

## Nota de compañía

### RENTABILIDAD POR DIVIDENDO EN AUMENTO (8,9%)

El pasado 18.03.24, Aedas anunció el pago de un dividendo a cuenta de los resultados del actual ejercicio fiscal 2023-24, por un importe bruto de 2,25 euros por acción, lo que implica una rentabilidad por dividendos del 8,9% (pre tax).

#### Aedas: Remuneración Accionista

Anuncio	Cotización	Bruto	Neto	Tipo	Yield
18.mar.24	€ 20,55	€ 2,250	€ 1,823	A cuenta	8,9%
31.may.23	€ 13,44	€ 1,150	€ 0,932	Especial	6,9%
24.mar.23	€ 13,50	€ 1,000	€ 0,810	A cuenta	6,0%
26.may.22	€ 21,40	€ 1,340	€ 1,085	Especial	5,1%
24.mar.22	€ 24,70	€ 0,820	€ 0,664	Ordinario	2,7%
10.may.21	€ 21,75	€ 0,500	€ 0,405	Especial	1,9%
10.feb.21	€ 20,55	€ 0,500	€ 0,729	Ordinario	3,5%

Elaboración GPM

La Sociedad distribuirá el dividendo a cuenta con arreglo al **calendario** que se indica a continuación:

Aedas	Fecha
Fecha límite "cum rights" ("Last trading date")	jueves.21-mar-24
Fecha "ex rights" ("Ex dividend date")	viernes.22-mar-24
Fecha de registro ("Record date")	lunes.25-mar-24
Fecha de pago del dividendo ("Payment date")	martes.26-mar-24

Elaboración GPM

**Conclusión:** El rendimiento por dividendo anunciado, del 8,9% es el más alto que Aedas ha registrado desde 2021. Además, queda pendiente la declaración del dividendo complementario, para el cual también esperamos datos positivos. En cuanto a la valoración, a pesar de la mejora en la percepción del mercado sobre Aedas, reiteramos nuestra recomendación de Mantener y aprovechar el rendimiento por dividendo. Hemos ajustado el valor justificable por acción a €21,76, lo que representa un descuento del 5,6% con respecto a la cotización del €20,55.

#### Estimates (EUR)

AEDAS HOMES, S.A.	2021/22 A	2022/23 A	2023/24 P	2024/25 P	2025/26 P	2026/27 P
Revenue (m)	667,6	765,6	1.025,0	975,0	990,0	1.005,2
Net Income (m)	93,1	105,1	106,7	99,2	104,4	106,0
EBITDA (m)	146,6	152,7	160,3	154,0	161,4	164,1
EPS	1,99	2,40	2,44	2,27	2,39	2,43
y/y	(17,3)%	20,9%	1,6%	(7,0)%	5,2%	1,5%
DVD /share	1,40	1,40	2,20	2,04	2,15	2,18
y/y	nm	(0,3)%	57,5%	(7,0)%	5,2%	1,5%
UFCF / share	na	1,59	2,18	2,98	2,56	2,59
y/y	nm	nm	37,3%	36,2%	(14,1)%	1,5%
ROE (%)	10,9%	10,8%	11,3%	10,8%	11,2%	11,3%
ROA (%)	6,0%	5,4%	5,3%	4,8%	4,8%	4,7%
Leverage	1,8x	2,0x	2,1x	2,3x	2,3x	2,4x
Nº Shares (m)	46,81	43,70	43,70	43,70	43,70	43,70
Valuation	909,3	1.025,8	1.294,4	1.230,5	1.258,2	1.277,8
(EUR)	2021/22 A	2022/23 A	2023/24 P	2024/25 P	2025/26 P	2026/27 P
P/E	10,3x	8,5x	8,4x	9,1x	8,6x	8,5x
Dvd yield	6,8%	6,8%	10,7%	9,9%	10,5%	10,6%
FCF Yield	5,8%	2,9%	3,9%	5,4%	4,6%	4,7%
EV/ EBITDA	12,4x	12,5x	12,1x	12,9x	12,5x	12,5x
P/BV	0,99x	0,98x	0,97x	0,96x	0,95x	0,94x

Estimaciones GPM

20 de marzo de 2024

#### Recomendación

Mantener  
(Reiterada)

#### Valoración

€21,76/acc.  
(vs €19,00)



Ticker	AEDAS SM
Fecha	19.03.24
Cotización	€ 20,55
Max 52 semanas	€ 20,75
MIN 52 semanas	€ 11,39
Accs. Circulación	43,70
Capitalización	€ 895,85
Retorno semanal (%)	9,6%
Variación de precio 1M (%)	13,3%
IBEX 35	7,6%
Variación de precio 3M (%)	18,6%
IBEX 35	5,9%
Variación de precio 6M (%)	25,2%
IBEX 35	12,3%
Variación de precio YTD (%)	12,5%
IBEX 35	5,9%
Variación precio 1A (%)	75,1%
IBEX 35	22,7%
Volumen diario (media 30d)	28.469
Volumen diario (media 10d)	41.434
Free Float (estimated)	19,9%
Rating Analistas	4,5
Precio Objetivo (mediana)	€ 21,23
PO Máximo	€ 26,50
PO Mínimo	€ 15,90

Fuente Bloomberg

Analista: Javier Bernat

[jbernat@gpmpatrimonios.com](mailto:jbernat@gpmpatrimonios.com)

Dpto. Análisis Fundamental GPM

Teff: 34 913 191 684

GPM <https://gpmsv.com>

Bróker <https://gpmbroker.com>

### Contenido

- Revisión de Estimaciones **¡Error! Marcador no definido.**
- El EBITDA concesional (88% s/grupo) catalizador del resultado 2022; **¡Error! Marcador no definido.**
- Se reiteran los objetivos principales del Plan Estratégico 2021-2025; **¡Error! Marcador no definido.**
- Reducción de la Deuda Neta con recurso en 2023 - Plan de Desinversiones **¡Error! Marcador no definido.**
- Aumento de la Deuda pero se optimiza el Apalancamiento; **¡Error! Marcador no definido.**
- Visibilidad del negocio a largo plazo en la Cartera de Obra (+19,2% a/a); **¡Error! Marcador no definido.**
- Valoramos las acciones de XXXXX en €3,64/acción **¡Error! Marcador no definido.**

Valoración por Descuento de Flujos de Caja (€ 3,70)

**¡Error! Marcador no definido.**

Comentarios sobre las variables de valoración

**¡Error! Marcador no definido.**

Sensibilidad de la valoración por DCF

**¡Error! Marcador no definido.**

Valoración por Comparables

**¡Error! Marcador no definido.**

## Ajuste del Valor Justificable

Hemos revisado la valoración de Aedas Homes, aumentándola significativamente en un 14,5% hasta alcanzar los €21,76 por acción, en comparación con los anteriores €19,0.

### Resumen Valoraciones

Método de Valoración	Valor
x Comparables (50%)	€ 18,12
x Descuento de Flujos de Caja (50%)	€ 25,41
<b>Promedio</b>	<b>€ 21,76</b>
Última cotización	€20,55
Prima /descuento	(5,6%)

Elaboración GPM

En relación con la **valoración por descuento de flujos de caja (DFC)**, hemos determinado que el valor de las acciones de Neinor es de €25,41 por acción, lo que supone un descuento del 19,1% en comparación con el precio de mercado de €20,55.

### Resumen Valoración DFC

Valoración x Desc. Flujos de Caja Libre	Valor
Crecimiento a perpetuidad @ 1,0%	€ 28,11
Método EV/Ebitda residual 8,0x	€ 22,72
<b>Promedio</b>	<b>€ 25,41</b>
Última cotización	€20,55
Prima /(descuento)	(19,1%)

Elaboración GPM

En lo que respecta a la metodología del Descuento de Flujos de Caja (DFC) que considera la **tasa de crecimiento a perpetuidad**, en esta ocasión aplicamos una tasa de crecimiento a perpetuidad del 1,0%, en contraste con la tasa de la valoración precedente del 1,5%.

Esta elección se basa en la proyección de crecimiento de los hogares españoles hasta el año 2037, según las previsiones del Instituto Nacional de Estadística (INE), como se puede comprobar en la siguiente tabla.

### Proyección de Hogares. 2022-2037 (INE)

HOGARES	2022	2037	Tasa	Tacc	Peso 2022	Peso 2037
<b>Total de hogares</b>	18.916.118	21.651.673	14,5%	0,90%	100%	100%
<b>Hogares de 1 persona</b>	5.066.940	6.450.937	27,3%	1,62%	27%	30%
<b>Hogares de 2 personas</b>	5.727.888	6.988.002	22,0%	1,33%	30%	32%
<b>Hogares de 3 personas</b>	3.834.147	4.000.669	4,3%	0,28%	20%	18%
<b>Hogares de 4 personas</b>	3.176.268	3.045.956	(4,1)%	(0,28)%	17%	14%
<b>Hogares de 5 o más personas</b>	1.110.875	1.166.109	5,0%	0,32%	6%	5%
<b>Tamaño medio</b>	2,48	2,36	(4,8)%			

Elaboración GPM

Respecto al **modelo del EV/Ebitda residual**, se ha aplicado un ratio de 8,0x, lo cual representa una disminución con respecto a 9,5x que se utilizó en la valoración anterior.

Esta moderación se justifica debido a la comparación con los competidores y la evolución de la cotización de Aedas en base a que, por el momento, los inversores no parece que estén dispuestos a pagar multiplicadores tan elevados (ver valoración por comparables).

### Estimación del EV

Modelo Tasa Residual		Modelo EV/Ebitda Residual	
Normalized FCF in last forecast period (t)	113,9	Terminal year EBITDA	166,7
Normalized FCF <sup>t+1</sup>	115,0	Terminal value EBITDA multiple	<b>8,0x</b>
Long term growth rate (g)	<b>1,00%</b>	Terminal value	1.334
Terminal value	1.655	Present value of terminal value	980
Present value of terminal value	1.215	Present value of stage 1 cash flows	441
Present value of stage 1 cash flows	441	<b>Enterprise value</b>	<b>1.420</b>
<b>Enterprise value</b>	<b>1.656</b>	Implied TV perpetual growth rate	(0,84%)
Implied TV exit EBITDA multiple	9,9x		

Elaboración GPM

Por otro lado, en la valoración del EV/Ebitda residual, la tasa implícita de crecimiento a perpetuidad es negativa y se sitúa en el (-0,84%), lo que inicialmente sugiere la disponibilidad de cierto margen para poder aumentar el multiplicador residual EV/Ebitda.

Concretamente, para que la tasa residual implícita del valor terminal calculado por el modelo del EV/Ebitda resulte en el 1,0%, el multiplicador EV/Ebitda debería ser 10,3x.

Ambos modelos muestran una distribución similar entre el valor residual y los flujos de caja. En el modelo de la tasa a perpetuidad, el valor residual representa el 73,0% del valor total de la empresa, mientras que en el Modelo EV/Ebitda residual, el peso es del 69,0%. En términos de la proporción de los flujos de caja con respecto al valor total de la empresa, el modelo de la tasa residual asigna el 26,6%, mientras que el modelo EV/Ebitda Residual asigna el 31,0%. Esto indica que ambos modelos dan una importancia similar a los flujos de caja y al valor residual.

#### Ponderación EV vs Flujos de Caja

Modelo Tasa a Perpetuidad		Modelo EV/Ebitda Residual	
Valor Residual % Valor Empresa	73,4%	Valor Residual % Valor Empresa	69,0%
Flujos de Caja % Valor Empresa	26,6%	Flujos de Caja % Valor Empresa	31,0%
Multiplicador Residual EV/Ebitda implícit	9,9x	Tasa de Crecimiento Residual implícita	(0,84%)

Elaboración GPM

En conclusión, mientras que los modelos Tasa Residual y EV/Ebitda Residual proporcionan sus propias estimaciones del valor por acción, el valor promedio de €25,41 integra ambas perspectivas de valoración.

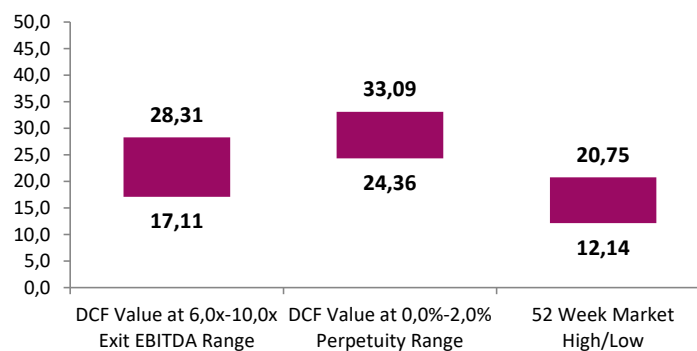
#### Valor por Acción Estimado

Valor Razonable / acción	Tasa Perpetuidad	EBITDA	Promedio
Valor de Empresa (EV)	1.655	1.420	
Deuda neta	(398)	(398)	
Capital restringido	(30)	(30)	
<b>Valor de Mercado</b>	<b>1.228</b>	<b>992</b>	
Nº de acciones	43,70	43,70	
<b>Valor de Mercado / acción</b>	<b>€ 28,10</b>	<b>€ 22,71</b>	<b>€ 25,41</b>
Prima/ Descuento vs Valor Razonable	(26,9%)	(9,5%)	(19,1%)

Elaboración GPM

#### Resumen Valoración

##### DCF Valuation Summary



## Análisis de Sensibilidad

Equity value per share						Equity value					
Tasa de crecimiento a perpetuidad (g):						Tasa de crecimiento a perpetuidad (g):					
€ 28,10	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	€ 1.228	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
11,0%	€ 15,3	€ 16,1	€ 17,0	€ 18,0	€ 19,1	11,0%	€ 668	€ 704	€ 743	€ 787	€ 835
10,0%	€ 17,7	€ 18,7	€ 19,8	€ 21,1	€ 22,5	10,0%	771	816	866	922	985
9,0%	€ 20,5	€ 21,9	€ 23,3	€ 25,0	€ 26,9	9,0%	898	955	1.020	1.093	1.176
8,0%	€ 24,4	€ 26,1	€ 28,10	€ 30,4	€ 33,1	8,0%	1.065	1.141	1.228	1.329	1.446
7,0%	€ 28,8	€ 31,2	€ 33,9	€ 37,1	€ 41,0	7,0%	1.260	1.362	1.480	1.621	1.790

Equity value per share						Equity value					
Multiplicador EV/EBITDA						Multiplicador EV/EBITDA					
€ 22,71	6,0x	7,0x	8,0x	9,0x	10,0x	€ 992	6,0x	7,0x	8,0x	9,0x	10,0x
11,0%	€ 14,8	€ 17,3	€ 19,8	€ 22,3	€ 24,8	11,0%	€ 645	€ 754	€ 864	€ 973	€ 1.082
10,0%	€ 15,5	€ 18,1	€ 20,7	€ 23,3	€ 25,9	10,0%	677	791	904	1.018	1.131
9,0%	€ 16,3	€ 19,0	€ 21,7	€ 24,3	€ 27,0	9,0%	711	828	946	1.064	1.182
8,0%	€ 17,1	€ 19,9	€ 22,71	€ 25,5	€ 28,3	8,0%	748	870	992	1.115	1.237
7,0%	€ 17,9	€ 20,8	€ 23,7	€ 26,6	€ 29,5	7,0%	783	910	1.036	1.163	1.290

Elaboración GPM

## Valoración por Comparables: Mejor Percepción de los Inversores

Por comparables, estimamos un valor razonable para las acciones de Aedas en torno a €18,12 por título, lo que implica que los títulos de esta compañía están cotizando con una prima del 13,4%.

### Resumen Valoración x Comparables

VALOR	€ 18,12
Cotización	€ 20,55
Prima/(desc.)	13,4%

Elaboración GPM

## Aedas vs Comparables

En la tabla de más abajo, se proporciona una lista de los multiplicadores a los que implícitamente debería cotizar Aedas en comparación con sus homólogos, en el caso que recuperase la prima o descuento promedio al que Aedas ha cotizado vs comparables, en periodos de un año, últimos seis meses y los últimos tres meses.

En la tabla, se puede apreciar que los multiplicadores de los últimos 12 meses son más bajos que el promedio de los últimos 6 meses. Es decir, a vista de los seis últimos meses, el mercado ha estado más dispuesto a pagar multiplicadores más elevados que en los 12 meses anteriores. Lo mismo se puede observar en la cotización de Aedas vs comparables en los últimos 3 meses.

### Multiplicadores implícitos para Aedas vs Comparables

Ratio implícito	1 año	6 meses	3 meses
FY1 EV/EBITDA	6,6x	6,8x	7,3x
FY2 EV/EBITDA	6,7x	6,9x	7,5x
FY1 EV/EBIT	6,6x	6,7x	7,5x
FY2 EV/EBIT	5,7x	6,1x	7,5x
BF PER	7,0x	7,2x	7,6x

Elaboración GPM

Aplicando los multiplicadores implícitos de la tabla anterior, se obtienen las siguientes valoraciones para las acciones de Aedas, lo que confirma la conclusión alcanzada en el comentario anterior.

Por un lado, la valoración implícita de las acciones de Aedas frente a sus comparables a 12 meses es de €14,28. Sin embargo, en los últimos tres meses, los inversores estarían dispuestos a pagar multiplicadores más altos, lo que resultaría en una valoración de las acciones de Aedas de €17,57 por título. Esta última comparativa, implica que Aedas estaría cotizando con una prima del 17,0%.

### Valor Implícito de Aedas vs Comparables

Valor implícito	1 año	6 meses	3 meses
FY1 EV/EBITDA	€ 15,12	€ 15,88	€ 17,85
FY2 EV/EBITDA	€ 14,72	€ 15,44	€ 17,64
FY1 EV/EBIT	€ 14,62	€ 14,85	€ 17,88
FY2 EV/EBIT	€ 10,72	€ 11,90	€ 16,90
BF PER	€ 16,22	€ 16,62	€ 17,57
<b>Promedio</b>	<b>€ 14,28</b>	<b>€ 14,94</b>	<b>€ 17,57</b>
Cotización	€ 20,55	€ 20,55	€ 20,55
Prima / (descuento)	43,9%	37,6%	17,0%

Elaboración GPM

### Aedas vs Aedas

Si la comparación se refiere a la percepción de los inversores sobre la evolución histórica de los multiplicadores bursátiles de Aedas, se observa la misma tendencia que en el modelo de las empresas comparables, por consiguiente, los inversores han mostrado una mayor disposición a invertir en Aedas conforme se aproximaba el anuncio del pago del dividendo a cuenta, el cual fue informado esta semana.

### Aedas vs Aedas

Ratio implícito	1 año	6 meses	3 meses
FY1 EV/EBITDA	6,9x	7,2x	7,6x
FY2 EV/EBITDA	7,3x	7,6x	7,8x
FY1 EV/EBIT	7,1x	7,4x	7,8x
FY2 EV/EBIT	7,5x	7,8x	8,1x
BF PER	6,9x	7,3x	7,8x

Elaboración GPM

En los últimos 3 meses, las acciones de Aedas se han valorado a precios de mercado en €18,66 por acción (prima del 10,1%), mientras que con los multiplicadores promedio a los que ha cotizado Aedas en los últimos 12 meses, la valoración de Aedas sería de €16,55 (prima del 24,2%).

### Aedas vs Aedas

Valor implícito	1 año	6 meses	3 meses
FY1 EV/EBITDA	€ 16,46	€ 17,52	€ 18,83
FY2 EV/EBITDA	€ 17,00	€ 17,85	€ 18,77
FY1 EV/EBIT	€ 16,43	€ 17,52	€ 18,93
FY2 EV/EBIT	€ 16,98	€ 17,90	€ 18,84
BF PER	€ 15,88	€ 16,40	€ 17,95
<b>Promedio</b>	<b>€ 16,55</b>	<b>€ 17,44</b>	<b>€ 18,66</b>
Cotización	€ 20,55	€ 20,55	€ 20,55
Prima / (descuento)	24,2%	17,8%	10,1%

Elaboración GPM

### Empresas Comparables

Se han seleccionado empresas del sector inmobiliario, específicamente clasificadas bajo la categoría de "Property / Residential Construction" por Bloomberg, como punto de referencia. Al utilizar esta clasificación, se busca una comparación más detallada y significativa entre Aedas y otras compañías del sector, lo que facilita una valoración más consistente.

Comparables	Ticker	Sector	PE FY1
Aedas Homes	AEDAS	Property / Residential construction	9.0x
Allreal Holding	ALLN	Property / Residential construction	21.0x
Azorm-ID	AZRM	Property / Residential construction	n/a
Grainger PLC	GRI	Property / Residential construction	29.4x
Grand City Properties	GYC	Property / Residential construction	9.1x
Metrovacesa	MVC	Property / Residential construction	33.7x
Mobimo Holding	MOBN	Property / Residential construction	20.3x
Neinor Homes	HOME	Property / Residential construction	10.8x
Realia Business	RLIA	Property / Residential construction	22.4x
TAG Immobilien	TEG	Property / Residential construction	11.7x

Elaboración GPM

## Estimación del WACC

**Coste Deuda (post tax):** Se utiliza un costo de deuda después de impuestos del 3,00%, que tiene en cuenta la tasa impositiva del 25,0%.

**Tasa Libre de Riesgo (bono 10 años):** La tasa libre de riesgo se establece en el 3,35%, reflejando el rendimiento esperado de un bono del gobierno a 10 años.

**Beta (logarítmica):** Con un valor de beta de 0,755, se indica que Aedas exhibe una volatilidad relativa menor que el mercado en general (SXXP). Esta referencia se prefiere debido a su mayor nivel de correlación  $R^2$ .

**Prima Riesgo de Mercado (ERP):** La Prima de Riesgo de Mercado (ERP) se ha establecido en el 9,00%, lo que representa un diferencial de 100 pb por encima del 8,0% exigido a las empresas del Ibex35.

**Coste RRPP:** El coste del capital propio se establece en el 10,15%.

**Ponderación del Capital:** La estructura de capital de Aedas se compone en un 69,3% por valor de mercado y un 30,7% por deuda neta.

**Coste del Capital (WACC):** El WACC de Aedas se estima en un 7,95%.

Coste Ponderado del Capital (WACC)		
Coste Deuda		4,00%
Tasa impositiva		25,0%
Coste Deuda (post tax)		3,00%
Tasa Libre de Riesgo (bono 10 años)		3,35%
Beta (logarítmica)		0,755
Prima Riesgo de Mercado (ERP)		9,00%
Coste RRPP		<b>10,15%</b>
<b>Ponderación del Capital</b>		
	Amount	% of total
Valor de Mercado	898,0	69,3%
Deuda Neta	397,5	30,7%
<b>Coste del Capital (WACC)</b>		<b>7,95%</b>

Elaboración GPM

### Cuenta de Pérdidas y Ganancias

Fiscal year	2023A	2024P	2025P	2026P	2027P
Fiscal year end date	31.3.23	31.3.24	31.3.25	31.3.26	31.3.27
Revenue	765,6	1.025,0	975,0	990,0	1.005,2
Cost of sales (enter as -)	(543,4)	(773,9)	(736,1)	(742,5)	(753,9)
<b>Gross Profit</b>	<b>222,2</b>	<b>251,1</b>	<b>238,9</b>	<b>247,5</b>	<b>251,3</b>
Sales and marketing costs (enter as -)	(29,6)	(40,0)	(38,0)	(38,6)	(39,2)
Selling, general & administrative (enter as -)	(43,1)	(56,4)	(53,6)	(54,5)	(55,3)
<b>Operating profit (EBIT)</b>	<b>149,5</b>	<b>154,8</b>	<b>147,2</b>	<b>154,4</b>	<b>156,8</b>
Interest income	24,1	-	-	-	-
Interest expense (enter as -)	(46,0)	(10,5)	(13,1)	(13,3)	(13,5)
Other expense (enter as -)	9,7	-	-	-	-
<b>Pretax profit</b>	<b>137,4</b>	<b>144,3</b>	<b>134,2</b>	<b>141,2</b>	<b>143,4</b>
Taxes (enter expense as -)	(32,1)	(36,1)	(33,5)	(35,3)	(35,8)
Discontinued activities	-	-	-	-	-
Minorities	(0,2)	(1,5)	(1,4)	(1,5)	(1,5)
<b>Net income</b>	<b>105,07</b>	<b>106,73</b>	<b>99,2</b>	<b>104,4</b>	<b>106,0</b>
Adjustments	-	-	-	-	-
<b>Net income (adjusted)</b>	<b>105,072</b>	<b>106,7</b>	<b>99,2</b>	<b>104,4</b>	<b>106,0</b>
Basic shares outstanding (EOP)	43,700	43,700	43,700	43,700	43,700
Impact of dilutive securities	-	-	-	-	-
Diluted shares outstanding	43,700	43,700	43,700	43,700	43,700
Basic EPS	€ 2,404	€ 2,442	€ 2,270	€ 2,389	€ 2,426
<b>Diluted EPS</b>	<b>€ 2,404</b>	<b>€ 2,442</b>	<b>€ 2,270</b>	<b>€ 2,389</b>	<b>€ 2,426</b>
<b>Growth rates &amp; margins</b>	<b>2023A</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>
Revenue growth	14,7%	33,9%	(4,9)%	1,5%	1,5%
Gross profit as % of sales	29,0%	24,5%	24,5%	25,0%	25,0%
R&D margin	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%
SG&A margin	5,6%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Tax rate	23,4%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
<b>EBITDA reconciliation</b>					
Depreciation & amortization	3,20	5,50	6,80	7,00	7,30
Stock based compensation	-	-	-	-	-
<b>EBITDA</b>	<b>152,7</b>	<b>160,3</b>	<b>154,0</b>	<b>161</b>	<b>164</b>
	19,94%	15,6%	15,8%	16,3%	16,3%

Elaboración GPM



## Estimación de Balance

<i>Fiscal year</i>	2023A	2024A	2025A	2026A	2027A
<i>Fiscal year end date</i>	31.3.23	31.3.24	31.3.25	31.3.26	31.3.27
Cash & equivalents ST & LT market. securities	259,0	250,0	280,0	320,0	340,0
Accounts receivable	52,2	71,8	72,1	75,9	79,9
Inventory	1.611,0	1.661,0	1.711,0	1.761,0	1.811,0
Deferred tax assets	-	0,5	1,0	1,5	2,0
Other current assets (inc. non-trade receivable)	46,8	46,8	46,8	46,8	46,8
Property, plant & equipment	8,3	8,8	9,3	9,8	10,3
Acquired intangible assets (inc. Goodwill)	42,7	43,7	43,7	43,7	43,7
Other assets	(51,0)	(50,0)	(49,0)	(48,0)	(47,0)
<b>Total assets</b>	<b>1.969,0</b>	<b>2.032,5</b>	<b>2.114,9</b>	<b>2.210,7</b>	<b>2.286,6</b>
Accounts payable	22,0	30,0	57,4	87,4	117,4
Developer loans	472,0	490,0	500,0	540,0	560,0
Revolver	183,0	271,8	303,5	312,4	324,7
Long term debt	322,0	325,2	328,5	335,0	338,0
Other non-current liabilities	-	-	-	-	-
<b>Total liabilities</b>	<b>999,0</b>	<b>1.117,0</b>	<b>1.189,4</b>	<b>1.274,8</b>	<b>1.340,1</b>
Common stock / APC	548,0	548,0	548,0	548,0	548,0
Treasury stock	65,1	-	-	-	-
Retained earnings / accumulated deficit	356,9	367,4	377,5	387,9	398,4
Other comprehensive income / (loss)	-	-	-	-	-
<b>Total equity</b>	<b>970</b>	<b>915</b>	<b>925</b>	<b>936</b>	<b>946</b>
<i>Balance check</i>	-	-	-	-	-
<b>Ratios</b>	<b>2023A</b>	<b>2024A</b>	<b>2025A</b>	<b>2026A</b>	<b>2027A</b>
<b>Net debt</b>	853	1.006	1.041	1.083	1.112
<b>Asset turnover (Revenue / Total assets)</b>	0,39x	0,50x	0,46x	0,45x	0,44x
<b>Net profit margin</b>	13,7%	10,4%	10,2%	10,5%	10,5%
<b>Return on assets (ROA)</b>	5,4%	5,3%	4,8%	4,8%	4,7%
<b>Return on book equity (ROE)</b>	10,8%	11,3%	10,8%	11,2%	11,3%
<b>Return on Capital (ROIC)</b>	6,1%	6,1%	5,5%	5,6%	5,5%
<b>Leverage</b>	2,0x	2,1x	2,3x	2,3x	2,4x

Elaboración GPM

### Proyecciones del Cash Flow

Fiscal year	2023A	2024P	2025P	2026P	2027P
Fiscal year end date	31.3.23	31.3.24	31.3.25	31.3.26	31.3.27
Net income		106,7	99,2	104,4	106,0
Depreciation and amortization		5,5	6,8	7,0	7,3
Stock based compensation		-	-	-	-
Accounts receivable		(19,6)	(0,4)	(3,8)	(3,9)
Inventory		(50,0)	(50,0)	(50,0)	(50,0)
Accounts payable		8,0	27,4	30,0	30,0
Accrued expenses & def revenues (Anticipos clientes)		18,0	10,0	40,0	20,0
Other current assets (inc. non-trade receivables)		-	-	-	-
Deferred tax assets (DTAs)		(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,5)
Other assets		(1,0)	(1,0)	(1,0)	(1,0)
Other non current liabilities		-	-	-	-
Non-cash (PIK) interest		-	-	-	-
<b>Cash from operating activities</b>	<b>(54,3)</b>	<b>67,2</b>	<b>91,5</b>	<b>126,1</b>	<b>107,9</b>
Capital expenditures		(4,0)	(4,3)	(4,5)	(4,8)
Purchases of intangible assets		(3,0)	(3,0)	(3,0)	(3,0)
<b>Cash from investing activities</b>	<b>(4,3)</b>	<b>(7,0)</b>	<b>(7,3)</b>	<b>(7,5)</b>	<b>(7,8)</b>
Long term debt		3,2	3,3	6,5	3,0
Common dividends	(61,0)	(96,1)	(89,3)	(94,0)	(95,4)
New share issuances		-	-	-	-
Share repurchases	(24,3)	(65,1)	-	-	-
Other comprehensive income / (loss)		-	-	-	-
Revolver		88,8	31,8	8,9	12,3
<b>Cash from financing activities</b>	<b>108,9</b>	<b>(69,2)</b>	<b>(54,2)</b>	<b>(78,6)</b>	<b>(80,1)</b>
<b>Net change in cash</b>					
<b>Net change in cash during period</b>	<b>50,3</b>	<b>(9,0)</b>	<b>30,0</b>	<b>40,0</b>	<b>20,0</b>

Elaboración GPM

### Estimación del Free Cash Flow

Fiscal year	2022A	2023A	2024P	2025P	2026P	2027P
Fiscal year end date	3/31/22	3/31/23	3/31/24	3/31/25	3/31/26	3/31/27
<b>EBITDA</b>	147	153	160	154	161	164
<b>EBIT</b>	144	149	155	147	154	157
<b>tax rate</b>	24,9%	23,4%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
<b>EBIAT (NOPAT)</b>	<b>108,5</b>	<b>114,6</b>	<b>116,1</b>	<b>110,4</b>	<b>115,8</b>	<b>117,6</b>
<b>Depreciation and amortization</b>	-	-	5,5	6,8	7,0	7,3
<b>Stock based compensation</b>	-	-	-	-	-	-
<b>Accounts receivable</b>	-	-	(19,6)	(0,4)	(3,8)	(3,9)
<b>Inventory</b>	-	-	(50,0)	(50,0)	(50,0)	(50,0)
<b>Accounts payable</b>	-	-	8,0	27,4	30,0	30,0
<b>Accrued expenses &amp; def revenues</b>	-	-	18,0	10,0	40,0	20,0
<b>Other current assets (inc. non-trade rec)</b>	-	-	-	-	-	-
<b>Deferred tax assets (DTAs)</b>	-	-	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,5)
<b>Other assets</b>	-	-	(1,0)	(1,0)	(1,0)	(1,0)
<b>Other non current liabilities</b>	-	-	-	-	-	-
<b>Unlevered CFO</b>	<b>108,5</b>	<b>114,6</b>	<b>76,5</b>	<b>102,7</b>	<b>137,5</b>	<b>119,5</b>
<b>Less: Capital expenditures</b>	-	-	(4,0)	(4,3)	(4,5)	(4,8)
<b>Less: Purchases of intangible assets</b>	-	-	(3,0)	(3,0)	(3,0)	(3,0)
<b>Unlevered FCF</b>	<b>108,5</b>	<b>114,6</b>	<b>69,5</b>	<b>95,4</b>	<b>130,0</b>	<b>111,7</b>
<b>% growth</b>				37,3%	36,2%	(14,1%)
<b>Discount factor</b>	197%	97%	4%	104%	204%	304%
<b>Assume cash flows are generated at:</b>						
<b>Midperiod adjustment factor</b>	1,97	(1,00)	(0,93)	1,00	1,00	1,00
<b>Present value of Unlevered FCF</b>	<b>93,3</b>	<b>106,4</b>	<b>69,3</b>	<b>88,2</b>	<b>111,3</b>	<b>88,5</b>

Elaboración GPM

### Ratios Financieros

Profitability	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
Return on assets (ROA)	5,4%	5,3%	4,8%	4,8%	4,7%
Return on book equity (ROE)	10,8%	11,3%	10,8%	11,2%	11,3%
Return on Capital (ROIC)	6,1%	6,1%	5,5%	5,6%	5,5%
Cash Flow	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
Operating Cash Flow (€m)	(54,3)	67,2	91,5	126,1	107,9
Investing Cash Flow (€m)	(4,3)	(7,0)	(7,3)	(7,5)	(7,8)
Financing Cash Flow (€m)	108,9	(69,2)	(54,2)	(78,6)	(80,1)
Net change in cash (€m)	50,3	(9,0)	30,0	40,0	20,0
FCF (unlevered) (€m)	114,6	69,5	95,4	130,0	111,7
Ope.CF /EBITDA	n/a	41,9%	59,4%	78,1%	65,7%
FCF (unlevered) /EBITDA	75,0%	43,4%	62,0%	80,5%	68,1%
FCF (unlevered) / Revenue	15,0%	6,8%	9,8%	13,1%	11,1%
FCF Yield (unlevered)	10,2%	7,7%	10,6%	14,5%	12,4%
OP Cash Flow / Avg. Liabilities	(5,7%)	6,3%	7,9%	10,2%	8,3%
Margin Anlysis	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
Gross margin	29,0%	24,5%	24,5%	25,0%	25,0%
R&D margin	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%
SG&A margin	5,6%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
EBITDA Margin	19,9%	15,6%	15,8%	16,3%	16,3%
EBITDA Margin (adjust*)	19,9%	15,6%	15,8%	16,3%	16,3%
EBIT Margin	19,5%	15,1%	15,1%	15,6%	15,6%
Pretax Margin	17,9%	14,1%	13,8%	14,3%	14,3%
Net Profit Margin	13,7%	10,4%	10,2%	10,5%	10,5%
Asset Turnover	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
Total Asset Turnover	0,40x	0,51x	0,47x	0,46x	0,45x
Fixed Asset Turnover	130x	120x	108x	104x	100x
Acc. Receivable Turnover	12,4x	16,5x	13,6x	13,4x	12,9x
Inventory Turnover	0,35x	0,47x	0,44x	0,43x	0,42x
Liquidity	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
Cash ratio	0,38x	0,32x	0,33x	0,34x	0,34x
Quick ratio	0,46x	0,41x	0,41x	0,42x	0,42x
Current ratio	2,84x	2,50x	2,40x	2,30x	2,23x
Operatin Cash Flow /(LT Debt+Fix.Asse	-0,14x	0,16x	0,21x	0,29x	0,24x
Solvency	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
Equity / Assets	49,3%	45,0%	43,8%	42,3%	41,4%
Liabilities / Assets	50,7%	55,0%	56,2%	57,7%	58,6%
Net Debt / Equity	88,0%	109,9%	112,5%	115,8%	117,5%
Net Debt / Capital	49,2%	57,1%	56,7%	56,9%	57,1%
LT Debt / Total Equity (avg)	81,6%	86,5%	90,0%	94,0%	95,4%
LT Debt / Liabilities (avg)	82,7%	77,1%	71,8%	71,0%	68,7%
LT Debt / Capital Invested (avg)	46,3%	46,6%	46,0%	46,8%	46,6%
Total Debt / Liabilities (avg)	101,7%	102,7%	98,2%	96,4%	93,5%
Total Debt / Equity (avg)	100,4%	115,3%	123,0%	127,6%	129,9%
Total Debt / Capital (avg)	56,9%	62,2%	62,9%	63,5%	63,5%
Total Debt / EBITDA (x)	6,40x	6,78x	7,35x	7,36x	7,45x
Total Debt / EBIT	6,54x	7,02x	7,69x	7,69x	7,80x
Net Debt / EBITDA	5,59x	6,28x	6,76x	6,71x	6,78x
Net Debt / EBIT	5,71x	6,50x	7,07x	7,02x	7,09x
EBITDA (avg) / Interest expense	3,3x	14,9x	12,0x	11,9x	12,1x
EBIT (avg) / Interest expense	3,2x	14,5x	11,5x	11,4x	11,6x
Coste nominal medio deuda	2,8%	3,2%	2,7%	2,7%	2,7%
LTC (DFN / Existencias) *	54,5%	61,5%	61,7%	62,4%	62,3%
LTV (DFN / GAV)	44,8%	52,7%	54,6%	56,8%	58,3%
GAV (€m) *	1.907	1.907	1.907	1.907	1.907

DFN: deuda Financiera Neta

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](http://www.gpmbroker.com)) y en nuestras oficinas.

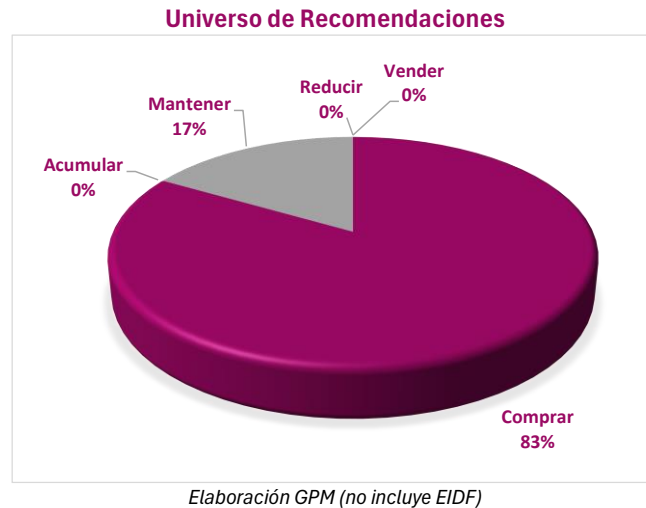
Entre estas medidas, se encuentra la prohibición para los analistas y cualquier otra persona involucrada en la elaboración del informe de operar en el valor analizado o en instrumentos relacionados, si tienen conocimiento de información no pública o no revelada a los clientes sobre las fechas de difusión 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: 20 de marzo de 2024 @ 12:30

Fecha de producción: 19 de marzo de 2024 @ 18:15

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; 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](http://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](mailto:info@gpmbroker.com)

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

28006 Madrid

