

Nota de compañía

PLAN DE NEGOCIO 2024-2026 ACTUALIZADO

En el nuevo plan de negocio presentado por CLERHP en julio de 2024 se observan ajustes significativos respecto al plan anterior de noviembre de 2023, especialmente en el EBITDA de los años 2024 y 2025. Para 2024, el EBITDA disminuye un 27,7% frente al plan anterior, situándose en €9,8m, mientras que en 2025 se reduce un 9,8% hasta €19,3m. Sin embargo, para 2026 (€89,9m), el EBITDA permanece prácticamente estable (+0,7%), indicando que las proyecciones a largo plazo de la empresa mantienen su solidez. Además, el nuevo plan incluye por primera vez una proyección del beneficio neto, que se espera crezca significativamente, alcanzando los €82,4m en 2026 (29,3% sobre la cifra de negocios), lo que subraya la confianza de CLERHP en la rentabilidad futura de sus operaciones y la eficacia de su estrategia a medio y largo plazo.

La obtención de los beneficios fiscales de CONFOTUR generará un impacto muy positivo para CLERHP en el desarrollo del proyecto Larimar City & Resort, al proporcionar exenciones fiscales clave, como la exoneración de impuestos sobre la renta y aranceles a la importación de materiales. Estas ventajas reducen significativamente los costes de inversión y de explotación, mejorando la rentabilidad del proyecto y la competitividad de CLERHP en el mercado turístico e inmobiliario de la República Dominicana. Además, permiten reinvertir en otras áreas estratégicas, fortaleciendo su capacidad de crecimiento a largo plazo y aumentando su atractivo para inversores, lo que garantiza un retorno más favorable para la empresa.

Opción de Comprar CLERHP a €5,0: Con fecha 5.09.24, CLERHP ha firmado un acuerdo otorgando a Rheto Arquitectos (RHETO) una opción exclusiva para comprar 1.176.035 acciones, equivalentes al 8,1% del total, a un precio de €5,00 por acción durante seis meses, ampliable tres más.

Conclusión: El nuevo plan de negocio de CLERHP ajusta a la baja el EBITDA para 2024 y 2025, reflejando revisiones en ingresos y costes, pero mantiene un EBITDA estable en 2026 (€89,9m). La proyección de un beneficio neto significativo respalda la confianza en la rentabilidad futura y la solidez estratégica de la empresa. Con un PER de 10x, el valor de mercado estimado para CLERHP asciende a unos €51m para 2024p, a €120m para 2025p y a €823m para 2026p, lo que representa una capitalización anual promedio de €331m, que multiplica por 5x su capitalización actual de €64,5m. Ajustamos el PO de CLERHP a €11,16 y reiteramos la recomendación de COMPRA.

Valuation Ratios

| CLERHP (€m) | 2023A | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P |
|--------------------------|--------|--------|---------|--------|---------|---------|
| Share price (€) | € 4,20 | € 3,99 | € 3,99 | € 3,99 | € 3,99 | € 3,99 |
| Shares outstanding (# m) | 11,777 | 14,562 | 14,562 | 14,562 | 14,562 | 14,562 |
| Mkt Cap (€ m) | 49,46 | 58,10 | 58,10 | 58,10 | 58,10 | 58,10 |
| Enterprise Value (€ m) | 60,14 | 62,22 | 86,07 | 51,39 | (41,53) | (90,46) |
| EV / Revenue | 3,25x | 2,47x | 1,59x | 0,18x | nm | nm |
| EV / EBITDA | 10,2x | 6,4x | 4,5x | 0,6x | nm | nm |
| EV / EBIT | 11,8x | 7,2x | 4,8x | 0,6x | nm | nm |
| FCF Yield | (5,8)% | 6,6% | (37,4)% | 64,9% | 167,7% | 87,1% |
| P/E | 68,1x | 9,9x | 4,5x | 0,7x | 5,6x | 1,6x |
| PBV | 8,28x | 4,76x | 2,26x | 0,54x | 0,51x | 0,39x |
| Dividend yield | nm | nm | nm | nm | nm | nm |

Estimates (€m)

| CLERHP (€m) | 2023E | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P |
|----------------|---------|--------|--------|--------|---------|--------|
| Revenue (m) | 18,52 | 25,17 | 54,21 | 281,11 | 30,00 | 118,00 |
| EBITDA (m) | 5,91 | 9,77 | 19,34 | 89,96 | 12,57 | 43,62 |
| y/y | 33,5% | 65,4% | 97,9% | 365,1% | (86,0%) | 246,9% |
| EBIT (m) | 5,11 | 8,67 | 17,91 | 87,95 | 10,50 | 41,30 |
| Net Income (m) | 0,72 | 5,21 | 12,45 | 82,73 | 9,96 | 35,52 |
| EPS adj. (€) | 0,062 | 0,403 | 0,885 | 5,882 | 0,708 | 2,525 |
| y/y | (50,4%) | 553,9% | 119,5% | 564,4% | (88,0%) | 256,5% |
| DPS | nm | nm | nm | nm | nm | nm |
| ROE (%) | 12,0% | 57,4% | 65,7% | 123,3% | 9,0% | 27,1% |

Estimaciones GPM

5 de septiembre de 2024

Recomendación

COMPRA
(reiterada)

Valoración

€ 11,16/acc.
(vs. € 12,54)



Fuente Bloomberg

| Ticker | CLRSM |
|-----------------------------|----------|
| Fecha | 04.09.24 |
| Cotización | € 3,99 |
| Max 52 semanas | € 5,28 |
| MIN 52 semanas | € 2,51 |
| Accs. Circulación | 14,562 |
| Capitalización | € 64,95 |
| Retorno semanal (%) | 14,9% |
| Variación de precio 1M (%) | 17,4% |
| IBEX 35 | 8,4% |
| Variación de precio 3M (%) | (8,2)% |
| IBEX 35 | (0,5)% |
| Variación de precio 6M (%) | 11,5% |
| IBEX 35 | 11,7% |
| Variación de precio YTD (%) | 6,2% |
| IBEX 35 | 11,8% |
| Variación precio 1A (%) | 73,5% |
| IBEX 35 | 20,3% |
| Volumen diario (media 30d) | 11.360 |
| Volumen diario (media 10d) | 10.959 |
| Free Float (estimated) | 22,8% |
| Rating Analistas | 5,0 |
| Precio Objetivo (mediana) | € 12,30 |
| máximo | € 12,30 |
| mínimo | € 4,63 |

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

Contenido

| | |
|---|---|
| Opción de Comprar CLERHP a €5,0 | 3 |
| Plan de Negocio 2024-2026 | 3 |
| Importantes Beneficios Fiscales | 4 |
| Previsión de los Ingresos del Grupo | 4 |
| Larimar-Plan de Ventas Fase I | 4 |
| Evolución Histórica de la Cartera de Proyectos - Construcción | 5 |
| Pipeline de Proyectos Firmados - Construcción | 6 |
| Riesgos y Factores de Impacto para el Plan de Negocio de CLERHP | 6 |
| Comentario del Activo | 7 |
| Comentario sobre los Pasivos | 7 |
| Valoración | 8 |

Análisis SWOT de CLERHP

Fortalezas:

- Experiencia en ingeniería y construcción de estructuras complejas.
- Presencia en mercados de crecimiento en Latinoamérica.
- Generación de ingresos recurrentes a través de alquileres y acuerdos comerciales en Larimar.
- Larimar, proyecto tangible con potencial de apreciación y flujo de caja constante

Debilidades:

- Alta dependencia de mercados emergentes, expuestos a riesgos económicos y políticos.
- Elevado endeudamiento y exposición a variaciones de tipo de cambio.
- Sensibilidad significativa a la incertidumbre de proyectos clave como Larimar.

Oportunidades:

- Expansión en nuevos mercados con alta demanda de infraestructuras.
- Potencial crecimiento en segmentos de inversión inmobiliaria y comercial.
- Posible aprovechamiento de tendencias hacia sostenibilidad y digitalización.

Amenazas:

- Competencia intensa en el sector de la construcción y márgenes reducidos.
- Riesgos regulatorios y fluctuaciones económicas en mercados clave.
- Dependencia de proyectos grandes como Larimar para el crecimiento futuro.

Opción de Comprar CLERHP a €5,0

La compañía ha anunciado la firma de contratos de compraventa de acciones y la concesión de una opción de compra exclusiva a su accionista significativo, Rheto Arquitectos (RHETO) con una participación del 7,8%. Este acuerdo, también suscrito por las entidades Inveready Convertible Finance Capital, S.C.R., S.A. (ICF SCR) e Inveready Convertible Finance I, F.C.R. (ICF FCR), otorga a RHETO la opción exclusiva de adquirir 1.176.035 acciones de CLERHP (equivalente al 8,1% del total en circulación) a un precio de **€5,00 por acción**. La opción tiene una vigencia de 6 meses, con posibilidad de ampliarse 3 meses si RHETO ejecuta al menos el 30% de la opción en ese período.

Compromiso de No Venta: Como parte del acuerdo, los fondos gestionados por Inveready Asset Management SGEIC S.A. se han comprometido a no vender acciones de CLERHP en el mercado mientras la opción de compra esté vigente.

Adicionalmente, CLERHP ha firmado un contrato de compraventa con ICF SCR e ICF FCR para adquirir 157.894 acciones de CLERHP, anteriormente propiedad de estas entidades, por un total de €599.997, lo que equivale a **€3,80 por acción**.

Plan de Negocio 2024-2026

Incremento Sostenido de Ingresos: Se proyecta un crecimiento significativo en la cifra de negocios de CLERHP, con ingresos que pasan de €25,2m en 2024 a €54,2m en 2025, y alcanzan €281,1m en 2026. Este incremento considerable se debe principalmente a la entrega de las primeras unidades del proyecto Larimar a partir de 2025.

Reducción del Margen Relativo: El margen bruto de CLERHP se estima en 69,45% sobre la cifra de negocios en 2024, disminuyendo a 50,75% en 2025 y al 36,19% en 2026. Esta reducción se explica por el mayor peso del negocio de promoción inmobiliaria, con márgenes más bajos vs construcción.

Impacto de los Costes de Explotación: Los gastos de explotación, incluidos de personal y generales, se incrementan de €7,7m en 2024 a €8,2m en 2025 y a €12,1m en 2026, reflejando los gastos asociados con la promoción del proyecto Larimar. Estos gastos incluyen actividades de marketing y recursos empleados para la venta directa.

Mejora del Resultado Neto: Este presenta una tendencia creciente, pasando de €5,1m en 2024 (20,16% s/ingresos) a €12,0m en 2025 (22,19%) y alcanzando €82,4m en 2026 (29,30%).

Beneficio Fiscal y Financiación Estructurada: La obtención del beneficio fiscal (CONFOTUR) para el proyecto Larimar permitirá una importante exención de impuestos.

Se anticipa un aumento en el coste de la deuda a €3,6m en 2026 debido a la emisión de deuda en 2024 para financiar el proyecto. A pesar de este incremento, se espera que los ingresos generados por Larimar compensen los costes financieros.

Plan de Negocio 2024-2023

| CLERHP € millones | 2024E | | | 2025E | | | 2026E | | |
|---------------------------------------|---------------|---------------|----------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|---------------|
| | New | Old | Chg | New | Old | Chg | New | Old | Chg |
| Importe Neto Cifra de Negocios | 25.171 | 32.455 | (22,4)% | 54.209 | 75.145 | (27,9)% | 281.113 | 302.854 | (7,2)% |
| Coste Directo | (7.735) | (11.583) | (33,2)% | (26.733) | (46.126) | (42,0)% | (179.170) | (205.755) | (12,9)% |
| Margen Bruto | 17.480 | 21.117 | (17,2)% | 27.520 | 29.267 | (6,0)% | 101.988 | 97.349 | 4,8% |
| % sobre cifra de negocios | 69,44% | 65,07% | 6,7% | 50,77% | 38,95% | 30,3% | 36,28% | 32,14% | 12,9% |
| Gastos de personal de estructura | (3.863) | (3.991) | (3,2)% | (4.215) | (4.029) | 4,6% | (7.935) | (4.067) | 95,1% |
| Gastos generales | (3.845) | (3.613) | 6,4% | (3.974) | (3.802) | 4,5% | (4.166) | (4.007) | 4,0% |
| EBITDA | 9.772 | 13.513 | (27,7)% | 19.331 | 21.436 | (9,8)% | 89.887 | 89.275 | 0,7% |
| % sobre cifra de negocios | 38,82% | 41,64% | (6,8)% | 35,66% | 28,53% | 25,0% | 31,98% | 29,48% | 8,5% |
| Amortización | (1.106) | (1.900) | (41,8)% | (1.426) | (1.721) | (17,1)% | (1.935) | (1.483) | 30,5% |
| Deterioro y rdos por enaj.inmov. | 0 | 0 | nm | 0 | 0 | nm | 0 | 0 | nm |
| EBIT | 8.666 | 11.613 | (25,4)% | 17.905 | 19.715 | (9,2)% | 87.952 | 87.792 | 0,2% |
| % sobre cifra de negocios | 34,43% | 35,78% | (3,8)% | 33,03% | 26,24% | 25,9% | 31,29% | 28,99% | 7,9% |
| Resultado Financiero | (1.258) | (1.459) | (13,8)% | (4.137) | (1.976) | 109,4% | (3.588) | (1.740) | 106,2% |
| BAI | 7.408 | 10.154 | (27,0)% | 13.768 | 17.739 | (22,4)% | 84.364 | 86.052 | (2,0)% |
| % sobre cifra de negocios | 29,43% | 31,29% | (5,9)% | 25,40% | 23,61% | 7,6% | 30,01% | 28,41% | 5,6% |
| Impuesto de sociedades | (2.334) | nd | nm | (1.739) | nd | nm | (1.988) | nd | nm |
| Resultado Neto | 5.074 | nd | nm | 12.029 | nd | nm | 82.376 | nd | nm |
| % sobre cifra de negocios | 20,16% | nd | nm | 22,19% | nd | nm | 29,30% | nd | nm |

Fuente CLERHP

Importantes Beneficios Fiscales

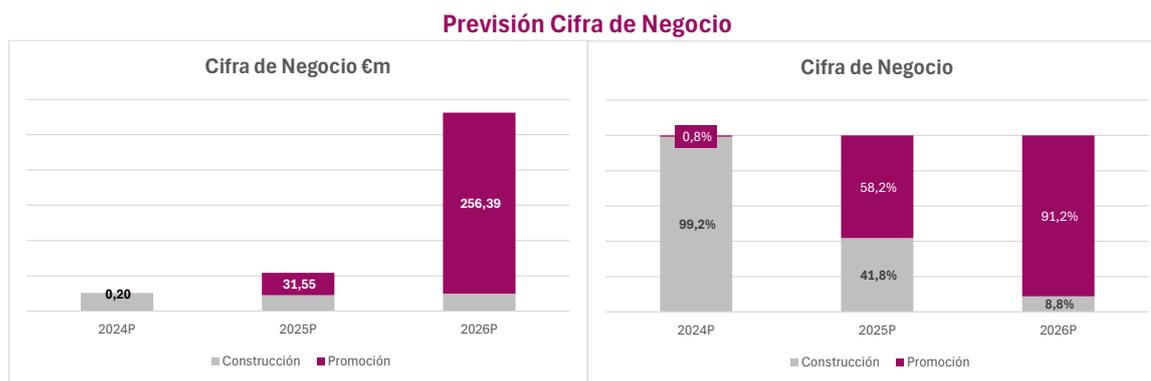
CONFOTUR (Consejo de Fomento Turístico) es un programa creado por el gobierno de la República Dominicana, que tiene como objetivo fomentar el desarrollo del sector turístico. Esta iniciativa ofrece incentivos fiscales a las empresas y a proyectos relacionados con el turismo, con el fin de atraer inversiones tanto nacionales como extranjeras.

Principales Ventajas: i) Exención de Impuestos sobre la Renta por un periodo de hasta 15 años; ii) Exoneración de Aranceles e Impuestos a la Importación; iii) Exención de Impuestos sobre Transferencia de Bienes Inmuebles (ITBI) que se aplica a la primera transferencia del inmueble una vez finalizado el proyecto turístico.

Para CLERHP, obtener el beneficio del CONFOTUR para su proyecto Larimar City & Resort significa acceder a importantes ventajas fiscales que pueden reducir significativamente los costes de inversión y de explotación, mejorando su rentabilidad, atraer más inversores y asegurar un retorno más favorable en sus proyectos inmobiliarios y turísticos.

Previsión de los Ingresos del Grupo

El plan de ventas de CLERHP para el período 2024-2026 muestra una evolución significativa en la estructura del negocio entre las líneas de construcción y promoción inmobiliaria. La línea de construcción se mantiene estable en torno a los €25m anuales durante todo el periodo, representando casi la totalidad de la cifra de negocios en 2024 (99%). Sin embargo, a partir de 2025, se observa un cambio notable con la incorporación de la línea de promoción inmobiliaria, que incrementa su participación del 1% en 2024 al 42% en 2025, y alcanza un 91% en 2026.



Este cambio está impulsado por la venta de parcelas sin construcción en 2024 y la entrega de las primeras unidades de Larimar a partir de 2025. Para 2026, las ventas de promoción alcanzan los €256,4m, destacando la importancia de esta línea en el futuro crecimiento de CLERHP. Con esta estrategia se reduce la dependencia en la construcción y se potencia el desarrollo inmobiliario.

Larimar-Plan de Ventas Fase I

La previsión de ventas de Larimar para su primera fase muestra una evolución decreciente en la superficie vendida anualmente, pasando de 186.851 m² en 2024 a 122.382 m² en 2026, lo que refleja una disminución en el ritmo de ventas conforme se avanza en esta etapa inicial del proyecto.

No obstante, el importe acumulado de ventas continúa en aumento, alcanzando €310,1m en 2024, €617,0m en 2025 y €877,8m en 2026, indicando un alto valor de ventas, posiblemente por un incremento en los precios por metro cuadrado o una mayor proporción de unidades de mayor valor. Esta es solo la primera de las 10 fases del proyecto Larimar, a la que seguirán otras nueve fases, ofreciendo un potencial de crecimiento significativo a largo plazo.

LARIMAR: Previsión Ventas Fase I

| Superficie (m2) | Anual | Acumulado | €m | Anual | Acumulado |
|-----------------|---------|-----------|-------|-------|-----------|
| 2024P | 186.851 | 186.851 | 2024P | 267,5 | 310,1 |
| 2025P | 159.675 | 346.526 | 2025P | 306,9 | 617,0 |
| 2026P | 122.382 | 468.908 | 2026P | 260,8 | 877,8 |

Elaboración GPM

Las ventas acumuladas en 2024 ascienden a USD 158,43 millones, distribuidas a través de diferentes canales. La mayor parte de estas ventas proviene del canal B2B, que representa 82,47 millones de USD, evidenciando una fuerte demanda institucional o de grandes compradores. Le sigue el canal B2B2C con 41,12 millones de USD, y finalmente, el canal B2C contribuye con 34,84 millones de USD.

Ventas Acumuladas @ Jun 2024

| Larimar | USD m |
|--------------|--------------|
| B2C | 34,8 |
| B2B2C | 41,1 |
| B2B | 82,5 |
| Total | 158,4 |

Elaboración GPM

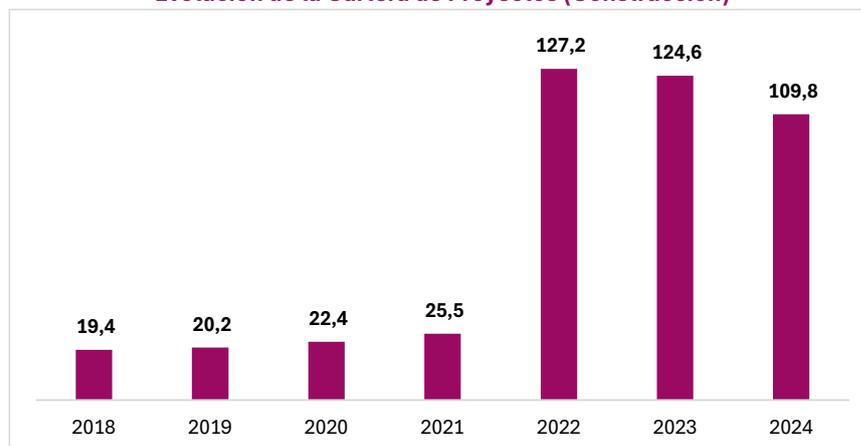
Estrategia Comercial: En el desarrollo del proyecto Larimar, la compañía sigue una estrategia de ventas multicanal, donde cada canal presenta diferentes costes y precios.

- **Venta B2C:** La compañía cuenta con un equipo de ventas en República Dominicana que atiende a los clientes captados a través de diversas estrategias de marketing. Los costes de este canal se contabilizan parcialmente en el ejercicio en que se incurren.
- **Venta B2B2C:** La compañía tiene acuerdos de colaboración con brokers inmobiliarios para la venta de unidades del proyecto Larimar, pagando una comisión por cada venta realizada. Este coste se activa y se reconoce en la entrega de las unidades correspondientes.
- **Venta B2B:** Este canal incluye ventas a otros desarrolladores mediante dos modalidades; (i) la venta de edificios completos llave en mano ("Built to Sell") y (ii) la venta de activos a grandes tenedores ("Built to Rent"). En ambos casos, CLERHP vende el activo sobre plano y lo entrega completamente terminado, permitiendo al comprador centrarse en la comercialización del activo, ya sea para su venta o alquiler.

Evolución Histórica de la Cartera de Proyectos - Construcción

Esta cartera de proyectos muestra un crecimiento sostenido entre 2018 y 2021, pasando de €19,4m a €25,5m, seguido de un salto significativo en 2022 hasta los €127,2m (Larimar), lo que representa un aumento del 398,9% respecto al año anterior. Sin embargo, en 2023 y 2024, la cartera experimenta una reducción del 2,0% y 11,9%, respectivamente, situándose en €109,8m en 2024.

Evolución de la Cartera de Proyectos (Construcción)

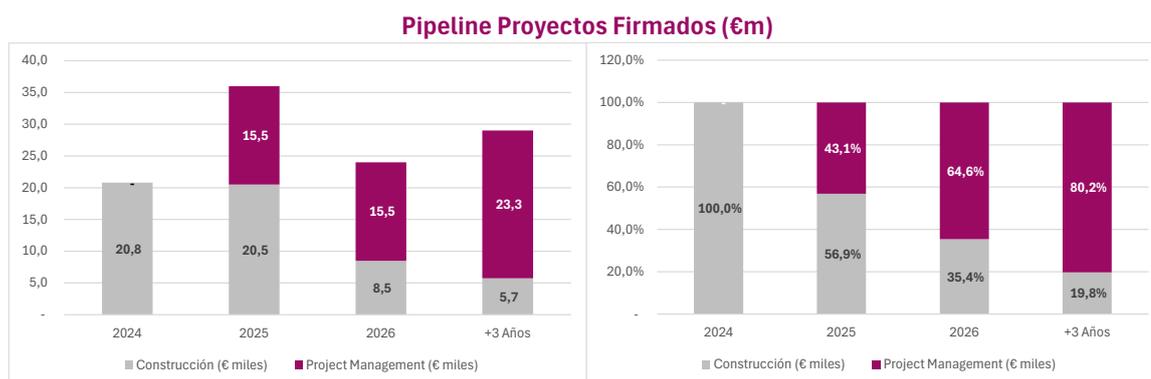


Elaboración GPM

Este descenso se debe en gran medida a la decisión estratégica de la compañía de reducir su presencia en el mercado de Paraguay, lo que implica una disminución de la cartera de €16,2m. Parte de la capacidad productiva retirada de Paraguay se ha trasladado a la República Dominicana, un mercado con mejores márgenes y mayor potencial de crecimiento. Esta reorientación refleja el enfoque de CLERHP hacia mercados más rentables y con perspectivas de expansión a largo plazo.

Pipeline de Proyectos Firmados - Construcción

El impacto de la cartera de proyectos firmados en la cifra de negocio de CLERHP será significativo, ya que asegura una fuente estable y previsible de ingresos para los próximos años. La distribución equilibrada entre las líneas de negocio de Construcción y Project Management en 2024 y 2025, y el aumento de la participación de Project Management a partir de 2026, indica una estrategia de diversificación que podría mejorar los márgenes operativos y reducir la dependencia de un solo segmento de mercado.



Elaboración GPM

En 2024 y 2025, con volúmenes similares en ambas líneas (alrededor de €20m por cada una), se espera una cifra de negocio robusta, sostenida por proyectos de construcción. A partir de 2026, el aumento en la cartera de Project Management a €15,5m y su expansión a €23,3m en el horizonte de más de tres años refleja un cambio hacia servicios con menor intensidad de capital y, potencialmente, mayor rentabilidad. Esto podría mejorar la estabilidad financiera de CLERHP, apoyar un crecimiento sostenible y asegurar una cifra de negocio más diversificada frente a fluctuaciones en la construcción tradicional.

Riesgos y Factores de Impacto para el Plan de Negocio de CLERHP

- **Concentración Geográfica y Económica:** La actividad del Grupo se concentra en gran medida en la República Dominicana, por lo que cualquier situación política o económica desfavorable, tanto local como global, podría afectar negativamente a la empresa y sus previsiones. Además, existe un riesgo significativo de concentración geográfica y de dependencia de un proyecto relevante.
- **Dependencia de Financiación Externa:** La ejecución del Plan de Negocio depende de la obtención de financiación externa. La falta de recursos o retrasos en su obtención podrían afectar adversamente el cumplimiento del plan.
- **Riesgo Cambiario y de Tipo de Interés:** Al operar en diferentes países y monedas, los ingresos del Grupo están sujetos a fluctuaciones en los tipos de cambio y de interés, lo que podría impactar negativamente en sus resultados financieros.
- **Costes y Plazos de Construcción:** Los costes asociados a la construcción son estimativos y pueden aumentar debido a imprevistos, afectando tanto los costes como los plazos de ejecución, lo cual podría perjudicar los resultados previstos en el Plan de Negocio.
- **Problemas en la Cadena de Suministro:** Interrupciones potenciales en la cadena de suministro, especialmente en una isla como República Dominicana, donde el transporte marítimo es crucial, podrían afectar negativamente al plan de negocio.

- **Trámites Administrativos:** La empresa podría enfrentarse a retrasos en los trámites administrativos necesarios para el desarrollo de los proyectos, lo que podría afectar a los objetivos del Plan de Negocio.
- **Factores Naturales y Meteorológicos:** Catástrofes naturales o condiciones meteorológicas adversas podrían retrasar las entregas y aumentar los costes, impactando negativamente en las ventas y en los resultados de explotación.
- **Ciclicidad del Sector:** El sector de la construcción residencial es cíclico; cambios desfavorables en su comportamiento podrían afectar la ejecución del Plan de Negocio.
- **Equipo Directivo:** La empresa depende en gran medida de su equipo directivo y personal clave, lo que representa un riesgo si hay cambios en su estructura o liderazgo.

Comentario del Activo

A continuación señalamos algunos comentarios sobre las perspectivas del balance que ha comentado la compañía.

Activo Plan de Negocio 2024-2026

| | 2024e | 2025e | 2026e |
|---|----------------|----------------|----------------|
| ACTIVO NO CORRIENTE | 6.941 | 8.119 | 21.871 |
| Inmovilizado | 5.553 | 7.015 | 20.864 |
| Inv. en empresas del grupo y asoci. L/P | 214 | 214 | 214 |
| Inversiones financieras L/P | 611 | 611 | 611 |
| Activos por impuesto diferido | 83 | 83 | 83 |
| Deudores No Corrientes | 481 | 197 | 100 |
| ACTIVO CORRIENTE | 100.487 | 272.742 | 343.335 |
| Existencias | 56.664 | 220.800 | 237.558 |
| Clientes y otros deudores | 14.906 | 15.213 | 15.297 |
| Periodificaciones C/P | | | |
| Inv. en empresas del grupo y asoci. C/P | | | |
| Inversiones financieras C/P | 1.254 | 1.254 | 1.254 |
| Efectivo | 27.664 | 35.476 | 89.227 |
| TOTAL ACTIVO | 107.428 | 280.861 | 365.206 |

Fuente CLERHP

El **Inmovilizado** comprende, por un lado, los activos productivos de la división de construcción, donde se mantienen los niveles de inversión necesarios para la reposición y continuidad de la actividad. También incluyen los activos destinados a la inversión en el proyecto Larimar, específicamente la primera fase de las áreas comerciales, con un valor de €15 millones. Estos activos está previsto explotarlos mediante alquiler y otros acuerdos, sin finalidad de venta.

Las **Existencias** abarcan los anticipos entregados a proveedores para la ejecución de trabajos y todas las existencias relacionadas con los avances de obra del proyecto Larimar. Hasta 2025, se contempla la activación de los costes correspondientes a la ejecución de la parte residencial (que se cancelarán con la entrega de las unidades), así como los trabajos que se convertirán en activos, como la primera fase de las áreas comerciales.

Clientes y Otros Deudores Comerciales. Esta partida está compuesta principalmente por la activación de trabajos de ingeniería para clientes externos a Larimar en la actividad de construcción, se mantiene estable debido a que el volumen de facturación permanece constante a lo largo del Plan.

Comentario sobre los Pasivos

Deudas a Largo Plazo: Incluye los importes pendientes con entidades financieras, cuyos compromisos se liquidarán en 2026. Además, se contemplan instrumentos de deuda por un total de \$50 millones, emitidos en cuatro tramos a partir de 2024 y con vencimiento en 2028. Estos instrumentos de financiación están destinados a cubrir las necesidades de liquidez del proyecto Larimar durante su primera fase, que no sean cubiertas por otros flujos de caja de la empresa.

Proveedores y Otros Acreedores: Esta partida contiene los anticipos recibidos de clientes, en parte correspondientes a la actividad de construcción, aunque la mayoría provienen del proyecto Larimar. Los pagos realizados por los clientes durante la fase de construcción y hasta la entrega de sus viviendas se registran en esta partida y se cancelan al momento de la entrega. Por su naturaleza, estos anticipos se consideran pasivos a corto plazo, incluso cuando las entregas de las viviendas puedan extenderse más allá de un año.

Pasivo & RRPP Plan de Negocio 2024-2026

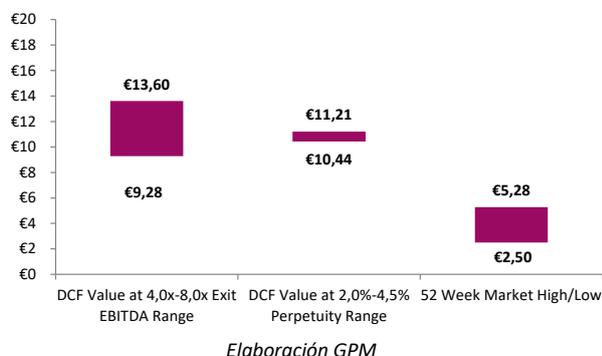
| | 2024e | 2025e | 2026e |
|---|----------------|----------------|----------------|
| PATRIMONIO NETO | 12.238 | 25.100 | 108.842 |
| Fondos Propios | 12.166 | 25.055 | 108.824 |
| Capital | 640 | 640 | 640 |
| Prima emisión | 9.758 | 9.758 | 9.758 |
| Reservas | 1.102 | 6.284 | 18.733 |
| Acciones/participaciones patrimonio propias | -223 | -150 | -150 |
| Resultado ejercicios anteriores | -4.185 | -3.508 | -2.534 |
| Resultado sdad. dominante | 5.074 | 12.029 | 82.376 |
| Ajustes por cambio de valor | -36 | -36 | -36 |
| Diferencia de conversión | -36 | -36 | -36 |
| Subvenciones y legados | 108 | 81 | 54 |
| PASIVO NO CORRIENTE | 20.069 | 49.667 | 48.621 |
| Provisiones a LP | 92 | 92 | 92 |
| Deudas L/P | 19.977 | 49.575 | 48.529 |
| Deudas grupo y asociadas LP | | | |
| PASIVO CORRIENTE | 75.121 | 205.779 | 203.744 |
| Deudas C/P | 5.060 | 5.526 | 2.335 |
| Deudas con empresas del grupo a CP | | | |
| Deuda por adquisiciones corporativas | | | |
| Proveedores y otros acreedores | 70.061 | 200.253 | 201.409 |
| Provisiones a corto plazo | | | |
| TOTAL PASIVO | 107.428 | 280.861 | 365.206 |

Valoración

Asignamos a las acciones de CLERHP un valor de €11,16 por acción, reflejando un descuento superior al 65% y tras ajustar a la baja la valoración de la compañía en un 11% desde los €12,54 anteriores.

Este valor se ha calculado utilizando el modelo de descuento de flujos de caja (DFC), aplicando una tasa de crecimiento residual a perpetuidad del 3,50% y un múltiplo EV/EBITDA residual de 6,0x. El coste de capital estimado (WACC) es del 26,57%, un nivel que consideramos razonable para empresas con este perfil de riesgo.

Resumen Valoración por DFC



Análisis de Sensibilidad

| Valor / acción | | | | | | Valor de Mercado | | | | | |
|----------------------------|------|------|---------|------|------|----------------------------|-------|-------|---------|-------|-------|
| Long term growth rate (g): | | | | | | Long term growth rate (g): | | | | | |
| € 10,88 | 2,0% | 3,0% | 3,5% | 4,0% | 4,5% | € 158,41 | 2,0% | 3,0% | 3,5% | 4,0% | 4,5% |
| 30,0% | 8,8 | 9,0 | 9,1 | 9,2 | 9,3 | 30,0% | 128,0 | 130,9 | 132,5 | 134,1 | 135,8 |
| 28,0% | 9,7 | 9,9 | 10,1 | 10,2 | 10,4 | 28,0% | 141,2 | 144,8 | 146,7 | 148,7 | 150,8 |
| 26,6% | 10,4 | 10,7 | € 10,88 | 11,0 | 11,2 | 26,6% | 152,0 | 156,2 | € 158,4 | 160,7 | 163,2 |
| 23,0% | 12,7 | 13,2 | 13,4 | 13,7 | 13,9 | 23,0% | 185,6 | 192,0 | 195,4 | 199,0 | 202,8 |
| 20,0% | 15,4 | 16,1 | 16,4 | 16,8 | 17,2 | 20,0% | 224,5 | 234,0 | 239,2 | 244,7 | 250,5 |

Elaboración GPM

| Valor / acción | | | | | | Valor de Mercado | | | | | |
|----------------------|------|------|---------|------|------|----------------------|-------|-------|---------|-------|-------|
| Exit EBITDA Multiple | | | | | | Exit EBITDA Multiple | | | | | |
| € 11,44 | 4,0x | 5,0x | 6,0x | 7,0x | 8,0x | € 166,62 | 4,0x | 5,0x | 6,0x | 7,0x | 8,0x |
| 30,0% | 8,4 | 9,3 | 10,3 | 11,2 | 12,2 | 30,0% | 121,7 | 135,7 | 149,7 | 163,8 | 177,8 |
| 28,0% | 8,9 | 9,9 | 10,9 | 12,0 | 13,0 | 28,0% | 129,3 | 144,3 | 159,3 | 174,3 | 189,3 |
| 26,6% | 9,3 | 10,4 | € 11,44 | 12,5 | 13,6 | 26,6% | 135,1 | 150,9 | € 166,6 | 182,4 | 198,1 |
| 23,0% | 10,4 | 11,6 | 12,8 | 14,1 | 15,3 | 23,0% | 151,2 | 169,0 | 186,8 | 204,7 | 222,5 |
| 20,0% | 11,4 | 12,8 | 14,2 | 15,5 | 16,9 | 20,0% | 166,6 | 186,4 | 206,3 | 226,1 | 245,9 |

Elaboración GPM

Contraste de la Valoración Fundamental

Para contrastar nuestra valoración fundamental por DCF, hemos realizado un análisis basado en las proyecciones del beneficio neto del plan de negocio de CLERHP para los años 2024, 2025 y 2026. En este ejercicio, consideramos distintos escenarios aplicando diversas tasas de descuento a los beneficios proyectados y utilizando múltiplos PER que varían entre 5,0x y 15,0x.

Este enfoque permite valorar cómo la incertidumbre, especialmente en torno al proyecto LARIMAR, podría impactar el valor estimado de la acción según la valoración fundamental. La importancia de este análisis radica en su capacidad para ilustrar el efecto de diferentes escenarios de riesgo en la valoración de CLERHP, destacando el uso de un múltiplo PER de 10,0x como una referencia sólida.

Es relevante notar que entre 2020 y 2025E, el PER de la Bolsa Española ha oscilado entre 18,0x (en 2020) y una proyección de 10,0x para 2025E (Bloomberg), lo que subraya cómo las variaciones en las expectativas de beneficios y la incertidumbre asociada pueden influir significativamente en la valoración estimada de la acción.

Valoración de CLERHP bajo Diferentes Escenarios de Descuento y Múltiplos PER

| VNA CLERHP (€) | Descuento aplicado | | | | | | | |
|--------------------------|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 0% | 10% | 15% | 20% | 25% | 30% | 35% | 40% |
| Bº neto 2024E (€m) | 5,0 | 5,0 | 5,0 | 5,0 | 5,0 | 5,0 | 5,0 | 5,0 |
| Bº neto 2025E (€m) | 12,0 | 9,9 | 9,1 | 8,3 | 7,7 | 7,1 | 6,6 | 6,1 |
| Bº neto 2026E (€m) | 82,0 | 67,8 | 62,0 | 56,9 | 52,5 | 48,5 | 45,0 | 41,8 |
| Promedio (€m) | 33,0 | 27,6 | 25,4 | 23,4 | 21,7 | 20,2 | 18,9 | 17,7 |
| nº acciones | 14,56 | 14,56 | 14,56 | 14,56 | 14,56 | 14,56 | 14,56 | 14,56 |
| BPA | € 2,27 | € 1,89 | € 1,74 | € 1,61 | € 1,49 | € 1,39 | € 1,30 | € 1,21 |
| Valor acción @ PER 5,0x | € 11,3 | € 9,5 | € 8,7 | € 8,0 | € 7,5 | € 6,9 | € 6,5 | € 6,1 |
| Valor acción @ PER 8,0x | € 18,1 | € 15,1 | € 13,9 | € 12,9 | € 11,9 | € 11,1 | € 10,4 | € 9,7 |
| Valor acción @ PER 10,0x | € 22,7 | € 18,9 | € 17,4 | € 16,1 | € 14,9 | € 13,9 | € 13,0 | € 12,1 |
| Valor acción @ PER 13,0x | € 29,5 | € 24,6 | € 22,6 | € 20,9 | € 19,4 | € 18,0 | € 16,8 | € 15,8 |
| Valor acción @ PER 15,0x | € 34,0 | € 28,4 | € 26,1 | € 24,1 | € 22,4 | € 20,8 | € 19,4 | € 18,2 |
| Promedio | € 23,1 | € 19,3 | € 17,8 | € 16,4 | € 15,2 | € 14,2 | € 13,2 | € 12,4 |

Elaboración GPM

Valoración sin descuento (0%) con un PER de 10,0x: El valor estimado de la acción es de €22,7, el más alto entre los escenarios analizados, suponiendo que no se aplican ajustes negativos a las proyecciones de beneficios netos.

Impacto del descuento: A medida que se incrementan los descuentos (reflejando mayor incertidumbre o riesgos), el valor de la acción disminuye significativamente. Por ejemplo, con un descuento del 15%, el valor se reduce a €17,4, y con un descuento del 40%, cae a €12,1.

Comparación con la media: Aunque el promedio de los escenarios sin descuento es de €23,1, este se reduce a €12,4 cuando se aplica un descuento del 40%. Esto evidencia la alta sensibilidad del valor de la acción a las proyecciones futuras de beneficios y a la incertidumbre asociada.

En comparación con el valor razonable asignado de €11,16 por acción, la valoración sin descuento de €22,7 refleja un optimismo significativo respecto a las proyecciones de beneficios futuros. Sin embargo, cuando se aplican descuentos del 40%, el valor de la acción (€12,1) se aproxima más al valor razonable, lo que sugiere que las expectativas del mercado podrían alinearse con esta estimación ante mayores percepciones de riesgo.

En resumen, la valoración de CLERHP depende fuertemente de la confianza en sus proyecciones financieras. Cualquier incremento en la incertidumbre o percepción de riesgo puede ajustar su valoración hacia el valor razonable de €11,16, reflejando un enfoque más conservador.

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

| CLERHP (€m) | 2023A | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P | Tacc |
|-----------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|
| Fiscal year | 31.dic.23 | 31.dic.24 | 31.dic.25 | 31.dic.26 | 31.dic.27 | 31.dic.28 | 24 / 28 |
| Revenue | 18,52 | 25,17 | 54,21 | 281,11 | 30,00 | 118,00 | 47,14% |
| Cost of sales | (5,871) | (7,69) | (26,69) | (179,13) | (9,30) | (57,82) | |
| Gross Profit | 12,647 | 17,48 | 27,52 | 101,99 | 20,70 | 60,18 | 36,22% |
| Personnel expense | (3,500) | (3,86) | (4,22) | (7,94) | (4,50) | (8,26) | |
| Selling, G&Adm. expense | (4,039) | (4,95) | (5,40) | (6,10) | (5,70) | (10,62) | |
| Operating profit (EBIT) | 5,108 | 8,67 | 17,91 | 87,95 | 10,50 | 41,30 | 47,75% |
| Interest income | 0,020 | 0,31 | 0,63 | 1,25 | 2,52 | 3,61 | |
| Interest expense | (0,842) | (1,37) | (4,30) | (4,35) | (1,95) | (5,45) | |
| Other expense | (3,278) | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | |
| Pretax profit | 1,008 | 7,61 | 14,23 | 84,85 | 11,07 | 39,46 | 50,92% |
| Taxes | (0,289) | (2,40) | (1,78) | (2,12) | (1,11) | (3,95) | |
| Minority Int. in Earnings | - | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | |
| Net Income (GAAP) | 0,719 | 5,21 | 12,45 | 82,73 | 9,96 | 35,52 | 61,57% |
| Abnormal Losses (Gains) | - | - | - | - | - | - | |
| Tax effect on abnormal items | - | - | - | - | - | - | |
| Net income (adj.) | 0,719 | 5,212 | 12,451 | 82,729 | 9,962 | 35,518 | 61,57% |
| YoY growth | (46,5%) | 5,0% | 138,9% | 564,4% | (88,0%) | 256,5% | |
| Avg. basic shares | 11,657 | 12,921 | 14,064 | 14,064 | 14,064 | 14,064 | |
| Impact of dilutive securities | 0,00 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | |
| Avg. dilutive shares | 11,657 | 12,921 | 14,064 | 14,064 | 14,064 | 14,064 | 2,14% |
| Basic EPS | € 0,06 | € 0,403 | € 0,885 | € 5,882 | € 0,708 | € 2,525 | |
| Diluted EPS | € 0,062 | € 0,403 | € 0,885 | € 5,882 | € 0,708 | € 2,525 | 58,2% |
| Growth rates & margins | | | | | | | |
| | 2023A | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P | |
| Revenue growth | 31,5% | 35,9% | 115,4% | 418,6% | (89,3%) | 293,3% | |
| Gross profit as % of sales | 40,0% | 69,4% | 50,8% | 36,3% | 69,0% | 51,0% | |
| Personnel expenses margin | 18,9% | 15,3% | 7,8% | 2,8% | 15,0% | 7,0% | |
| SG&A margin | 21,8% | 19,7% | 10,0% | 2,2% | 19,0% | 9,0% | |
| Tax rate | 28,7% | 31,5% | 12,5% | 2,5% | 10,0% | 10,0% | |
| EBITDA reconciliation | | | | | | | |
| | 2023A | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P | |
| Depreciation & amortization | 0,800 | 1,108 | 1,435 | 2,006 | 2,074 | 2,317 | |
| Stock based compensation | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | |
| EBITDA | 5,908 | 9,774 | 19,340 | 89,958 | 12,574 | 43,617 | 45,34% |
| EBTDA Margin | 31,9% | 38,8% | 35,7% | 32,0% | 41,9% | 37,0% | |

Elaboración GPM

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

| CLERHP: Análisis vertical | 2023A | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P |
|--------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Revenue | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |
| Cost of sales | (31,7%) | (30,6%) | (49,2%) | (63,7%) | (31,0%) | (49,0%) |
| Gross Profit | 68,3% | 69,4% | 50,8% | 36,3% | 69,0% | 51,0% |
| Personnel expense | (18,9%) | (15,3%) | (7,8%) | (2,8%) | (15,0%) | (7,0%) |
| Selling, G&A Expense | (21,8%) | (19,7%) | (10,0%) | (2,2%) | (19,0%) | (9,0%) |
| Operating profit (EBIT) | 27,6% | 34,4% | 33,0% | 31,3% | 35,0% | 35,0% |
| Interest income | 0,1% | 1,2% | 1,2% | 0,4% | 8,4% | 3,1% |
| Interest expense | (4,5%) | (5,4%) | (7,9%) | (1,5%) | (6,5%) | (4,6%) |
| Other expense | (17,7%) | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Pretax profit | 5,4% | 30,2% | 26,3% | 30,2% | 36,9% | 33,4% |
| Taxes | (1,6%) | (9,5%) | (3,3%) | (0,8%) | (3,7%) | (3,3%) |
| Minority Int. in Earnings | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Net income | 3,9% | 20,7% | 23,0% | 29,4% | 33,2% | 30,1% |
| Depreciation & Amort. | 4,3% | 4,4% | 2,6% | 0,7% | 6,9% | 2,0% |
| Stock based compensator | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| EBITDA | 31,9% | 38,8% | 35,7% | 32,0% | 41,9% | 37,0% |

Elaboración GPM

Estimación de Balance

| CLERHP (€m) | 2023A | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P |
|-----------------------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Fiscal year | 31.dic.23 | 31.dic.24 | 31.dic.25 | 31.dic.26 | 31.dic.27 | 31.dic.28 |
| Cash & equivalents ST | 4,21 | 27,00 | 35,50 | 89,30 | 163,00 | 198,30 |
| Accounts receivable | 15,12 | 14,93 | 15,20 | 15,30 | 15,50 | 15,60 |
| Inventory | 12,20 | 56,70 | 220,80 | 238,00 | 60,00 | 190,81 |
| Deferred tax assets | - | - | - | - | - | - |
| Other current assets | 0,01 | 0,01 | 0,01 | 0,01 | 0,01 | 0,01 |
| Property, plant & equipmer | 0,13 | 14,45 | 16,95 | 50,03 | 10,53 | 13,28 |
| Acquired intangible assets | 5,07 | 0,99 | 0,90 | 0,82 | 0,75 | 0,68 |
| Other assets | 2,72 | 0,28 | 0,26 | 0,33 | 0,28 | 0,26 |
| Total assets | 39,45 | 114,36 | 289,62 | 393,79 | 250,06 | 418,94 |
| Accounts payable | 18,32 | 70,76 | 200,17 | 202,41 | 73,00 | 220,00 |
| Accrued expenses & def rev | - | - | - | - | - | - |
| Commercial paper / revolvd | 9,19 | 10,28 | 13,63 | 33,25 | 13,83 | - |
| Long term debt | 5,69 | 20,84 | 49,84 | 49,34 | 49,54 | 49,74 |
| Other non-current liabilitie | 0,28 | 0,28 | 0,28 | 0,28 | 0,28 | 0,28 |
| Total liabilities | 33,48 | 102,16 | 263,92 | 285,29 | 136,65 | 270,02 |
| Common stock + API | 7,62 | 7,62 | 7,62 | 7,62 | 7,62 | 7,62 |
| Additional paid in capital | - | - | - | - | - | - |
| Treasury stock | (0,83) | (0,22) | (0,15) | (0,15) | (0,15) | (0,15) |
| Retained earnings | (1,07) | 3,57 | 16,02 | 98,75 | 108,71 | 144,23 |
| Minority Interest | (0,19) | (0,19) | (0,19) | (0,19) | (0,19) | (0,19) |
| Other comprehensive inco | 0,44 | 1,44 | 2,44 | 2,44 | (2,56) | (2,56) |
| Total equity | 5,97 | 12,20 | 25,70 | 108,50 | 113,40 | 148,90 |
| Balance check | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,01 | 0,01 |
| Ratios | 2023A | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P |
| Net debt | 10,674 | 4,120 | 27,969 | (6,708) | (99,632) | (148,561) |
| Total debt | 14,882 | 31,120 | 63,469 | 82,592 | 63,368 | 49,742 |
| ST Borrowing weight | 9,190 | 10,278 | 13,627 | 33,250 | 13,826 | - |
| | 62% | 33% | 21% | 40% | 22% | 0% |
| LT Borrowing weight | 5,692 | 20,842 | 49,842 | 49,342 | 49,542 | 49,742 |
| | 38% | 67% | 79% | 60% | 78% | 100,0% |
| Asset turnover | 0,57x | 0,33x | 0,27x | 0,82x | 0,09x | 0,35x |
| Net profit margin | 3,9% | 20,7% | 23,0% | 29,4% | 33,2% | 30,1% |
| avg.Return on Assets (ROI) | 2,23% | 6,78% | 6,16% | 24,21% | 3,09% | 10,62% |
| avg.Return on Equity (ROE) | 12,0% | 57,4% | 65,7% | 123,3% | 9,0% | 27,1% |

Elaboración GPM

Estimación de Balance

| BALANCE SHEET | 2023A | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P |
|---------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Cash & equivalents ST & LT | 10,7% | 23,6% | 12,3% | 22,7% | 65,2% | 47,3% |
| Accounts receivable | 38,3% | 13,1% | 5,2% | 3,9% | 6,2% | 3,7% |
| Inventory | 30,9% | 49,6% | 76,2% | 60,4% | 24,0% | 45,5% |
| Deferred tax assets | - | - | - | - | - | - |
| Other current assets | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Property, plant & equipmer | 0,3% | 12,6% | 5,9% | 12,7% | 4,2% | 3,2% |
| Acquired intangible assets | 12,8% | 0,9% | 0,3% | 0,2% | 0,3% | 0,2% |
| Other assets | 6,9% | 0,2% | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,1% |
| Total assets | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |
| Accounts payable | 46,4% | 61,9% | 69,1% | 51,4% | 29,2% | 52,5% |
| Accrued expenses & def rev | - | - | - | - | - | - |
| Commercial paper / revolvd | 23,3% | 9,0% | 4,7% | 8,4% | 5,5% | - |
| Long term debt | 14,4% | 18,2% | 17,2% | 12,5% | 19,8% | 11,9% |
| Other non-current liabilitie | 0,7% | 0,2% | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,1% |
| Total liabilities | 84,9% | 89,3% | 91,1% | 72,4% | 54,6% | 64,5% |
| Minority Interest | (0,5)% | (0,2)% | (0,1)% | (0,0)% | (0,1)% | (0,0)% |
| Common stock | 19,3% | 6,7% | 2,6% | 1,9% | 3,0% | 1,8% |
| Additional paid in capital | - | - | - | - | - | - |
| Treasury stock | (2,1)% | (0,2)% | (0,1)% | (0,0)% | (0,1)% | (0,0)% |
| Retained earnings / accum | (2,7)% | 3,1% | 5,5% | 25,1% | 43,5% | 34,4% |
| Other comprehensive inco | 1,1% | 1,3% | 0,8% | 0,6% | (1,0)% | (0,6)% |
| Total equity | 15,1% | 10,7% | 8,9% | 27,6% | 45,4% | 35,5% |
| Total Liabilities & Equity | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |

Elaboración GPM

Proyecciones del Cash Flow

| CLERHP (€m) | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P |
|---|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Fiscal year | 12/31/23 | 12/31/24 | 12/31/25 | 12/31/26 | 12/31/27 | 12/31/28 |
| Net income | 0,719 | 5,212 | 12,451 | 82,729 | 9,962 | 35,518 |
| Depreciation and amortization | 0,800 | 1,108 | 1,435 | 2,006 | 2,074 | 2,317 |
| Stock based compensation | - | - | - | - | - | - |
| Accounts receivable | (7,572) | 0,196 | (0,272) | (0,100) | (0,200) | (0,100) |
| Inventory | (8,553) | (44,498) | (164,100) | (17,200) | 178,000 | (130,806) |
| Accounts payable | 11,873 | 52,439 | 129,410 | 2,244 | (129,411) | 147,000 |
| Cash from operating activities | (2,98) | 14,46 | (21,08) | 69,68 | 60,42 | 53,93 |
| Capital expenditures | (2,60) | (15,36) | (3,85) | (35,00) | 37,50 | (5,00) |
| Purchases of intangible assets | (0,40) | 4,00 | (0,00) | (0,00) | (0,00) | (0,00) |
| Cash from investing activities | (3,00) | (11,36) | (3,85) | (35,00) | 37,50 | (5,00) |
| Long term debt | (0,38) | 17,00 | 29,00 | (0,50) | 0,20 | 0,20 |
| Common dividends | - | - | - | - | - | - |
| New share issuances | 3,74 | - | - | - | - | - |
| Share repurchases | (0,38) | 0,61 | 0,07 | - | - | - |
| Other comprehensive income / (loss) | 0,22 | 1,00 | 1,00 | - | (5,00) | - |
| Revolver | (3,59) | 1,09 | 3,35 | 19,62 | (19,42) | (13,83) |
| Cash from financing activities | (0,39) | 19,69 | 33,42 | 19,12 | (24,22) | (13,63) |
| Net change in cash during period | (6,37) | 22,79 | 8,50 | 53,80 | 73,70 | 35,30 |
| Post Forex impact 15% | (5,42) | 19,37 | 7,23 | 45,73 | 62,65 | 30,01 |

Elaboración GPM

Estimación del Free Cash Flow

| CLERHP (€m) | 2022A | 2023A | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P |
|--------------------------------------|----------|----------------|---------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|
| Fiscal year end date | 12/31/22 | 12/31/23 | 12/31/24 | 12/31/25 | 12/31/26 | 12/31/27 | 12/31/28 |
| EBITDA | | 5,908 | 9,774 | 19,340 | 89,958 | 12,574 | 43,617 |
| EBIT | | 5,108 | 8,666 | 17,905 | 87,952 | 10,500 | 41,300 |
| tax rate | | 25,0% | 31,5% | 12,5% | 2,5% | 10,0% | 10,0% |
| EBIAT (NOPAT) | | 3,831 | 5,936 | 15,667 | 85,753 | 9,450 | 37,170 |
| Depreciation and amortization | | 0,800 | 1,108 | 1,435 | 2,006 | 2,074 | 2,317 |
| Stock based compensation | | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 |
| Accounts receivable | | (7,572) | 0,196 | (0,272) | (0,100) | (0,200) | (0,100) |
| Inventory | | (8,553) | (44,498) | (164,100) | (17,200) | 178,000 | (130,806) |
| Accounts payable | | 11,873 | 52,439 | 129,410 | 2,244 | (129,411) | 147,000 |
| Unlevered CFO | | 0,129 | 15,181 | (17,859) | 72,703 | 59,912 | 55,581 |
| Less: Capital expenditures | | (2,600) | (15,357) | (3,846) | (35,000) | 37,500 | (5,000) |
| Less: Purchases of intangible assets | | (0,397) | 4,000 | (0,001) | (0,001) | (0,001) | (0,001) |
| Unlevered FCF | | (2,868) | 3,824 | (21,707) | 37,702 | 97,411 | 50,580 |
| % growth | | | | (667,7%) | (273,7%) | 158,4% | (48,1%) |
| Discount factor | | | 33% | 133% | 233% | 333% | 433% |
| Assume cash flows are generated at: | | | | | | | |
| Midperiod adjustment factor | | 0,000 | 0,325 | 1,000 | 1,000 | 1,000 | 1,000 |
| Present value of Unlevered FCF | | (2,868) | 3,542 | (15,885) | 21,799 | 44,499 | 18,255 |

Elaboración GPM

Ratios Financieros

| Profitability | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------------------------|----------|--------|----------|---------|---------|----------|
| Return on Assets (avg.) | 2,23% | 6,78% | 6,16% | 24,21% | 3,09% | 10,62% |
| Return on Capital (avg.) | 10,50% | 14,21% | 24,21% | 128,32% | 221,46% | (62,40%) |
| Return on Equity (avg.) | 12,0% | 57,36% | 65,71% | 123,29% | 8,98% | 27,08% |
| Return NAV (avg.) | | | | | | |
| Margin Analysis | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
| Gross Margin | 40,00% | 69,44% | 50,77% | 36,28% | 69,00% | 51,00% |
| Personnel / SG&A Margin | 40,71% | 35,02% | 17,74% | 4,99% | 34,00% | 16,00% |
| EBITDA Margin | 31,90% | 38,83% | 35,68% | 32,00% | 41,91% | 36,96% |
| EBIT Margin | 27,58% | 34,43% | 33,03% | 31,29% | 35,00% | 35,00% |
| Earnings from Cont. Ops I | 3,88% | 20,70% | 22,97% | 29,43% | 33,21% | 30,10% |
| Net Income Margin | 3,88% | 20,70% | 22,97% | 29,43% | 33,21% | 30,10% |
| Normalized Net Income M | 3,88% | 20,70% | 22,97% | 29,43% | 33,21% | 30,10% |
| Free Cash Flow Margin | (15,49%) | 15,19% | (40,04%) | 13,41% | 324,70% | 42,86% |
| Asset Turnover | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
| Total Asset Turnover | 0,57x | 0,33x | 0,27x | 0,82x | 0,09x | 0,35x |
| Fixed Asset Turnover | 145,81x | 3,45x | 3,45x | 8,39x | 0,99x | 9,91x |
| Accounts Receivable Turn | 1,63x | 1,68x | 3,60x | 18,43x | 1,95x | 7,59x |
| Inventory Turnover | 0,74x | 0,22x | 0,19x | 0,78x | 0,06x | 0,46x |
| Payables turnover | 1,16x | 1,17x | 1,41x | 0,98x | (1,23x) | 1,29x |
| Short Term Liquidity | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
| Cash ratio | 0,18x | 0,50x | 0,24x | 0,40x | 1,01x | 1,29x |
| Quick Ratio | 0,70x | 0,52x | 0,24x | 0,44x | 2,06x | 0,97x |
| Current Ratio | 1,15x | 1,22x | 1,27x | 1,45x | 2,75x | 1,84x |
| CFO/ Current Liab. (Avg) | (0,22x) | 0,36x | (0,20x) | 0,59x | 1,39x | 0,49x |
| Total Debt / EBITDA | 2,5x | 3,2x | 3,3x | 0,9x | 5,0x | 1,1x |
| Net Debt / EBITDA | 1,8x | 0,4x | 1,4x | (0,1)x | (7,9)x | (3,4)x |
| Total Debt / EBIT | 2,9x | 3,6x | 3,5x | 0,9x | 6,0x | 1,2x |
| Net Debt / EBIT | 2,1x | 0,5x | 1,6x | (0,1)x | (9,5)x | (3,6)x |
| EBITDA / Int.expense (IS) | 6,1x | 7,1x | 4,5x | 20,7x | 6,4x | 8,0x |
| (EBITDA-CAPEX) / Int.expe | 3,4x | (4,1)x | 3,6x | 12,6x | 25,6x | 7,1x |
| EBITDA / Int.expense (IS) | 5,3x | 6,3x | 4,2x | 20,2x | 5,4x | 7,6x |
| EBIT/ Interest Expense (CF) | 6,1x | 7,1x | 4,5x | 20,7x | 6,4x | 8,0x |
| (EBITDA-CAPEX) / Interest | 3,4x | (4,1)x | 3,6x | 12,6x | 25,6x | 7,1x |
| EBIT / Interest Expense (CI) | 5,3x | 6,3x | 4,2x | 20,2x | 5,4x | 7,6x |
| Common Equity / Tot Asse | 15,1% | 10,7% | 8,9% | 27,6% | 45,3% | 35,5% |
| LT Debt / Equity | 1,0x | 1,7x | 1,9x | 0,5x | 0,4x | 0,3x |
| LT Debt / Capital | 0,6x | 0,6x | 0,7x | 0,3x | 0,3x | 0,3x |
| LT Debt / Assets | 14,4% | 18,2% | 0,2x | 0,1x | 0,2x | 0,1x |
| Total Debt / Equity | 2,5x | 2,6x | 2,5x | 0,8x | 0,6x | 0,3x |
| Total Debt / Capital | 1,6x | 0,9x | 0,8x | 0,5x | 0,4x | 0,3x |
| Total Debt / Assets | 37,7% | 27,2% | 21,9% | 21,0% | 25,3% | 11,9% |
| Net Debt / Equity | 1,8x | 0,3x | 1,1x | (0,1)x | (0,9)x | (1,0)x |
| Net Debt / Capital | 1,2x | 0,1x | 0,4x | (0,0)x | (0,6)x | (0,7)x |
| Net Debt / Assets | 27,1% | 3,6% | 9,7% | (1,7)% | (39,8)% | (35,5)% |

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.

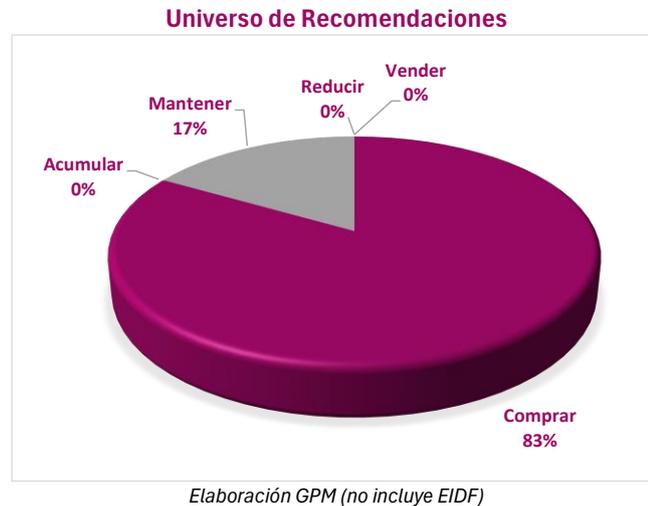
Entre estas medidas, se encuentra la prohibición para los analistas y cualquier otra persona involucrada en la elaboración del informe de operar en el valor analizado o en instrumentos relacionados, si tienen conocimiento de información no pública o no revelada a los clientes sobre las fechas de difusión 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 producción: 5 de septiembre de 2024 @ 14:30

Fecha de difusión: 5 de septiembre de 2024 @ 17: 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; 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

