, el precio objetivo se sitúa en **€12,41**, lo que indica un descuento del 21,7% en comparación con la cotización de referencia y un potencial de apreciación del 27,7%.

Valoración Según Escenarios











Escenario	DCF	Comparables	Promedio	Cotización	Prima / (Desc)	Potencial
Base	€ 13,27	€ 13,63	€ 13,45	€ 9,72	(27,7)%	38,4%
Optimista	€ 15,09	€ 25,29	€ 20,19	€ 9,72	(51,9)%	107,7%
Pesimista	€ 11,81	€ 13,01	€ 12,41	€ 9,72	(21,7)%	27,7%

Elaboración y Estimaciones GPM/

Ratios Bursátiles Históricos de Neinor Homes

En general, estos indicadores muestran una tendencia positiva en la valoración de Neinor Homes en los últimos años, con disminuciones en múltiplos como el PER, P/Ventas, EV/Ventas y EV/EBITDA. Esto podría indicar una mayor confianza de los inversores en la empresa y en sus perspectivas futuras.

Neinor Home: Ratios Bursátiles (promedio anual)

Neinor Homes (*)	2018	2019	2020	2021	2022	Tendencia
PER	22,1x	19,2x	11,7x	11,8x	8,0x	
P/VC	1,7x	1,2x	1,0x	1,0x	0,9x	
P/VC tangible	1,7x	1,2x	1,0x	1,0x	0,9x	
P/Ventas	13,1x	2,3x	1,5x	1,4x	0,9x	
EV/Ventas	7,2x	3,1x	1,8x	1,7x	0,9x	
EV/EBITDA	24,7x	22,2x	9,4x	9,4x	5,3x	
EV/EBIT	25,3x	22,7x	9,8x	9,8x	5,5x	
Precio/Acc	€ 13,0	€ 11,0	€ 10,9	€ 10,5	€ 8,2	
Máx	€ 19,3	€ 13,6	€ 11,8	€ 12,7	€ 12,3	
Mín.	€ 11,9	€ 8,7	€ 6,8	€ 9,7	€ 7,5	

Elaboración GPM/ (*) Promedio anual

Si bien los indicadores bursátiles sugieren una tendencia positiva para invertir en Neinor Homes en los últimos años, también debemos tener en cuenta ciertos aspectos como la ciclicidad del mercado inmobiliario aunque en este momento no parece ser la principal preocupación, debido a que España experimenta una creciente demanda insatisfecha de viviendas y un aumento continuo en el valor de los activos inmobiliarios.

Valor de Empresa (VE): Recuperación Moderada en 2023

Destacamos la reducción de la deuda total de Neinor Homes a lo largo de los años, lo que indica una sólida gestión financiera y una disminución del riesgo financiero. A pesar de la reducción de la deuda, la empresa ha logrado mantener una posición de efectivo y equivalentes de €131m en 2022, lo que aún proporciona liquidez para futuras inversiones o para hacer frente a imprevistos.

Neinor Homes: Valor de Empresa (EV)

Neinor Homes (€m)	2017	2018	2019 ~	2020	2021	2022	30-jun	Tendencia
Capitalización bursátil	1,445,8	1,027,1	869	861	843	654	769	
- Efectivo y equivalentes	77	114	186	272	316	245	131	
+ Preferente y otros	-	-	-	0	1	3	3	
+ Deuda total	417	380	295	334	260	199	418	
Valor de Empresa	1,785,8	1,293,3	977	923	789	611	1,058,4	

Elaboración GPM/ fuente Bloomberg

EL Valor de Empresa aumentó significativamente a €1,058,4 millones en junio de este año, lo que podría indicar un renovado interés de los inversores y un mayor reconocimiento del mercado.

Valoración por comparables: €13,63

Utilizando un enfoque de valoración por comparables, hemos estimado el valor de las acciones de Neinor Homes en **€13,63**. En nuestra selección de empresas comparables, hemos incluido a las empresas españolas Aedas Homes, Metrovacesa y Realia Business. A pesar de que el mercado español cuenta con varias compañías en el sector inmobiliario, estas tres son las que presentan una capitalización bursátil similar a la de Neinor Homes, ya que en otras esta referencia se reduce significativamente.

Comparables

Compañía	€m
Metrovacesa	€ 1.116
Realia	€ 861
Neinor	€ 766
Aedas	€ 733

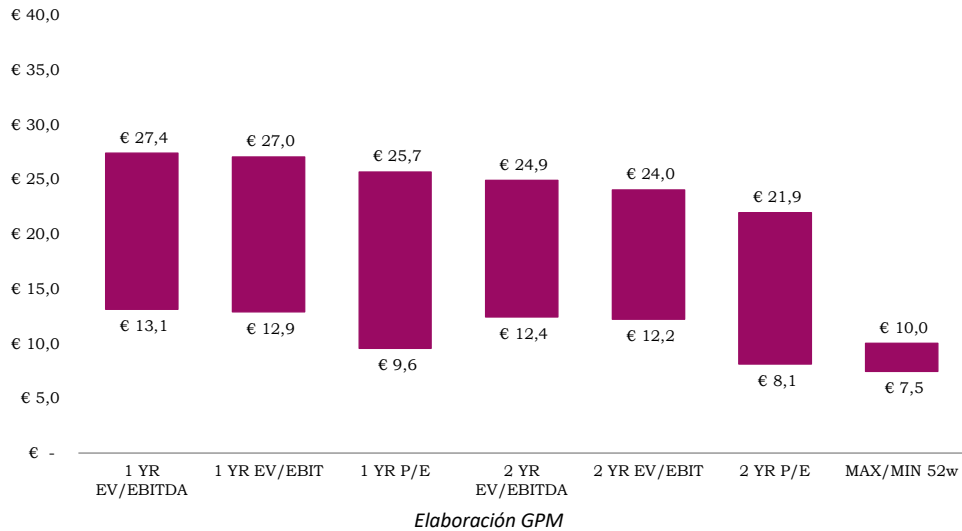
Elaboración GPM

Valoración por Comparables

	Last Twelve Months (LTM)				Year 1 Forecast - Calendar Year				Year 2 Forecast - Calendar Year			
	EV / Revenues	EV / EBITDA	EV / EBIT	P/E	EV / Revenues	EV / EBITDA	EV / EBIT	P/E	EV / Revenues	EV / EBITDA	EV / EBIT	P/E
Median	1,4x	7,2x	7,3x	16,3x	1,3x	7,2x	7,3x	9,0x	1,2x	7,7x	8,0x	9,5x
High	1,9x	15,1x	15,4x	27,5x	1,7x	15,5x	15,8x	21,2x	1,6x	16,0x	16,2x	21,4x
Low	1,2x	6,5x	6,6x	7,5x	1,2x	6,8x	6,9x	7,9x	1,1x	7,3x	7,5x	7,9x
Comps-derived Neinor Homes value €13,63												
Median												
Enterprise value	1.076,1	1.031,8	1.008,6	1.362,8	819,0	830,1	816,9	624,1	806,2	777,7	766,0	539,0
Net debt	(146,1)	(146,1)	(146,1)	(146,1)	(146,1)	(146,1)	(146,1)	(146,1)	(146,1)	(146,1)	(146,1)	(146,1)
Equity value	1.222,2	1.177,9	1.154,7	1.508,9	965,1	976,2	963,0	770,2	952,3	923,8	912,1	685,1
Shares outstanding	70,7	70,7	70,7	70,7	70,7	70,7	70,7	70,7	70,7	70,7	70,7	70,7
Share price	€ 17,29	€ 16,66	€ 16,33	€ 21,34	€ 13,65	€ 13,81	€ 13,62	€ 10,89	€ 13,47	€ 13,07	€ 12,90	€ 9,69

Elaboración GPM

Comparables: Resumen Valoración



Valoración por descuento de Flujos de Caja: €13,26

El promedio de los descuento de flujos de caja resulta en un valor promedios de **€13,26** por acción, que implica un descuento del (26,7%) y también un potencial de revalorización del 36,4%.

Resumen Valoración Descuento de Flujos de Caja

Fair value per share	Perpetuity	EBITDA	Average
Enterprise value	1.009	941	975
Less: Net debt	46	46	46
Less: Trapped cash	(30)	(30)	(30)
Equity value	1.025	957	991
Diluted shares	74,70	74,70	74,70
Equity value per share	€ 13,72	€ 12,81	€ 13,26
Market premium / (discount) to fair value	(29,1%)	(24,1%)	(26,7%)
Up/down potential	41,1%	31,7%	36,4%

Elaboración GPM

Valoración DFC con Crecimiento a Perpetuidad del 2,0%: La valoración de Neinor Homes mediante el método de Descuento de Flujos de Caja (DFC) se basa en un crecimiento a perpetuidad del 2,0%. Este enfoque coincide con el objetivo de inflación a largo plazo establecido por el BCE. Adicionalmente, en los últimos 35 años en España, los precios de la vivienda han experimentado un crecimiento anual promedio del 6,0%, por lo que opinamos que se justifica una tasa de crecimiento a perpetuidad del 2,0%.

Al aplicar este dato en el modelo de descuento de flujos de caja, obtenemos un valor de **€13,72 por acción**, lo que se traduce en un **multiplicador implícito de 9,0x**. Como se ha podido observar con anterioridad, en los últimos cinco años Neinor Homes ha cotizado con un multiplicador EV/EBITDA que oscila entre 22,5x y 5,2x.

Estimación del Valor de Empresa

Perpetuity approach	Exit EBITDA multiple approach
Normalized FCF in last forecast period (t)	Terminal year EBITDA
59,2	100,7
Normalized FCF ^{t+1}	Terminal value EBITDA multiple
60,4	8,0x
Long term growth rate (g)	Terminal value
2,0%	805,7
Terminal value	Present value of terminal value
903,7	560,2
Present value of terminal value	Present value of stage 1 cash flows
628,4	380,3
Present value of stage 1 cash flows	Enterprise value
380,3	940,6
Enterprise value	Implied TV perpetual growth rate
1.008,7	1,2%
Implied TV exit EBITDA multiple	
9,0x	

Elaboración GPM

Valoración con Multiplicador Residual (EV/EBITDA): En lo que respecta a la valoración utilizando el enfoque del multiplicador residual, hemos seleccionado un ratio EV/EBITDA de 8,0x. Esta elección se basa en una combinación de factores, incluyendo los multiplicadores del índice Ibex Small Caps, los ratios de empresas comparables y el historial de multiplicadores con los que Neinor Homes ha cotizado en el pasado. De acuerdo con este modelo, nuestra estimación del valor de las acciones de Neinor Homes se sitúa en **€12,81**. El multiplicador EV/EBITDA residual calculado en este enfoque implica una **tasa implícita de crecimiento a largo plazo del 1,2%**.

Ponderación del Valor Residual del +60%: La ponderación del Valor Residual se sitúa por encima del 60%, otorgándole un peso mayor en comparación con los flujos de caja. Cualquier modificación en las estimaciones del Valor Residual podría tener un impacto significativo en la valoración global de la empresa.

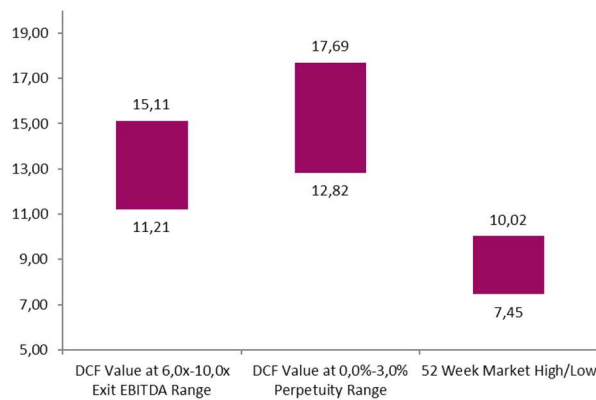
Distribución del Peso de la Valoración

Perpetuity approach		Exit EBITDA multiple approach	
VNA Valor Residual % s/VE	62,3%	VNA Valor Residual % s/VE	59,6%
VNA UFCF % s/VE	37,7%	VNA UFCF % s/VE	40,4%
Multiplicador EV/EBITDA implícito	9,0x	Tasa crecimiento implícita	1,2%

Elaboración GPM

Resumen de Valoraciones por DFC

DCF Valuation Summary



Elaboración y Estimaciones GPM

Análisis de Sensibilidad

Para calcular las tablas de sensibilidad, la referencia es el resultado estimado para 2023.

Equity value per share						Equity value					
Long term growth rate (g):						Long term growth rate (g):					
€ 13,72	0,0%	1,0%	2,0%	2,5%	3,0%	€ 1.097,3	0,0%	1,0%	2,0%	2,5%	3,0%
11,0%	10,10	10,65	11,32	11,71	12,15	11,0%	808,2	851,8	905,1	936,5	971,8
10,0%	10,83	11,51	12,37	12,88	13,47	10,0%	866,2	920,8	989,2	1.030,2	1.077,1
9,0%	11,71	12,59	13,72	14,41	15,22	9,0%	937,1	1.007,1	1.097,3	1.152,8	1.217,7
8,0%	12,82	13,98	15,52	16,50	17,69	8,0%	1.025,7	1.118,2	1.241,6	1.320,2	1.414,6
7,0%	14,25	15,83	18,05	19,53	21,39	7,0%	1.139,7	1.266,3	1.443,8	1.562,3	1.710,7

Elaboración GPM

Equity value per share						Equity value					
Exit EBITDA Multiple						Exit EBITDA Multiple					
€ 12,81	6,0x	7,0x	8,0x	9,0x	10,0x	€ 1.024,3	6,0x	7,0x	8,0x	9,0x	10,0x
11,0%	10,41	11,28	12,15	13,02	13,89	11,0%	833,1	902,5	972,0	1.041,4	1.110,8
10,0%	10,67	11,57	12,47	13,37	14,28	10,0%	853,2	925,4	997,5	1.069,7	1.141,8
9,0%	10,93	11,87	12,81	13,74	14,68	9,0%	874,3	949,3	1.024,3	1.099,3	1.174,3
8,0%	11,21	12,18	13,16	14,13	15,11	8,0%	896,4	974,3	1.052,3	1.130,3	1.208,2
7,0%	11,49	12,51	13,52	14,54	15,55	7,0%	919,4	1.000,5	1.081,6	1.162,7	1.243,8

Elaboración GPM

Estimación del Coste del Capital

El coste del capital ponderado o WACC se ha construido considerando varios elementos:

- *Coste Ponderado de la Deuda de Neinor Homes:* Se ha utilizado una tasa de interés del 2,7%, derivada de Bloomberg, para representar el coste de la deuda.
- *Tasa Impositiva:* Se ha aplicado una tasa impositiva del 20,0% para calcular el coste después de impuestos de la deuda. En este caso, el coste después de impuestos de la deuda es del 2,2%.
- *Tasa Libre de Riesgo:* Se ha utilizado una tasa libre de riesgo del 3,35% (bono español a 10 años).
- *Beta Ajustada:* Se ha utilizado la Beta en comparación con el SXXE (Stoxx Europe 600), siendo 0,948.
- *Prima de Riesgo de Mercado:* Se ha agregado un 1,00% (100 puntos básicos) a la prima de riesgo de mercado del 8,0%, por lo que queda en el 9,0%, tras lo que el coste del capital se sitúa en el 11,9%.
- *Cálculo del WACC:* Finalmente, el WACC se calcula como una combinación ponderada de los coste de capital de la deuda y del patrimonio neto. En este caso, el WACC es del 9,0%.

Estimación del Coste del Capital Ponderado (WACC)

Cost of capital assumptions					Comentario
Cost of debt	2,7%				fuente Bloomberg
Tax rate	20,0%				
After tax cost of debt	2,2%				
Risk free rate	3,35%				fuente Bloomberg
Beta (adjusted vs SXXE)	0,948				despalancada/HOME:0,613
Market risk premium	9,0%				+ 100pb por small cap
Cost of equity	11,9%				
Capital weights					
	Amount	% of total	Target	% of total	
Market value of equity	715,6	106,9%	70,0%	70,0%	estimación GPM
Net debt	(46,0)	(6,9)%	30,0%	30,0%	
Cost of capital (WACC)	9,0%				

Elaboración GPM

Valoración por Descuento de Dividendos (€15,1 - €11,1)

La Valoración por Descuento de Dividendos, aunque **no se considera parte integral de nuestras valoraciones principales**, se incorpora en este análisis para proporcionar un punto de referencia adicional que arroje luz sobre las valoraciones previas. En su esencia, este enfoque centra en la valoración de Neinor Homes en función de su política de retribución al accionista. EL ejercicio se cimenta en uno de los pilares fundamentales de la política corporativa de Neinor y que es una parte esencial de su compromiso con los inversores: la **distribución de €450 millones** entre los accionistas, ya sea a través de devoluciones de capital o dividendos.

En el marco de este análisis, la única variable que experimenta cambios es la **tasa de descuento** (coste del capital), que varía desde el 9,0% (coincidente con el WACC del modelo DFC) hasta el 12,0%, representando su valor máximo. Las demás variables se mantienen inalteradas. El proceso de descuento se divide en **dos periodos**: i) comprende los primeros diez años hasta 2033; ii), implica el crecimiento a perpetuidad.

Los **flujos de caja** utilizados en este análisis se corresponden con los dividendos que Neinor Homes ha anunciado para los próximos años, con un desembolso de €75 millones en 2023 (ratificado en la JGA del 1 de septiembre de 2023), seguido de €200 millones en 2024, €125 millones en 2025 y una normalización de la política de dividendos a partir de 2026 con €70 millones.

En cuanto a la tasa de **crecimiento residual**, se estima a partir del año 2026, coincidiendo con el momento de normalización de la política de dividendos. Específicamente en 2027, con un crecimiento anual del 2,0%. Este valor se alinea con el objetivo de inflación a largo plazo establecido por el BCE y se encuentra por debajo del 6,0%, tasa de crecimiento promedio de los precios de la vivienda en el mercado español durante la última década. También, es importante destacar que en España existe una demanda insatisfecha de aproximadamente 150.000 viviendas.

Valor por Descuento de Flujos de Caja (Dividendos)

Valor acción por Descuento de Dividendos			
Tasa de descuento Años 1 - 10:	9,0%	10,0%	12,0%
Cash Flow inicial:	€ 75,0	€ 75,0	€ 75,0
PV of Cash Flows, Años 1 - 10:	€ 635,5	€ 613,0	€ 572,2
Tasa de descuento Año 11:	9,0%	10,0%	12,0%
Tasa de crecimiento residual	2,0%	2,0%	2,0%
PV de Cash Flows, Post Año 10:	€ 1.172	€ 1.025	€ 853
Descuento al Valor Presente Hoy:	€ 495	€ 395	€ 275
Valor implícito Neinor Homes	€ 1.130	€ 1.008	€ 847
Dividendo año "0"	€ 75	€ 75	€ 75
Valor implícito + dividendo	€ 1.205	€ 1.083	€ 922
Nº acciones en circulación (m)	79,989	79,989	79,989
Valor por acción	€ 14,13	€ 12,61	€ 10,59

Elaboración GPM

Estimación de los Flujos de Caja (Dividendos)

Neinor Homes	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	Year 11
Dividendo Anual:	€ 75,0	€ 200,0	€ 125,0	€ 70,0	€ 71,4	€ 72,8	€ 74,3	€ 75,8	€ 77,3	€ 78,8	€ 80,4	€ 82,0
Crecimiento:		166,7%	(37,5%)	(44,0%)	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%

PROYECCIONES GPM

Elaboración GPM

Hitos Históricos

Neinor Homes se fundó en mayo de 2015, tras la adquisición de los activos gestionados por Lone Star en diciembre de 2014 de la promotora inmobiliaria de Kutxabank, con 26 años de experiencia en la promoción de viviendas. En el contexto de esta transacción, Neinor Homes heredó la gestión de las reservas de suelo, una cartera de activos inmobiliarios y un contrato de servicio de siete años para la gestión de la cartera inmobiliaria de Kutxabank.

A continuación destacamos los siguientes logros de la empresa:

- *Marzo de 2017:* Salida a Bolsa
- *Septiembre de 2020:* adquirió el 75% del capital de Renta Garantizada, tomando el control de toda la cadena de valor en la promoción inmobiliaria.
- *Febrero de 2021:* Neinor Homes adquiere la cartera residencial "Sardes" por €58m (vs valor de tasación de €70m). Con esta cartera se adquieren 391 de viviendas en alquiler, con una tasa de ocupación del 70%.
- *1S 2021:* Neinor Homes duplica el tamaño de sus reservas de suelo (16.000 unidades vs 9.000 al final de 2020) tras la fusión-absorción de Quabit (+7.000 unidades) y la adquisición adicional de parcelas, el 89% de las cuales están ubicadas en Madrid y Barcelona, por un valor de €235m.
- *Abril 2023:* Neinor Homes concluye la amortización de sus bonos de €140 millones.
- *Abril 2023:* suscribe un préstamo verde de €140m para cancelar su bono de deuda.
- *Junio 2023:* Neinor vende Sky Homes (209 viviendas y 4 locales comerciales) a Savills Investment Management por €66m.
- *Julio 2023:* Neinor vende las 146 viviendas de Europa Homes a Harrison Street y a DeA Capital
- *Junio 2023:* Neinor (90%) se alía con AXA (10%) crean una joint venture para levantar 250 viviendas en Madrid por €110m.
- *Julio 2023:* Neinor vende las 146 viviendas de Europa Homes a Harrison Street y a DeA Capital

Información Financiera

Neinor Homes: Estimación de P&G

Fiscal year	2021A	2022A	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Fiscal year end date	12/31/21	12/31/22	12/31/23	12/31/24	12/31/25	12/31/26	12/31/27
Revenue	914,3	763,2	650,0	695,0	705,0	710,0	731,3
Cost of sales	(671,3)	(552,1)	(453,6)	(533,1)	(538,6)	(541,7)	(560,9)
Gross Profit	243,0	211,1	196,5	161,9	166,4	168,3	170,4
Personnel expense	(35,6)	(37,2)	(34,5)	(36,8)	(38,8)	(39,1)	(40,2)
Selling, general & adminis	(65,5)	(34,8)	(31,2)	(33,4)	(35,3)	(35,5)	(36,6)
Operating profit (EBIT)	141,8	139,1	130,8	91,7	92,4	93,7	93,6
Interest income	2,1	4,1	4,9	6,5	6,6	7,2	8,1
Interest expense	(20,7)	(22,5)	(20,5)	(15,4)	(15,6)	(11,6)	(11,8)
Other expense	(0,1)	(1,2)	(1,2)	(1,2)	(1,2)	(1,2)	(1,2)
Pretax profit	123,1	119,5	114,0	81,6	82,1	88,2	88,7
Taxes (enter expense as -)	(20,3)	(22,9)	(22,8)	(16,3)	(16,4)	(17,6)	(17,7)
Net income incl. MI	102,8	96,6	91,2	65,3	65,7	70,5	70,9
Minority Interest	(0,20)	0,30	0,29	0,20	0,21	0,22	0,22
Preferred interest	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Net income GAPP	103,0	96,3	90,9	65,1	65,5	70,3	70,7
Basic shares outstanding	79,99	79,99	77,48	74,97	74,97	74,97	74,97
Impact of dilutive securiti	-	-	-	-	-	-	-
Diluted shares outstandin	79,99	79,99	77,48	74,97	74,97	74,97	74,97
Basic EPS	€ 1,29	€ 1,20	€ 1,17	€ 0,87	€ 0,87	€ 0,94	€ 0,94
Diluted EPS	€ 1,29	€ 1,20	€ 1,17	€ 0,87	€ 0,87	€ 0,94	€ 0,94
<u>Growth rates & margins</u>							
Revenue growth	59,6%	(16,5)%	(14,8)%	6,9%	1,4%	0,7%	3,0%
Gross profit as % of sales	26,6%	27,7%	30,2%	23,3%	23,6%	23,7%	23,3%
R&D margin	3,9%	4,9%	5,3%	5,3%	5,5%	5,5%	5,5%
SG&A margin	7,2%	4,6%	4,8%	4,8%	5,0%	5,0%	5,0%
Tax rate	16,5%	19,2%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
<u>EBITDA reconciliation</u>							
Depreciation & amortiza	4,9	4,2	9,2	9,2	8,2	7,2	7,1
EBITDA	146,7	143,3	140,0	100,9	100,6	100,9	100,7
<i>margin</i>	16,0%	18,8%	21,5%	14,5%	14,3%	14,2%	13,8%

Elaboración GPM

Neinor Homes - CUENTA DE RESULTADOS

Fiscal year	2021A	2022A	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Fiscal year end date	12/31/21	12/31/22	12/31/23	12/31/24	12/31/25	12/31/26	12/31/27
Revenue	914,3	763,2	650,0	695,0	705,0	710,0	731,3
Cost of sales	(671,3)	(552,1)	(453,6)	(533,1)	(538,6)	(541,7)	(560,9)
Gross Profit	243,0	211,1	196,5	161,9	166,4	168,3	170,4
Personnel expense	(35,6)	(37,2)	(34,5)	(36,8)	(38,8)	(39,1)	(40,2)
Selling, general & administrative	(65,5)	(34,8)	(31,2)	(33,4)	(35,3)	(35,5)	(36,6)
Operating profit (EBIT)	141,8	139,1	130,8	91,7	92,4	93,7	93,6
Interest income	2,1	4,1	4,9	6,5	6,5	7,2	8,1
Interest expense	(20,7)	(22,5)	(20,5)	(15,4)	(15,6)	(11,6)	(11,8)
Other expense	(0,1)	(1,2)	(1,2)	(1,2)	(1,2)	(1,2)	(1,2)
Pretax profit	123,1	119,5	114,0	81,6	82,1	88,2	88,7
Taxes	(20,3)	(22,9)	(22,8)	(16,3)	(16,4)	(17,6)	(17,7)
Net income incl. MI	102,8	96,6	91,2	65,3	65,7	70,5	70,9
Minority Interest	(0,20)	0,30	0,29	0,20	0,21	0,22	0,22
Preferred interest	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Net income GAPP	103,0	96,3	90,9	65,1	65,5	70,3	70,7
Basic shares outstanding	79,99	79,99	77,48	74,97	74,97	74,97	74,97
Diluted shares outstanding	79,99	79,99	77,48	74,97	74,97	74,97	74,97
Basic EPS	€ 1,29	€ 1,20	€ 1,17	€ 0,87	€ 0,87	€ 0,94	€ 0,94
Diluted EPS	€ 1,29	€ 1,20	€ 1,17	€ 0,87	€ 0,87	€ 0,94	€ 0,94
<u>Growth rates & margins</u>							
Revenue growth	59,6%	(16,5)%	(14,8)%	6,9%	1,4%	0,7%	3,0%
Gross profit as % of sales	26,6%	27,7%	30,2%	23,3%	23,6%	23,7%	23,3%
R&D margin	3,9%	4,9%	5,3%	5,3%	5,5%	5,5%	5,5%
SG&A margin	7,2%	4,6%	4,8%	4,8%	5,0%	5,0%	5,0%
Tax rate	16,5%	19,2%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
<u>EBITDA reconciliation</u>							
Depreciation & amortization	4,9	4,2	9,2	9,2	8,2	7,2	7,1
EBITDA	146,7	143,3	140,0	100,9	100,6	100,9	100,7
<i>margin</i>	16,0%	18,8%	21,5%	14,5%	14,3%	14,2%	13,8%

Elaboración GPM

Neinor Homes - CUENTA DE RESULTADOS

NEINOR HOMES							
P&L (€m)	2021A	2022A	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Revenue	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Cost of sales	(73,4)%	(72,3)%	(69,8)%	(76,7)%	(76,4)%	(76,3)%	(76,7)%
Gross Profit	26,6%	27,7%	30,2%	23,3%	23,6%	23,7%	23,3%
Personnel expense	(3,9)%	(4,9)%	(5,3)%	(5,3)%	(5,5)%	(5,5)%	(5,5)%
Selling, general & administrative	(7,2)%	(4,6)%	(4,8)%	(4,8)%	(5,0)%	(5,0)%	(5,0)%
Operating profit (EBIT)	15,5%	18,2%	20,1%	13,2%	13,1%	13,2%	12,8%
Interest income	0,2%	0,5%	0,8%	0,9%	0,9%	1,0%	1,1%
Interest expense	(2,3)%	(2,9)%	(3,2)%	(2,2)%	(2,2)%	(1,6)%	(1,6)%
Other expense	(0,0)%	(0,2)%	(0,2)%	(0,2)%	(0,2)%	(0,2)%	(0,2)%
Pretax profit	13,5%	15,7%	17,5%	11,7%	11,6%	12,4%	12,1%
Taxes (enter expense as -)	(2,2)%	(3,0)%	(3,5)%	(2,3)%	(2,3)%	(2,5)%	(2,4)%
Net income incl. MI	11,2%	12,7%	14,0%	9,4%	9,3%	9,9%	9,7%
Minority Interest	(0,0)%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Preferred interest	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Net income GAPP	11,3%	12,6%	14,0%	9,4%	9,3%	9,9%	9,7%
<u>Growth rates & margins</u>							
Revenue growth	59,6%	(16,5)%	(14,8)%	6,9%	1,4%	0,7%	3,0%
Gross profit as % of sales	26,6%	27,7%	30,2%	23,3%	23,6%	23,7%	23,3%
R&D margin	3,9%	4,9%	5,3%	5,3%	5,5%	5,5%	5,5%
SG&A margin	7,2%	4,6%	4,8%	4,8%	5,0%	5,0%	5,0%
Tax rate	16,5%	19,2%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
EBITDA	16,0%	18,8%	21,5%	14,5%	14,3%	14,2%	13,8%

Elaborated GPM

Neinor Homes - HOJA DE BALANCE

Fiscal year	2021A	2022A	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Fiscal year end date	12/31/21	12/31/22	12/31/23	12/31/24	12/31/25	12/31/26	12/31/27
Cash & Equivalents	316	245	300	315	340	380	430
Accounts receivable	24	12	26	41	71	92	106
Inventory	1.323	1.129	1.054	985	881	885	899
Deferred tax assets	-	-	-	-	-	-	-
Other current assets	64	100	100	100	100	100	100
Total Current assets	1.726	1.486	1.480	1.441	1.391	1.457	1.535
Property, plant & equipment	8	7	47	87	127	157	176
Acquired intangible assets (inc. GW)	14	13	7	1	(4)	(7)	(9)
Other assets	219	275	275	275	275	275	275
Total assets	1.967	1.781	1.809	1.803	1.789	1.881	1.978
Accounts payable	255	221	218	226	224	225	233
Accrued expenses & def rev.	204	138	150	150	150	151	156
Revolver	215	130	194	316	363	453	540
Total Current liabilities	673	489	562	692	737	829	929
Long term debt	45	69	89	89	89	89	89
Other non-current liabilities	303	293	293	293	293	293	293
Total liabilities	1.022	851	944	1.074	1.119	1.211	1.310
Common stock / APC	803	737	737	737	737	737	737
Treasury stock	(40)	(58)	(12)	(12)	(12)	(12)	(12)
Retained earnings / deficit	103	96	62	(73)	(132)	(132)	(135)
Other comprehensive income / (loss)	78	155	78	78	78	78	78
Total equity	945	930	865	730	670	671	667
<i>Balance check</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>
Ratios							
Short-Term Debt	€ 214,5	€ 130,2	€ 193,9	€ 315,7	€ 363,2	€ 452,9	€ 540,0
Long Term Debt	€ 45,4	€ 68,9	€ 88,9	€ 88,9	€ 88,9	€ 88,9	€ 88,9
Total debt (€m)	€ 259,9	€ 199,1	€ 282,8	€ 404,6	€ 452,1	€ 541,8	€ 628,9
Net debt (€m)	€ (55,7)	€ (46,0)	€ (17,2)	€ 89,6	€ 112,1	€ 161,8	€ 198,9
Asset turnover	0,46x	0,43x	0,36x	0,39x	0,39x	0,38x	0,37x
Net profit margin	11,3%	12,6%	14,0%	9,4%	9,3%	9,9%	9,7%
Return on Assets (ROA)	5,8%	5,1%	5,1%	3,6%	3,6%	3,8%	3,7%
Return on Equity (ROE)	11,4%	10,3%	10,1%	8,2%	9,4%	10,5%	10,6%
ROIC (NOPAT / (Equity+Net Debt))	13,3%	12,7%	12,3%	9,0%	9,4%	9,0%	8,6%

Elaboración GPM

Neinor Homes HOJA DE BALANCE

NEINOR HOMES Balance Sheet (€m)	2021A	2022A	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Cash & Equivalents	16,0%	13,8%	16,6%	17,5%	19,0%	20,2%	21,7%
Accounts receivable	1,2%	0,6%	1,4%	2,3%	3,9%	4,9%	5,4%
Inventory	67,3%	63,4%	58,2%	54,6%	49,2%	47,0%	45,5%
Deferred tax assets	-	-	-	-	-	-	-
Other current assets	3,3%	5,6%	5,5%	5,6%	5,6%	5,3%	5,1%
Total Current assets	87,8%	83,4%	81,8%	79,9%	77,8%	77,4%	77,6%
Property, plant & equipment	0,4%	0,4%	2,6%	4,8%	7,1%	8,3%	8,9%
Acquired intangible assets (inc. GW)	0,7%	0,7%	0,4%	0,1%	(0,2)%	(0,4)%	(0,4)%
Other assets	11,1%	15,4%	15,2%	15,2%	15,3%	14,6%	13,9%
Total assets	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Accounts payable	13,0%	12,4%	12,1%	12,5%	12,5%	12,0%	11,8%
Accrued expenses & def rev.	10,4%	7,7%	8,3%	8,3%	8,4%	8,0%	7,9%
Revolver	10,9%	7,3%	10,7%	17,5%	20,3%	24,1%	27,3%
Total Current liabilities	34,2%	27,5%	31,1%	38,4%	41,2%	44,1%	47,0%
Long term debt	2,3%	3,9%	4,9%	4,9%	5,0%	4,7%	4,5%
Other non-current liabilities	15,4%	16,4%	16,2%	16,2%	16,4%	15,6%	14,8%
Total liabilities	52,0%	47,8%	52,2%	59,5%	62,5%	64,4%	66,3%
Common stock / APC	40,9%	41,4%	40,7%	40,9%	41,2%	39,2%	37,3%
Treasury stock	(2,0)%	(3,3)%	(0,7)%	(0,7)%	(0,7)%	(0,6)%	(0,6)%
Retained earnings / deficit	5,2%	5,4%	3,4%	(4,0)%	(7,4)%	(7,0)%	(6,8)%
Other comprehensive income / (loss)	4,0%	8,7%	4,3%	4,3%	4,3%	4,1%	3,9%
Total equity	48,0%	52,2%	47,8%	40,5%	37,5%	35,6%	33,7%
Balance check	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Elaboración GPM

Neinor Homes – Proyección del Cash Flow

Fiscal year	2021A	2022A	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Fiscal year end date	12/31/21	12/31/22	12/31/23	12/31/24	12/31/25	12/31/26	12/31/27
Net income		96,3	90,9	65,1	65,5	70,3	70,7
Depreciation and amortization		4,2	9,2	9,2	8,2	7,2	7,1
Accounts receivable		-	(14,5)	(15,0)	(29,5)	(21,8)	(13,8)
Inventory		193,6	75,6	69,0	103,7	(3,7)	(14,4)
Accounts payable		(33,9)	(3,1)	7,9	(2,4)	1,3	8,0
Accrued expenses & def revenues		-	12,2	-	-	1,1	4,5
Cash from operating activities	206,7	260,2	170,3	136,2	145,5	54,3	62,1
Cash from investing activities		-	(43,0)	(43,0)	(43,0)	(34,0)	(25,0)
Long term debt			20,0	-	-	-	-
Common dividends			(125,0)	(200,0)	(125,0)	(70,0)	(74,3)
Revolver			63,7	121,8	47,5	89,7	87,1
Cash from financing activities			(72,4)	(78,2)	(77,5)	19,7	12,9
Net change in cash during period			54,9	15,0	25,00	40,00	50,00

Elaboración GPM

Neinor Homes -Estimación del Free Cash Flow

Fiscal year	2020A	2021A	2022A	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Fiscal year end date	12/31/20	12/31/21	12/31/22	12/31/23	12/31/24	12/31/25	12/31/26	12/31/27
EBITDA	100,7	146,7	143,3	140,0	100,9	100,6	100,9	100,7
EBIT	96,6	141,8	139,1	130,8	91,7	92,4	93,7	93,6
tax rate	22,7%	16,5%	19,2%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
EBIAT (NOPAT)	74,7	118,4	112,5	104,6	73,4	73,9	75,0	74,9
Unlevered CFO				184,0	144,5	153,9	59,0	66,3
Unlevered FCF				141,0	101,5	110,9	25,0	41,3
% growth					(28,0)%	9,3%	(77,5)%	65,3%

Elaboración GPM

Neinor Homes - RATIOS FINANCIEROS

Profitability	2021A	2022A	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Return on Common Equity	11,4%	10,3%	10,1%	8,2%	9,4%	10,5%	10,6%
Return on Assets	5,8%	5,1%	5,1%	3,6%	3,6%	3,8%	3,7%
Return on Capital	11,6%	10,9%	10,7%	7,9%	8,4%	8,4%	8,2%
Return on Invested Capital	13,3%	12,7%	12,3%	9,0%	9,4%	9,0%	8,6%
Margin analysis	2021A	2022A	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Gross Margin	26,6%	27,7%	30,2%	23,3%	23,6%	23,7%	23,3%
EBITDA Margin	16,0%	18,8%	21,5%	14,5%	14,3%	14,2%	13,8%
Operating Margin	15,5%	18,2%	20,1%	13,2%	13,1%	13,2%	12,8%
Pretax Margin	13,5%	15,7%	17,5%	11,7%	11,6%	12,4%	12,1%
Net Income Margin	11,2%	12,7%	14,0%	9,4%	9,3%	9,9%	9,7%
Net Income to Common Margin	11,3%	12,6%	14,0%	9,4%	9,3%	9,9%	9,7%
CFO margin	22,6%	34,1%	26,2%	19,6%	20,6%	7,6%	8,5%
Short Term Liquidity	2021A	2022A	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Cash Ratio	0,47x	0,50x	0,53x	0,46x	0,46x	0,46x	0,46x
Current Ratio	2,56x	3,04x	2,63x	2,08x	1,89x	1,76x	1,65x
Quick Ratio	0,50x	0,52x	0,58x	0,51x	0,56x	0,57x	0,58x
Asset Turnover	2021A	2022A	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Total Asset Turnover	0,52x	0,41x	0,36x	0,38x	0,39x	0,39x	0,38x
Fixed Asset Turnover	19,0x	8,5x	6,2x	6,0x	5,6x	5,2x	5,1x
Acc. Receivable Turnover	55,2x	43,2x	34,7x	20,7x	12,6x	8,7x	7,4x
Inventory Turnover	0,55x	0,51x	0,45x	0,57x	0,61x	0,61x	0,62x
Payables turnover	3,06x	2,32x	2,06x	2,40x	2,39x	2,41x	2,45x
Solvency	2021A	2022A	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Short-Term Debt (€m)	214,5	130,2	193,9	315,7	363,2	452,9	540,0
Long Term Debt (€m)	45,4	68,9	88,9	88,9	88,9	88,9	88,9
Total Debt (€m)	259,9	199,1	282,8	404,6	452,1	541,8	628,9
Net debt (€m)	(55,7)	(46,0)	(17,2)	89,6	112,1	161,8	198,9
Total Debt/EBITDA	1,77x	1,39x	2,02x	4,01x	4,50x	5,37x	6,25x
Net Debt/EBITDA	(0,38)x	(0,32)x	(0,12)x	0,89x	1,11x	1,60x	1,98x
Total Debt/EBIT	1,83x	1,43x	2,16x	4,41x	4,90x	5,78x	6,72x
Net Debt/EBIT	(0,39)x	(0,33)x	(0,13)x	0,98x	1,21x	1,73x	2,13x
EBITDA to Int. Expense	7,1x	6,4x	6,8x	6,6x	6,5x	8,7x	8,5x
EBITDA-CapEx/Int. Expense	7,1x	6,4x	6,7x	6,4x	6,3x	8,4x	8,1x
EBIT to Int. Expense	6,8x	6,2x	6,4x	6,0x	5,9x	8,1x	7,9x
Common Equity/Total Assets	48,0%	52,2%	47,8%	40,5%	37,5%	35,6%	33,7%
Total Debt/Equity	27,5%	21,4%	32,7%	55,4%	67,4%	80,8%	94,3%
Total Debt/Capital	21,6%	17,6%	24,6%	35,7%	40,3%	44,7%	48,5%
Total Debt/Total Assets	13,2%	11,2%	15,6%	22,4%	25,3%	28,8%	31,8%
Net Debt/Equity	(5,9)%	(4,9)%	(2,0)%	12,3%	16,7%	24,1%	29,8%
Net Debt/Capital	8,6%	8,5%	5,4%	(6,4)%	(11,8)%	(10,9)%	(10,4)%

Elaboración GPM

DISCLAIMER

Gestión de Patrimonios Mobiliarios S.V. S.A. (GPM) es una entidad supervisada por la CNMV y adherida al Fondo de Garantía de Inversiones (Fogain). Toda la información incluida en este informe ha sido recopilada y elaborada de buena fe a partir de fuentes que consideramos fiables. No obstante, GPM no ofrece ninguna manifestación ni garantía con relación a la integridad, veracidad o exactitud de dicha información, y por tanto, no asume ninguna responsabilidad al respecto.

GPM emite tres recomendaciones: comprar, vender y mantener. La recomendación de COMPRA se realiza para aquellas compañías en las que se espera una evolución un 10% o superior a la del mercado en el plazo de un año (según las referencias del Ibex 35 y el Índice General de la Bolsa de Madrid para valores españoles). Por otro lado, la recomendación de VENTA se emite para aquellas compañías en las que se espera una evolución un -10% o inferior a la del mercado en el mismo plazo. Finalmente, la recomendación de MANTENER se emite para aquellas compañías en las que se espera una evolución similar a la del mercado, con una horquilla de +/- 10%.

Este informe ha sido elaborado por GPM con la finalidad de proporcionar información general a la fecha de emisión del documento. El contenido del informe está sujeto a cambios sin previo aviso, y GPM no asume compromiso alguno de comunicar dichas modificaciones o actualizar el contenido del presente documento. Este informe no contiene recomendaciones personalizadas ni implica asesoramiento en materia de inversión, ya que se ha elaborado con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciben. Tanto el presente documento como su contenido no constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos, ni de realización o cancelación de inversiones.

Los inversores deben tomar sus propias decisiones de inversión en función de sus objetivos específicos de rentabilidad y riesgo. Se debe tener en cuenta que la recomendación proporcionada en este informe podría no ser adecuada para todos los inversores y aquellos que tengan acceso a este documento deben ser conscientes de que los valores, instrumentos o inversiones mencionados en el mismo podrían no ser convenientes para sus objetivos de inversión específicos, su posición financiera o su perfil de riesgo. Además, el inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o resultados históricos de las inversiones no garantiza la evolución o resultados futuros. En consecuencia, GPM no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Los valores e instrumentos financieros están sujetos a fluctuaciones de precios y resultados de inversión, que pueden ser adversos y resultar en la pérdida de la inversión inicial del inversor. La inversión en futuros, opciones y valores de alta rentabilidad conlleva riesgos significativos y puede no ser adecuada para todos los inversores. En ciertos casos, las pérdidas pueden superar el capital invertido y, por lo tanto, los inversores pueden necesitar realizar aportaciones adicionales para cubrir tales pérdidas. Antes de realizar cualquier transacción en estos instrumentos, los inversores deben comprender su funcionamiento, derechos, obligaciones y riesgos, así como los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir un mercado secundario para dichos instrumentos. A la fecha de publicación de este informe, GPM no mantiene una posición larga o corta neta que exceda el 0,5% del capital del emisor al que se refiere este informe.

GPM cuenta con procedimientos y medidas de control establecidos en su Reglamento Interno de Conducta para prevenir y evitar conflictos de interés en sus operaciones. La política de conflictos de interés se encuentra disponible en nuestra web corporativa (www.gpmbroker.com) y en nuestras oficinas.

Entre estas medidas, se encuentra la prohibición para los analistas y cualquier otra persona involucrada en la elaboración del informe de operar en el valor analizado o en instrumentos relacionados, si tienen conocimiento de información no pública o no revelada a los clientes sobre las fechas de difusión o contenido probable del informe. Asimismo, el analista responsable del informe no puede realizar operaciones personales en contra de la recomendación vigente. La remuneración del personal encargado de elaborar los informes no está vinculada, ni directa ni indirectamente, a las recomendaciones u opiniones expresadas en los mismos. La remuneración del personal encargado de elaborar estos informes no se encuentra ligada, ni de forma directa ni indirecta, a las recomendaciones u opiniones que se expresen en ellos.

Fecha de difusión: 11 de octubre de 2023 @ 12:00

Fecha de producción: 9 de octubre de 2023 @ 18:00

Recomendaciones de GPM en los doce últimos meses [pinche aquí](#)

Resumen Universo de Recomendaciones de GPM:



Con fecha de este informe, Gestión de Patrimonios Mobiliarios S.V., S.A.,

- Actúa como asesor registrado, agente o proveedor de liquidez para las siguientes empresas: ELEKTRA; AMÉRICA MÓVIL; TV AZTECA.
- No ha participado como director o codirector en operaciones corporativas en los últimos 12 meses.
- Tiene un contrato de liquidez: PRIM; EIDF; ATRYS; MONDO TV; IFFE FUTURA. NEINOR HOMES.

DISCLAIMER (ENGLISH)

Gestión de Patrimonios Mobiliarios S.V. S.A. (GPM) is a company supervised by the CNMV (Spanish Stock Exchanges regulator) and a member of the Investment Guarantee Fund (Fogain). All the information included in this document has been compiled and prepared in good faith and from sources that we consider trustworthy, but GPM does not make any statement or give any assurance as to the integrity, veracity, and / or accuracy of these sources, not being responsible, therefore, for them.

GPM 's recommendations are BUY, SELL and HOLD. The recommendation to BUY is issued for those companies in which GPM expects a better performance to that of the market by 10% or more, within a year (reference indexes: Ibex35 and General Index of the Madrid Stock Exchange for Spanish), while that of SELL recommendations are issued for companies in which it is expected a worse performance than the market by -10% or more, in the term of one year. The HOLD recommendation is issued for those companies in which a similar performance to the general Spanish market is expected in a range of +/- 10%.

This report has been prepared by GPM for the purpose of providing general information as of the date of issuance of the report, and the information is subject to change without notice. GPM makes no commitment to communicate such modifications or to update the content of this document. In no case does this document contain personalized recommendations nor does it imply investment advice, since it has been prepared regardless of the circumstances and financial objectives of the individuals who receive it. Neither this document nor its contents constitute a recommendation, invitation, or solicitation to purchase or subscribe securities or other instruments or for the implementation or cancellation of investments.

Investors should make their own investment decisions, based on their specific profitability and risk goals. The recommendation of this report might not be of interest to all investors: investors with access to this report should be aware that the securities, instruments, or investments mentioned in it may not be suitable for their specific investment goals, their financial position, or their risk profile. The investor must bear in mind that the past performance of the securities or instruments or historical results of the investments does not guarantee the future performance or results. GPM assumes no responsibility for any direct or indirect loss that may result from the use of this document or its contents.

The price of securities and instruments and the performance of investments can fluctuate against the interest of the investor and even entail the loss of the initial investment. Trades in futures, options and high-return securities or other financial instruments can involve large risks and are not suitable for all investors. In fact, in certain investments, the losses may be higher than the initial investment, being in these cases necessary to make additional principal contributions to cover all these losses. Therefore, prior to making transactions in these financial instruments, investors should be aware of their procedure, the rights, obligations and risks they incorporate, as well as the underlying securities. There may be no secondary market for such instruments. As of the date of publication of this report, GPM does not hold a long position exceeding 0.5% of the capital of the issuer to which this report refers.

GPM has procedures and control measures established in its Internal Rules of Conduct to prevent and avoid conflicts of interest in its operations. The conflict-of-interests policy can be consulted on the GPM corporate website (www.gpmbroker.com) and in our offices. These measures include the prohibition of trading for the analyst or subject persons who have collaborated in the preparation of the report, or in related instruments, if they are aware of the dates of dissemination or the probable content of the report and the data has not been made public or have not been disclosed to customers. Similarly, the analyst who authored this report must not trade personally against the recommendation given here. Unless other thing indicated, the compensation of the staff who have prepared this report is not linked, either directly or indirectly, to the recommendations or opinions expressed therein.

Gestión de Patrimonios Mobiliarios S.V. S.A. es una entidad independiente fundada en 1987 especializada en intermediación y gestión de activos financieros.

GPM es miembro de la Bolsa de Madrid, Bolsa de Barcelona, MAB y Latibex, legalmente autorizada para operar en los mercados bursátiles por la Comisión Nacional del Mercado de Valores con el número de registro 105.

GPM cuenta con cualificados profesionales que le ofrecerán un amplio rango de soluciones de inversión, tanto si es cliente particular como corporativo. Para ello, ponemos a su disposición nuestra larga experiencia en mercados financieros mundiales y nuestra atención personalizada con la que conoceremos las necesidades de inversión de cada uno de nuestros clientes. GPM tiene su sede central en Madrid y oficina en Barcelona, donde estaremos encantados de recibirle para darle una atención personalizada. Además, mantiene representantes legalmente autorizados en las principales ciudades españolas.

GPM ofrece a sus clientes multitud de servicios financieros para cubrir todas sus necesidades, contamos con el mejor equipo de especialistas en cada departamento con el que garantizar la calidad e independencia de nuestros servicios.

913 191 684

info@gpmbroker.com

Calle de Montesa 38(Pasaje Martí) Local 1, 28006 Madrid

Gestión de Patrimonios Mobiliarios S.V. S.A. is an independent company founded in 1987 specializing in financial asset intermediation and management.

GPM is a member of the Madrid Stock Exchange, Barcelona Stock Exchange, MAB, and Latibex, legally authorized to operate in the stock markets by the National Securities Market Commission with registration number 105.

GPM has qualified professionals who will offer you a wide range of investment solutions, whether you are an individual or a corporate client. To do this, we make available our extensive experience in global financial markets and our personalized attention to understand the investment needs of each of our clients. GPM has its headquarters in Madrid and an office in Barcelona, where we will be delighted to welcome you for personalized assistance. Additionally, it has representatives legally authorized in the main Spanish cities.

GPM offers its clients a multitude of financial services to cover all their needs, and we have the best team of specialists in each department to guarantee the quality and independence of our services.

913 191 684

info@gpmbroker.com

Calle de Montesa 38 (Pasaje Martí) Local 1, 28006 Madrid

