

Nota de compañía: POST CC 4T 2023

23 de febrero de 2024

OPTIMIZACIÓN FINANCIERA Y CRECIMIENTO SOSTENIBLE (POST CC 4T'23)

Recomendación

Seguidamente se adjuntan algunos comentarios tras la presentación de los resultados del 4T 2023, por la dirección de Neinor (CEO y CFO).

Compra
(reiterada)

Neinor ha superado todas las guías y KPIs, tanto operativas como financieras, con un EBITDA y un beneficio neto por encima de las previsiones. Además, disminuye la deuda neta, superando las expectativas. Se revisa también la guía para los próximos años, destacando un aumento del 10% en EBITDA y del beneficio, impulsado por el negocio de coinversión (JV).

Valoración
€ 13,45/acc.
(2 años)

La entrega de 4.000 viviendas en 2024-25 nos parece realista, considerando que las preventas para 2024 alcanzan 1.200 unidades, un 60% de las entregas previstas. Para 2025, las preventas de 600 unidades representan el 30% de las planificadas. En total, las entregas proyectadas para 2024-2025 (4.000 unidades) están cubiertas en un 45% por las preventas. Históricamente, Neinor ha mantenido una cobertura del 60-65% a un año y del 30-35% a dos años, con un promedio total de aproximadamente el 50%. A esto se añade que actualmente hay 4.146 unidades en construcción, lo que respalda el cumplimiento de las entregas previstas para el período 2024 y 2025. Del total de 4.000 viviendas que Neinor tiene previsto entregar en los próximos 24 meses, aproximadamente 1,100 serían Build to Rent (BTR) (27.5%), mientras que 2,900 se destinarán al Build to Sell (BTS), constituyendo el 72.5%.



Coinversión: Durante 2023, Neinor ha asegurado una inversión de €300 millones tras cerrar acuerdos con AXA, Orion y Urbanitae. A raíz de este logro, reafirma su objetivo de superar los €500 millones de inversión en el período 2023-2027. Asimismo, según el plan estratégico, Neinor tiene previsto destinar aproximadamente €1.000 millones a la adquisición de nuevos terrenos durante los próximos cinco años. En 2024, consideran compras de terrenos de €42 a€ 43m, con el objetivo de atraer inversores.

Dividendos y Retorno al Accionista: Se confirma el objetivo distribuir dividendos por un total de €200m en 2024, seguidos de €125m en 2025, y aprox €70m posteriormente.

Conclusión: Reiteramos recomendación de Compra (estimaciones pendiente de ajuste)

Ticker	HOME SM
Fecha	21.feb.24
Cotización	€ 9,86
Max 52 semanas	€ 11,00
MIN 52 semanas	€ 7,52
Accs. Circulación	74,969
Capitalización	721,2
Retorno semanal (%)	(7,5)%
Variación de precio 1M (%)	(4,2)%
IBEX 35	1,8%
Variación de precio 3M (%)	(4,8)%
IBEX 35	2,7%
Variación de precio 6M (%)	26,0%
IBEX 35	9,0%
Variación de precio YTD (%)	(4,4)%
IBEX 35	0,5%
Variación precio 1A (%)	8,5%
IBEX 35	10,7%
Volumen diario (media 30d)	18.084
Volumen diario (media 10d)	27.899
Free Float (estimated)	43,20%
Rating Analistas	4,6
Precio Objetivo (mediana)	€ 12,65
PO Máximo	€ 13,50
PO Mínimo	€ 11,77

Fuente Bloomberg

Analista: Javier Bernat
jbernat@gpmpatrimonios.com
Dpto. Análisis Fundamental GPM
Teff: 34 913 191 684
GPM <https://gpmsv.com>
Bróker <https://gpmbroker.com>

Valuation Ratios

NEINOR HOMES (€m)	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Share price (€)	€ 8,18	€ 10,40	€ 10,40	€ 10,40	€ 10,40	€ 10,40
Shares outstanding (# m)	74,97	74,97	74,97	74,97	74,97	74,97
Mkt Cap (€ m)	613,24	779,68	779,68	779,68	779,68	779,68
Enterprise Value (€ m)	611,10	762,48	762,48	762,48	762,48	762,48
EV / Revenue	0,80x	1,17x	1,10x	1,08x	1,07x	1,04x
EV / EBITDA	4,3x	5,4x	7,6x	7,6x	7,6x	7,6x
EV / EBIT	4,4x	5,8x	8,3x	8,3x	8,1x	8,1x
P/E	6,8x	8,6x	12,0x	11,9x	11,1x	11,0x
P/BV	0,66x	0,90x	1,07x	1,16x	1,16x	1,17x
Dividend yield	15,6%	16,0%	25,7%	16,0%	9,0%	9,5%

Estimates (EUR)

NEINOR HOMES (€m)	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Revenue (m)	763,2	650,0	695,0	705,0	710,0	731,3
EBITDA (m)	143,3	140,0	100,9	100,6	100,9	100,7
EBIT (m)	139,1	130,8	91,7	92,4	93,7	93,6
Net Income (m)	96,3	90,9	65,1	65,5	70,3	70,7
EPS adj. (€)	€ 1,20	€ 1,21	€ 0,87	€ 0,87	€ 0,94	€ 0,94
DPS	€ 1,27	€ 1,67	€ 2,67	€ 1,67	€ 0,93	€ 0,99
NAV (m)	1.366	1.242	1.228	1.228	1.228	1.228
ROE (%)	10,3%	10,1%	8,2%	9,4%	10,5%	10,6%

Estimaciones GPM

Neinor consolida la eficiencia, anticipando la estabilidad en los costes de explotación. Neinor ha logrado una significativa reducción en sus costes totales de explotación. Desde 2022 hasta 2024, se han reducido en €26 millones, una disminución del 36,5%, pasando de €70 millones a €45 millones. Esta reducción se refleja tanto en los gastos operativos como en los generales. Los primeros caen €19 millones (un 46,6% menos), pasando de €40 millones a €21 millones. Por su parte, los generales disminuyen de €30 millones a €23 millones, lo que representa una reducción del 22,9%.

Estos recortes, han contribuido a mejorar el margen EBITDA ajustado, que aumenta del 16% en 2022 al 21,8% en 2024.

Estabilidad del Margen Bruto: Se anticipa que el margen bruto ajustado de Neinor de 2023 del 24,5% (reportado 29,3%) se mantendrá en el futuro próximo. Esta previsión se sostiene en la confianza del equipo directivo de que en el área de BTS, este indicador permanecería estable en torno al 24%. En el segmento de BTR, se prevé que el margen bruto se sitúe entre el 25% y el 26%.

Refinanciación de la deuda: Neinor se ha asegurado el riesgo de tipo de interés y no tendrá que refinanciar su deuda hasta 2026. En 2023, se ha logrado una reducción del coste de la deuda al 4,0% frente al 4,5% anterior, tras refinanciar su bono verde. A esta estabilidad se suma el programa de venta de activos por €250 millones.

Impuestos diferidos: En 2023, la tasa impositiva efectiva se situó en un 8-9% debido a la activación de activos fiscales diferidos. Una reciente decisión del TS sobre la aplicación de impuestos diferidos podría tener un impacto positivo en la tasa efectiva (dependiendo de las decisiones que tome el Gobierno). Si finalmente se aprueba, se espera un impacto positivo, lo que podría reducir la tasa impositiva media que Neinor ha pagado en el pasado (del 18% al 19%), acercándose más al 15% (impacto potencial de un 3-4%).

Perspectivas:

- **Entorno económico:** De cara a los próximos años, se percibe un panorama más alentador con un crecimiento del PIB, creación de empleo y tasas de interés más bajas. Se prevé que estos factores impulsarán una dinámica de mercado residencial de forma sólida.
- **Aumento del 10% de las guías financieras:** Gracias a una ejecución avanzada de la coinversión, Neinor ha aumentado las previsiones a medio plazo para el EBITDA y el beneficio neto en un 10%, apuntando a €110 millones en EBITDA y €80-90 millones en beneficio neto, con el potencial de duplicar estas cifras una vez que el negocio de coinversión esté completamente estabilizado hacia el año 2028.

La tabla de más abajo proporciona una comparación de las métricas de valoración de Neinor Homes durante los últimos seis meses en relación con sus competidores del sector inmobiliario. Se destaca un descuento significativo para Neinor en comparación con sus pares, con un promedio de descuento del 18,1% y del 24,7%, considerando la mediana. Esto apunta a que el mercado no estaría reflejando adecuadamente las buenas perspectivas de Neinor vs competidores.

Prima actual vs histórica promedio comparables (6 meses)

Métrica	Implícito @ prom hist				
	Current (%)	Hist Avg (%)	Diff(%)	Múltiple(x)	Precio(EUR)
BF PER	(43,16)	(41,29)	(1,86)	10,6x	€ 10,20
BF EV/EBITDA	(48,42)	(47,15)	(1,27)	10,0x	€ 13,43
BF EV/EBIT	(48,86)	(47,76)	(1,10)	10,3x	€ 13,38
BF EV/ing	13,39	23,60	(10,21)	1,57x	€ 14,32
LF P/VC	5,03	15,76	(10,73)	0,93x	€ 10,24
Promedio					€ 12,31
<i>Prima / (descuento)</i>					<i>(18,1)%</i>
Mediana					€ 13,38
<i>Prima / (descuento)</i>					<i>(24,7)%</i>
Cotización					€ 10,08

Elaboración GPM / Fuente Bloomberg (BF= Bloomberg 1y Forward) @ 19.02.24

La tabla siguiente, compara los multiplicadores bursátiles de Neinor Homes con su valor actual y su promedio histórico de los últimos 6 meses. Destaca un descuento en todos los multiplicadores, donde la cotización actual de €10,08 refleja un descuento promedio del 15,1% y un descuento del 23,2% en relación con el valor implícito obtenido, considerando la mediana. Esto sugiere que Neinor Homes podría estar infravalorada en el mercado en comparación con su historial reciente, lo que potencialmente representa una oportunidad de inversión.

Actual vs múltiplo histórico promedio 6 meses

Métrica	Valor Implícito @ prom histórico				
	Current(x)	Hist Avg(x)	Diff(%)	Hist Avg(x)	Precio(EUR)
BF PER	10,3x	10,3x	(0,05)	10,3x	€ 9,88
BF EV/EBITDA	9,7x	9,9x	(1,36)	9,9x	€ 13,28
BF EV/EBIT	10,0x	10,1x	(0,28)	10,1x	€ 13,13
BF EV/ing	1,4x	1,5x	(4,10)	1,5x	€ 13,68
LF P/VC	0,8x	0,9x	(1,32)	0,9x	€ 9,42
Promedio					€ 11,87
<i>Prima / (descuento)</i>					<i>(15,1)%</i>
Mediana					€ 13,13
<i>Prima / (descuento)</i>					<i>(23,2)%</i>
Cotización					€ 10,08

Elaboración GPM / Fuente Bloomberg (BF= Bloomberg 1y Forward) @ 19.02.24

Empresas Comparables

Nombre	Ticker	Capitalización (€m)	Multiplicadores				
			BF PER	BF EV/EBITDA	BF EV/EBIT	BF EV/Ingresos	LF P/VC
Neinor Homes	HOME SM	740	10,3x	9,7x	10,0x	1,4x	0,85x
Prima actual a media comps			(43,2)%	(48,4)%	(48,9)%	13,4%	0,05x
Media (Excluding HOME SM)		612	18,1x	18,8x	19,6x	1,3x	0,81x
Aedas Homes	AEDAS	788	7,6x	7,7x	7,9x	1,2x	0,92x
Instone Real Estate Group	INS	381	10,3x	8,4x	10,2x	0,9x	0,65x
Xior Student Housing	XIOR	1.000	11,8x	22,1x	22,6x	16,7x	0,64x
MJ Gleeson	GLE	361	14,9x	9,2x	10,4x	0,9x	1,08x
Heba Fastighets	HEBAB	495	26,1x	35,1x	35,1x	22,9x	0,85x
John Mattson Fastighetsforetak	JOMA	362	28,5x	27,9x	27,9x	17,6x	0,73x
Metrovacesa	MVC	1.151	34,0x	21,5x	23,3x	2,1x	0,67x
Realia Business	RLIA	845	21,9x	--	--	--	0,73x

Elaboración GPM / Fuente Bloomberg (BF= Bloomberg 1y Forward)

Resultado Anual

NEINOR (€m)	2020	2021	2022	2023E	A/A
Revenue	572,8	914,3	765,1	594,0	■ ■ ■
a/a	n/a	59,6%	(16,3)%	(22,4)%	(22,4)%
Gross Income	159,0	243,0	195,5	173,9	■ ■ ■
margin	27,8%	26,6%	25,6%	29,3%	(11,0)%
EBITDA	100,5	146,7	146,3	136,1	■ ■ ■
margin	17,5%	16,0%	19,1%	22,9%	(7,0)%
EBIT	96,5	141,8	139,1	127,4	■ ■ ■
margin	16,8%	15,5%	18,2%	21,4%	(8,4)%
Net Income	70,1	103,1	96,6	91,4	■ ■ ■
margin	12,2%	11,3%	12,6%	15,4%	(5,4)%

Elaboración GPM

Resultados Acumulados de 12 meses (LTM)

NEINOR (€m)	2020	jun-21	2021	jun-22	2022	jun-23	2023E	A/A
Revenue	572,8	795,5	914,3	980,2	765,1	554,3	594,0	■ ■ ■ ■
a/a	n/a	n/a	59,6%	23,2%	(16,3)%	(43,5)%	(22,4)%	(22,4)%
Gross Income	159,0	211,3	243,0	260,3	195,5	169,7	173,9	■ ■ ■ ■
margin	27,8%	26,6%	26,6%	26,6%	25,6%	30,6%	29,3%	(11,0)%
EBITDA	100,5	138,9	146,7	151,0	146,3	106,3	136,1	■ ■ ■ ■
margin	17,5%	17,5%	16,0%	15,4%	19,1%	19,2%	22,9%	(7,0)%
EBIT	96,5	134,0	141,8	146,9	139,1	102,3	127,4	■ ■ ■ ■
margin	16,8%	16,8%	15,5%	15,0%	18,2%	18,5%	21,4%	(8,4)%
Net Income	70,1	108,0	103,1	95,7	96,6	63,5	91,4	■ ■ ■ ■
margin	12,2%	13,6%	11,3%	9,8%	12,6%	11,5%	15,4%	(5,4)%

Elaboración GPM

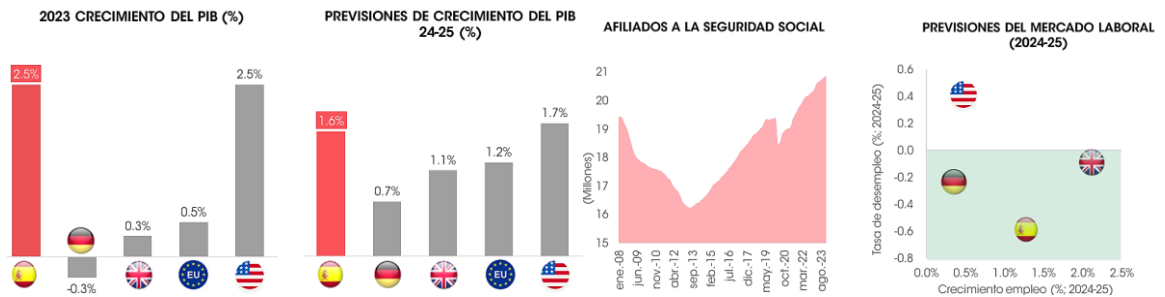
GUIAS PARA 2024-27

Alta Visibilidad Operativa, Márgenes Sólidos y Subida de Objetivos

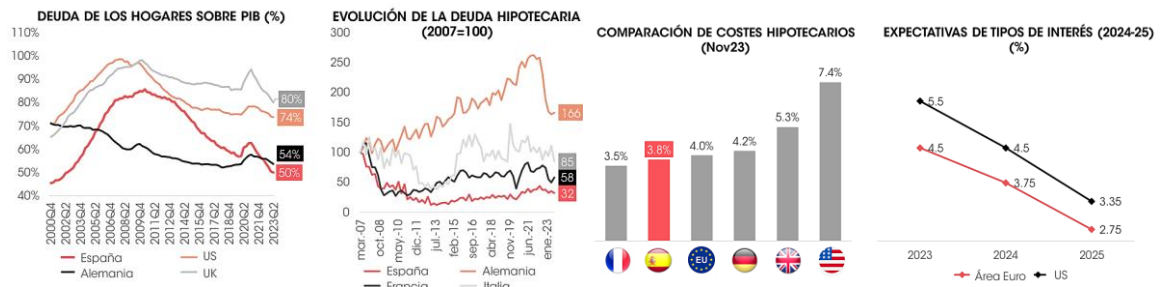
(€mn, a menos que se indique lo contrario)	2024-25	2026-27	Variación (%)	CONSIDERACIONES CLAVE
Entregas (#)	c2.000#	+2.000#	-	▶ Negocio JV: Previsión de un aumento del EBITDA a medio plazo de hasta el 10% (+€10mn) con un impacto gradualmente positivo a partir de 2026. Incremento de las previsiones de beneficios hasta c.€80mn
Ingresos	600-700	600-700	-	
EBITDA ¹	100	100-110	Hasta 10%	▶ A partir de 2028, el negocio JV debería estabilizarse en €15-20mn de EBITDA recurrente a través de unos €500mn activos bajo gestión
Beneficio Neto	65	70-77		
Adquisiciones Suelos	25-150	150	-	▶ Mejora de objetivos basada en un negocio de servicios recurrentes con un riesgo de ejecución significativamente menor
LTV (%)	20-25%	20-25%	-	
Dividendo ² DPA	200-125 2,67-1,67	70 0,93	-	

Fuente Neinor

Sector Residencial Español



Elaboracion GPM (presentación Neinor)














Elaboracion GPM (presentación Neinor)








Elaboracion GPM (presentación Neinor)

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

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

Elaboración GPM

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

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





Elaboración GPM

Estimación de Balance

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






Elaboración GPM

Estimación de Balance

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

Elaboración GPM

Proyecciones del Cash Flow

Fiscal year	2022A	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	
Fiscal year end date	12/31/22	12/31/23	12/31/24	12/31/25	12/31/26	12/31/27	2024/27
Net income	96,3	90,9	65,1	65,5	70,3	70,7	
Cash from operating activities	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)	
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

Ratios Financieros

Profitability	2022A	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Return on Common Equity (Roe)	10,3%	10,1%	8,2%	9,4%	10,5%	10,6%
Return on Assets (ROA)	5,1%	5,1%	3,6%	3,6%	3,8%	3,7%
Return on Invested Capital (ROIC)	12,7%	12,1%	8,8%	9,2%	9,3%	8,8%
Margin analysis	2022A	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Gross Margin	27,7%	30,2%	23,3%	23,6%	23,7%	23,3%
EBITDA Margin	18,8%	21,5%	14,5%	14,3%	14,2%	13,8%
EBIT Margin	18,2%	20,1%	13,2%	13,1%	13,2%	12,8%
Pretax Margin	15,7%	17,5%	11,7%	11,6%	12,4%	12,1%
Net Income Margin	12,7%	14,0%	9,4%	9,3%	9,9%	9,7%
Net Income to Common Margin	12,6%	14,0%	9,4%	9,3%	9,9%	9,7%
CFO margin	34,1%	26,2%	19,6%	20,6%	7,6%	8,5%
Short Term Liquidity	2022A	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Cash Ratio	0,50x	0,53x	0,46x	0,46x	0,46x	0,46x
Current Ratio	3,04x	2,63x	2,08x	1,89x	1,76x	1,65x
Quick Ratio	0,52x	0,58x	0,51x	0,56x	0,57x	0,58x
Asset Turnover	2022A	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Total Asset Turnover	0,41x	0,36x	0,38x	0,39x	0,39x	0,38x
Fixed Asset Turnover	8,5x	6,2x	6,0x	5,6x	5,2x	5,1x
Acc. Receivable Turnover	43,2x	34,7x	20,7x	12,6x	8,7x	7,4x
Inventory Turnover	0,51x	0,45x	0,57x	0,61x	0,61x	0,62x
Payables turnover	2,32x	2,06x	2,40x	2,39x	2,41x	2,45x
Solvency	2022A	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Short-Term Debt (€m)	130,2	193,9	315,7	363,2	452,9	540,0
Long Term Debt (€m)	68,9	88,9	88,9	88,9	88,9	88,9
Total Debt (€m)	199,1	282,8	404,6	452,1	541,8	628,9
Net debt (€m)	(46,0)	(17,2)	89,6	112,1	161,8	198,9
Total Debt/EBITDA	1,39x	2,02x	4,01x	4,50x	5,37x	6,25x
Net Debt/EBITDA	(0,32)x	(0,12)x	0,89x	1,11x	1,60x	1,98x
Total Debt/EBIT	1,43x	2,16x	4,41x	4,90x	5,78x	6,72x
Net Debt/EBIT	(0,33)x	(0,13)x	0,98x	1,21x	1,73x	2,13x
EBITDA to Int. Expense	6,4x	6,8x	6,6x	6,5x	8,7x	8,5x
EBITDA-CapEx / Int. Expense	6,4x	4,9x	4,0x	3,9x	6,1x	6,8x
EBIT to Int. Expense	6,2x	6,4x	6,0x	5,9x	8,1x	7,9x
Common Equity / Total Assets	52,2%	47,8%	40,5%	37,5%	35,6%	33,7%
Total Debt/Equity	21,4%	32,7%	55,4%	67,4%	80,8%	94,3%
Total Debt/Capital	17,6%	24,6%	35,7%	40,3%	44,7%	48,5%
Total Debt/Total Assets	11,2%	15,6%	22,4%	25,3%	28,8%	31,8%
Net Debt/Equity	(4,9)%	(2,0)%	12,3%	16,7%	24,1%	29,8%
Net Debt/Capital	8,5%	5,4%	(6,4)%	(11,8)%	(10,9)%	(10,4)%
LTV (%)	20,0%	19,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
GAV (€m)	1.907	1.706	1.718	1.718	1.718	1.718
NAV (€m)	1.366	1.242	1.228	1.228	1.228	1.228

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.

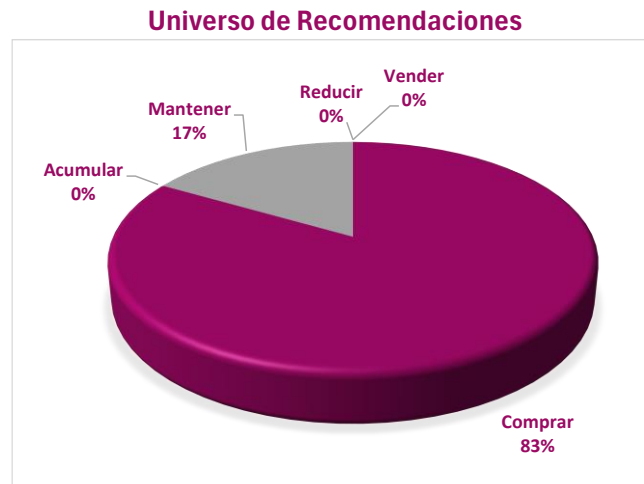
Entre estas medidas, se encuentra la prohibición para los analistas y cualquier otra persona involucrada en la elaboración del informe de operar en el valor analizado o en instrumentos relacionados, si tienen conocimiento de información no pública o no revelada a los clientes sobre las fechas de difusión 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: 21 de febrero de 2024 @ 10:30 CET

Fecha de producción: 21 de febrero de 2024 @ 10:00 CET

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

Resumen Universo de Recomendaciones de GPM:



Elaboración GPM (no incluye EIDF)

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; NEINOR.**

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 servicio.

Gestión de Patrimonios Mobiliarios S.V. S.A. - GPM - is an independent company founded in 1987, specialized in brokerage and asset management in the financial markets.

GPM is a member of the Madrid Stock Exchange, Barcelona Stock Exchange, MAB, and Latibex. It is legally authorized to operate in the stock markets by the Comisión Nacional del Mercado de Valores – CNMV (National Securities Market Commission) with registration number 105.

GPM has a team of qualified professionals who offer a wide range of investment solutions, whether you are an individual or a corporate client. With our extensive experience in global financial markets and personalized attention, we aim to understand the investment needs of each of our clients. GPM is headquartered in Madrid and has an office in Barcelona, where we are pleased to provide personalized service. Additionally, we have legally authorized representatives in major Spanish cities.

GPM offers a variety of financial services to meet all your needs and boasts the best team of specialists in each department to ensure the quality and independence of our services.

Tel.: +34 913 191 684

info@gpmbroker.com

Calle de Montesa 38 (Pasaje Martí;) Local 1;

28006 Madrid

