

GRUPO SANJOSE

Construcción

COMPRAR (desde 17/12/21)

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

Sigue cotizando lejos de su valor intrínseco

Cierre (20-06-23): 3,76 euros/acc.
P.O.: 8,78 euros/acc. (potencial +134%)

INFORMACIÓN CLAVE

Reuters / Bloomberg:	GSJ.MC/GSJ SM
Cap. Bursatil / EV	243 M / 71 M
# acciones:	65,0 M
12M Max/Min:	4,68/3,15
Perf. Rel. IBEX (1,3,6m):	-8,3%/-16,5%/-18,7%
Vol. medio acc. M Eur/M Acc.	0,105/0,025
Beta (5años)	0,94
Free-float:	33,6%
Rating(S&P, M, F)	NR / NR / NR

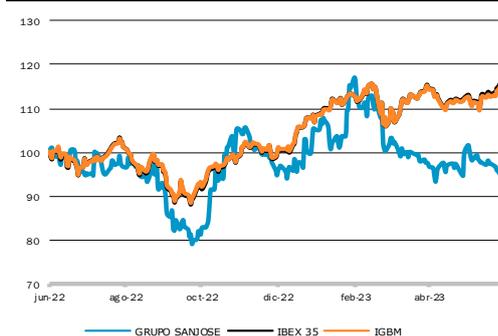
Accionistas Principales

Familia Rey 48,3%, familia Sánchez Ávalos 16,1%.

BS(e)	2022	2023e	2024e
Ventas Totales	1.092	1.174	1.187
Crec. %	17,7%	7,5%	1,1%
EBITDA	58	63	67
Crec. %	6,6%	8,2%	7,2%
Margen EBITDA	5,3%	5,3%	5,7%
EBIT	32	41	45
Crec. %	-5,1%	26,5%	8,6%
Margen EBIT	3,0%	3,5%	3,8%
BDI	15	28	30
Crec. %	11,1%	82,8%	6,3%
x ACC.	2022	2023e	2024e
BPA	0,24	0,43	0,46
Crec. %	11,1%	82,8%	6,3%
BPA Ajustado	0,29	0,45	0,48
Crec. %	-11,8%	54,7%	6,1%
DPA	0,10	0,10	0,10
Crec. %	0,0%	0,0%	0,0%
CFPA	0,38	0,57	0,59
Crec. %	9,9%	50,3%	4,8%
RATIOS	2022	2023e	2024e
PER	15,79x	8,64x	8,13x
PER Ajustado	12,90x	8,34x	7,86x
PCF	9,92x	6,60x	6,29x
PVC	1,39x	1,24x	1,11x
ROE	8,8%	14,3%	13,6%
Yield	2,7%	2,7%	2,7%
EV/Ventas	0,05x	0,06x	0,05x
EV/EBITDA	1,03x	1,14x	0,96x
EV/EBIT	1,85x	1,74x	1,45x
Deuda/EBITDA	-3,71x	-3,25x	-3,13x

Fuente: Análisis BS

Compañía vs País e Índice IBEX:



Fuente: Bloomberg

- Sin grandes cambios en la valoración.** Aunque desde nuestro anterior informe el entorno macroeconómico y de tipos de interés ha empeorado el impacto en nuestro P.O. no es significativo (-9% hasta 8,78 euros/acc.) gracias a que también hay efectos específicos positivos que compensan por este deterioro de la economía (avance urbanístico en Madrid Nuevo Norte, generación de caja acumulada, evolución en bolsa de su participada Carlos Casado, etc) en una compañía que no tiene deuda en balance (las subidas de tipos no perjudican la PyG). Reiteramos nuestra recomendación de **COMPRAR**.
- El ejercicio 2022 fue complicado** por el aumento de los costes de construcción y la fuerte volatilidad de los precios energéticos **pero el año 2023 ha comenzado bien**, con un crecimiento de ingresos y EBITDA consolidado en 1T'23 de +17% y +32% respectivamente (gracias a construcción, principalmente). En ese sentido, recientemente revisamos al alza nuestras estimaciones de ingresos consolidados para reflejar el buen comienzo del año. En 2023 esperamos ver un crecimiento de dígito sencillo alto en ingresos con una ligera caída de los márgenes debido a un efecto base por una plusvalía generada en 2022 en el negocio inmobiliario. Ajustado por este efecto, deberíamos ver una mejora de márgenes en el consolidado (como en Rdos. 1T'23).
- Madrid Nuevo Norte (MNN) obligará a invertir más.** Con la fase de ejecución de MNN ya en marcha, lo cual es una buena noticia, comienza un periodo de mayores inversiones para GSJ (tiene exposición a MNN vía su 10% en CreaMNN). El proyecto es muy grande pero el montante de la inversión para GSJ es manejable porque es a muy largo plazo, con un calendario de pagos previstos que reparte en el tiempo los desembolsos a realizar, y porque tiene una participación minoritaria. Aunque la cifra final de inversión es incierta, porque depende de cómo se estructure la operación y eso no depende de GSJ, nosotros estimamos inversiones por valor de 100 M euros en los 3 próximos años (49% de la caja neta a marzo'23). La cifra final podría ser significativamente más baja si CMNN asume deuda y vende parte de los terrenos (ambas cosas son previsibles).
- GSJ sigue teniendo un balance muy sólido**, con una posición de **caja neta** a marzo'23 de 203 M euros. Si ajustamos la cifra por el importe de las provisiones en balance el dato sería de 143 M euros (129 M euros a marzo'22), equivalente al 59% de la capitalización bursátil. Debido a las inversiones que la compañía debe acometer, por lo comentado en el párrafo anterior, es previsible que esta cifra se vea reducida en los próximos años.
- Seguimos viendo mucho valor oculto en la acción**, que cotiza muy lejos de lo que sugiere la suma de los distintos activos de la compañía. En nuestra opinión, la razón de este descuento, que es del -57%, podría deberse a su reducida liquidez, a la estructura de holding (donde dos familias controlan la compañía), a la falta de encaje estratégico de algunos de los activos y a la limitada visibilidad sobre el plan de inversiones a futuro. La acción acumula una rentabilidad de -3% en 2023.

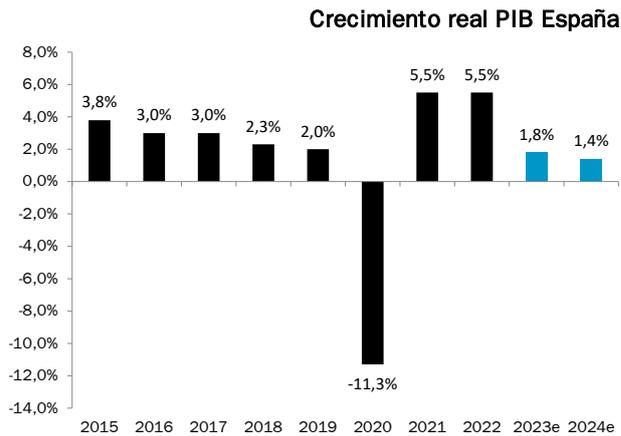
Índice

1. EL ENTORNO MACRO: TIPOS MÁS ALTOS Y FUERTE RALENTIZACIÓN DEL CRECIMIENTO	3
2. REVISAMOS NUESTRA VALORACIÓN PARA ADAPTARLO AL NUEVO ENTORNO	4
3. MADRID NUEVO NORTE YA ESTÁ EN FASE DE EJECUCIÓN	5
4. EVOLUCIÓN PREVISTA DE LOS RESULTADOS EN 2023	6
<i>Construcción (89% de la cifra de negocio): más obra pero con margen más bajo</i>	<i>6</i>
<i>Concesiones (7% de la cifra de negocio): estabilidad de ingresos con margen más alto</i>	<i>7</i>
<i>Energía (1% de la cifra de negocio): 2023 debería ser mejor tras un 2022 muy volátil.....</i>	<i>7</i>
<i>Inmobiliario (2% de la cifra de negocio). Buscando suelo para seguir promoviendo.....</i>	<i>8</i>
5. INVERSIONES, FLUJOS DE CAJA Y BALANCE.....	9
6. NUEVA VALORACIÓN: 8,78 EUROS/ACC.	11
<i>Análisis de sensibilidad</i>	<i>15</i>
<i>Ratios de compañías comparables</i>	<i>16</i>
7. DATOS FINANCIEROS	17
8. DATOS OPERATIVOS.....	17

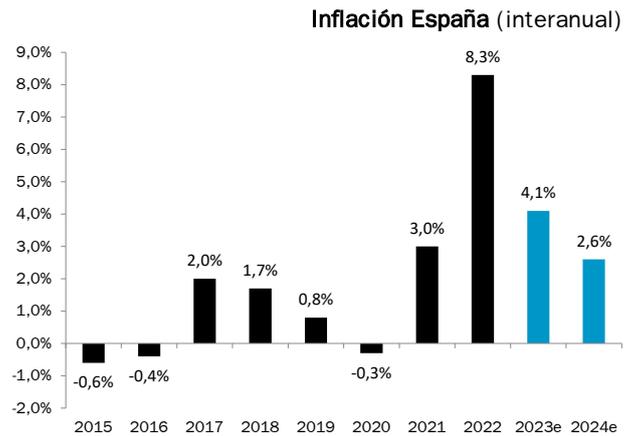
1. EL ENTORNO MACRO: TIPOS MÁS ALTOS Y FUERTE RALENTIZACIÓN DEL CRECIMIENTO

Las estimaciones de consenso (Bloomberg) apuntan a un crecimiento del PIB en España del +1,8% en 2023 y del +1,4% en 2024. Así, esperamos ver un crecimiento moderado de la actividad económica en España pero con una fuerte ralentización frente a los dos últimos años (en los que el efecto base por el desplome asociado a la pandemia fue muy significativo).

En 2022, la guerra de Ucrania tuvo un impacto significativo en la inflación en Europa (vía aumento de los costes energéticos) que ya de por sí era elevada tras los fuertes estímulos de las autoridades monetarias durante los años de la pandemia. Tras la actuación de los bancos centrales en sentido contrario, para intentar controlar la inflación, los tipos de interés subieron abruptamente mientras que las proyecciones de crecimiento económico iban rebajándose según transcurrían los meses.



Fuente: Bloomberg (consenso Bloomberg para 2023 y 2024), BS Análisis



Fuente: Bloomberg (consenso Bloomberg para 2023 y 2024)

2. REVISAMOS NUESTRA VALORACIÓN PARA ADAPTARLO AL NUEVO ENTORNO

Impacto reducido en valoración por otros efectos que compensan la debilidad del entorno macroeconómico

Aunque desde nuestro anterior informe de valoración, a finales de 2021, el entorno macroeconómico y de tipos de interés ha cambiado sustancialmente (a peor) el impacto en nuestra valoración no es significativo gracias a que también hay efectos específicos positivos que compensan por el deterioro de las expectativas en otros aspectos.

En positivo:

- GSJ tiene un balance sólido (con una posición neta de tesorería) por lo que el incremento de tipos no le afecta negativamente en cuenta de resultados (de hecho, podría mejorar sus ingresos financieros).
- El avance en el desarrollo urbanístico de Madrid Nuevo Norte (MNN) es positivo para la valoración de ese activo.
- Los fondos europeos (NextGen, etc) y otros programas de inversión estatales podrían compensar en la cartera de obra el efecto negativo del deterioro de la actividad económica.
- GSJ ha vendido activos inmobiliarios (suelo rústico en Portugal) a un valor cercano al de tasación, cuando el mercado implícitamente valora ese negocio con fuerte descuento.
- El valor de mercado (según Bolsa) en euros de Carlos Casado (GSJ 52%) ha aumentado un +153% desde nuestro anterior informe de valoración.

En negativo:

- El incremento de costes de construcción afecta negativamente a los márgenes de la división y al valor del suelo en desarrollo (CMNN).
- La nueva Ley de Vivienda en España puede frenar el negocio de construcción residencial en BtR (desarrollo con destino al alquiler), segmento en el que GSJ estaba ganando cartera de obra en los últimos años.
- La fuerte subida de tipos de interés impacta a las valoraciones en general, y a las inmobiliarias específicamente. Las inmobiliarias cotizadas han tenido un mal comportamiento en Bolsa en el último año.
- La volatilidad de los costes energéticos (y específicamente el precio del gas) está afectando negativamente al negocio de energía.

En este informe actualizamos nuestra valoración. Como veremos con detalle más adelante (en las páginas 11-14) nuestro P.O. cae un -9% hasta 8,78 euros/acc. Dado que la acción cotiza en mercado a 3,76 euros, el potencial es todavía muy amplio (+134%).

3. MADRID NUEVO NORTE YA ESTÁ EN FASE DE EJECUCIÓN

El ámbito Madrid Nuevo Norte (MNN) sigue avanzando urbanísticamente, tras más de 28 años de planificación, y por fin se encuentra en su fase de ejecución. Durante 2022 y principios de 2023 fueron resueltos los últimos obstáculos administrativos (y judiciales) relevantes y actualmente se está produciendo el cierre de la transmisión de los terrenos. El inicio de las obras es inminente y de hecho ya han empezado los trabajos para soterrar las vías en la Estación de Chamartín.

Con todos los permisos administrativos concedidos, Madrid Nuevo Norte ya está en fase de ejecución

GSJ tiene exposición a este desarrollo a través de su participación del 10% en **Crea Madrid Nuevo Norte** (CMNN, antiguamente conocido como Distrito Castellana Norte), que es a su vez propietaria de c.40% de los derechos de edificación sobre el ámbito (con un peso mayor en la parte de oficinas y menor en residencial). Los otros accionistas de CMNN son BBVA (75%) y Merlin Properties, a la que GSJ vendió un 14,5% a finales del año 2019.

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

Según CMNN, el objetivo es iniciar las obras de urbanización a finales del año 2023 en Las Tablas Oeste y, aproximadamente, un año después podría darse comienzo a la urbanización de los ámbitos de Centro de Negocios Chamartín y de Malmea-San Roque-Tres Olivos. El proyecto, que es grande, podría tardar entre 10 y 20 años en estar terminado. Entre las obras de urbanización y acondicionamiento previstas destaca el soterramiento de las vías de tren del entorno de la estación de Chamartín y la construcción de cinco puentes, dos de ellos para cruzar la M-30 y tres sobre las vías del tren, así como un túnel y una pasarela peatonal.

MADRID NUEVO NORTE ¹



1. Incluye la superficie del 100% del ámbito. CreaMNN tiene derechos sobre c.40% de dicha superficie pero éste porcentaje varía en función de la zona.

Fuente: CMNN

4. EVOLUCIÓN PREVISTA DE LOS RESULTADOS EN 2023

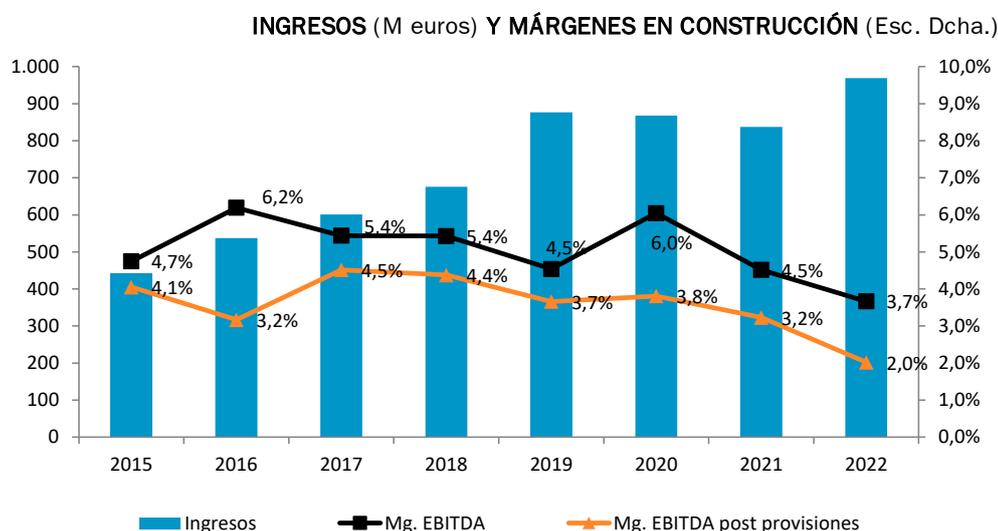
A continuación repasamos como fue el año 2022 y que esperamos para este 2023.

Construcción (89% de la cifra de negocio): más obra pero con margen más bajo

Mejora de márgenes en construcción prevista en 2023

Desde el año 2020 los costes de construcción han aumentado significativamente por la combinación de problemas en la cadena de suministro junto con un aumento de los costes de las materias primas, especialmente las energéticas (con el impacto que esto tiene en toda la estructura de costes). Aunque la inflación de costes de muchas materias primas empezó a ralentizar a mediados del año pasado, e incluso a bajar, estamos viendo una segunda ronda de inflación por el aumento de los costes de personal y otros servicios, a medida que se revisan las condiciones salariales para compensar por la pérdida de poder adquisitivo reciente.

Es cierto que desde hace algún tiempo es frecuente incluir cláusulas en los contratos de obra que prevén compensaciones para absorber subidas no previstas de los costes de construcción, pero aún así el sector no ha sido capaz de trasladar toda la inflación de costes a clientes por lo que los márgenes de construcción se han resentido. En el caso de GSJ, en 2022 registró un incremento del volumen de negocio del +16% con una caída del EBITDA del -6% (margen -85 pbs hasta el 3,7%). Creemos que el incremento de los costes de construcción, que la compañía no ha podido trasladar totalmente a clientes, está detrás del deterioro de márgenes el año pasado.



Fuente: Grupo SANJOSE, BS Análisis

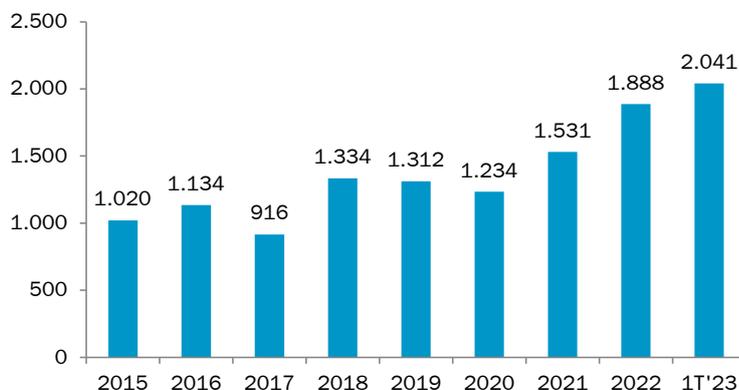
Fuerte crecimiento de la cartera de obra

En ese sentido, el 1T'23 fue positivo porque registró un incremento del volumen de negocio del +14%, un ritmo de crecimiento similar al de los últimos trimestres, pero el EBITDA subió todavía más: un +27%, de manera que el margen sobre ventas mejoró +38 pbs frente al año pasado hasta el 3,7%. Entendemos que esta mejora de margen es la consecuencia del mayor peso, en la cuenta de resultados, de la cartera de obra firmada tras el comienzo del repunte de la inflación (a finales de 2021). Como hemos comentado anteriormente, desde entonces, las condiciones de los nuevos contratos reflejan el efecto de la inflación en los costes.

También hay que destacar que **la cartera de obra nueva creció con fuerza en 2022 (+23%)**, y en 1T'23 hemos visto un crecimiento adicional del +8% sobre el nivel de diciembre'22, hasta los 2.041 M euros (c.24 meses de actividad). Edificación, tanto residencial como no residencial, es la tipología que más crece (residencial representa el 41% del total).

De cara al resto de 2023 creemos que, si el entorno macroeconómico lo permite, la evolución debería seguir siendo razonablemente buena. Dicho esto, la nueva Ley de Vivienda en España, recientemente aprobada, junto a la subida de tipos y costes de construcción podría frenar inversiones previstas en el negocio BtR residencial (promoción residencial destinada al alquiler), segmento en el que GSJ tenía buenas perspectivas de captación de obra.

EVOLUCIÓN CARTERA DE OBRA EN CONSTRUCCIÓN (M euros)



Fuente: Grupo SANJOSE

Concesiones (7% de la cifra de negocio): estabilidad de ingresos con margen más alto

Este negocio tuvo un 2022 discreto, con un crecimiento de ingresos y EBITDA del +26% y del +4% respectivamente, mientras que en 1T'23 los ingresos crecieron un +21% pero el EBITDA solo sube un +3% (margen -140 pbs vs 1T'23).

Esta división presenta una volatilidad trimestral notable, en 2023 esperamos un crecimiento de ingresos y EBITDA del +0% y del +10% respectivamente.

Energía (1% de la cifra de negocio): 2023 debería ser mejor tras un 2022 muy volátil

Energía ha empezado mal el año pero esperamos una mejora en el resto del ejercicio

El año 2022 fue muy complicado por la **elevadísima volatilidad de los precios de la energía** (y materias primas asociadas) y por cómo funcionan, en su planta de poli-generación de Barcelona, los mecanismos de precios contratados con clientes y proveedores: los precios de venta están indexados a referencias de mercado, pero con un retraso de cerca de un año, mientras que las compras de gas (la materia prima utilizada para generar energía) captan la variación de precios mucho antes ya que se hacen a precios similares al *spot*. El margen operativo de esa planta ha pasado del 15,9% en 2020 al 4,3% en el 2021 y al 1,9% en 2022.

Por ese motivo el margen de toda la división estrechó fuertemente en 2022 (margen -832 pbs vs 2021) con los ingresos creciendo un +57% mientras que el EBITDA cayó un -6%.

En condiciones normales, este efecto debería revertir en 2023, cuando los precios de venta deberían recoger la fuerte subida del precio del gas de la primera mitad de 2022 (positivo para los ingresos) mientras que los precios de compra deberían reflejar la caída de los precios del gas observada desde el 3T'22, de manera que los ingresos crecerían más que los costes de aprovisionamiento.

Pero lo cierto es que en 1T'23 el negocio de energía no consiguió recuperarse y presentó caídas de ingresos (-23%) y EBITDA (-25%). La mala evolución se debe a una base comparable difícil de batir (el 1T'22 fue bueno en esta división) derivado de la falta de capacidad para trasladar a clientes toda la subida de los precios de las *commodities* energéticas. Esperamos una mejora de los márgenes para el resto del año.

La visibilidad de este negocio será lógicamente más baja de lo habitual mientras siga existiendo volatilidad en los mercados energéticos y, a la vista de lo observado en 1T'23, no esperamos una recuperación de los ingresos en lo que resta de ejercicio aunque sí una mejora de márgenes (por el menor precio del gas). Estimamos ingresos planos y mejora de EBITDA del +60%.

Inmobiliario (2% de la cifra de negocio). Buscando suelo para seguir promoviendo.

El año 2022 fue bueno en márgenes, con los ingresos creciendo un +35% y el EBITDA un +113% (margen +1.215 pbs hasta el 33%), pero esto es debido a un no recurrente, por la venta de un activo en Portugal (Herdade de Palheta, un complejo hotelero con mucho suelo rústico por 7,5 M euros). En este sentido, hay que destacar como positivo que, según la compañía, el precio de venta obtenido estaba en línea con la tasación (cuando en el mercado la acción parece estar valorando implícitamente los activos inmobiliarios con fuertes descuentos sobre el valor tasado).

La mayor parte de la cifra de ingresos recurrente de este negocio correspondiente a la actividad que el Grupo lleva a cabo en Perú, en el desarrollo, comercialización y entrega de viviendas en la promoción "Condominio Nuevavista", en Lima. Las obras de este proyecto se iniciaron en 2018, por fases, y está prevista la construcción de un total de 1.104 viviendas. En la actualidad la compañía está buscando suelo para continuar promoviendo en el país.

En 2023 esperamos una caída de ingresos del -22% y del EBITDA del -49%, que es debida a un efecto base derivado de la venta del activo en Portugal en 2022. Ajustando por ese efecto los ingresos crecerían un +4 y el EBITDA caería un -18% (margen de 22%).

Del resto de negocios habría que mencionar a Comercial Udra (distribución de ropa y accesorios deportivos) que tuvo un año bueno, con un incremento de ingresos y EBITDA del +32% y del +59% respectivamente hasta alcanzar un EBITDA de 3,4 M euros (6% del total del grupo) y un BDI de 2,4 M euros.

De cara a 2023 esperamos una mejora de ingresos consolidados del +7% con una ligera caída de los márgenes por una peor evolución en márgenes del inmobiliario (por el efecto base de la plusvalía comentado anteriormente). Como es natural, la división de construcción es la que aporta el crecimiento.

M euros	ESTIMACIONES DIVISIONALES				
	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Construcción	838	969	1.066	1.082	1.071
Var %	-3%	16%	10%	2%	-1%
Inmob.	17	23	18	18	18
Var %	101%	35%	-22%	1%	0%
Energía	11	18	18	15	15
Var %	6%	57%	0%	-15%	0%
Concesiones	52	66	66	66	66
Ajustes	9	16	6	6	6
INGRESOS	928	1.092	1.174	1.187	1.177
Var %	-4%	18%	7%	1%	-1%
Construcción	38	36	43	49	48
Margen %	5%	4%	4%	5%	5%
Inmob.	4	8	4	4	3
Margen %	21%	33%	22%	22%	16%
Energía	2	2	4	3	3
Margen %	21%	12%	20%	20%	20%
Concesiones	3	3	3	3	3
Margen %	6%	5%	5%	5%	5%
Ajustes	8	9	9,2	8	8
EBITDA	54	58	63	67	66
Var %	-27%	7%	8%	7%	-2%
Margen %	5,9%	5,3%	5,3%	5,7%	5,6%

Fuente: BS Análisis.

5. INVERSIONES, FLUJOS DE CAJA Y BALANCE

Empieza una etapa de mayores inversiones

En el corto y medio plazo **el nivel de inversiones será mayor que el de los últimos años** por el comienzo de la fase de ejecución de Madrid Nuevo Norte. Aunque la parte más importante de la inversión, la compra de los terrenos, se paga a muy largo plazo (c.20 años) también hay inversiones relevantes por la urbanización de los terrenos, que en parte recae en la iniciativa privada y que generará desembolsos a corto plazo. **Los números finales de inversión, y su calendario de pagos asociado, dependerá de cómo se estructure finalmente la operación** dado que CMNN tiene derechos sobre una tipología amplia de terrenos (tanto residencial como terciario) y no descartamos que se vendan activos o se restructure la sociedad para separar el desarrollo de las distintas tipologías. Es conocido, por ejemplo, que a Merlin Properties le interesa exclusivamente el negocio de oficinas y no tiene interés en desarrollar la parte residencial. En cualquier caso, dado que BBVA controla la sociedad, con su 75%, al final será la entidad financiera la que decida el futuro de la operación. También es muy probable que BBVA venda su participación en la sociedad ya que entendemos que no tiene vocación de promotor inmobiliario.

Nosotros estimamos que por su participación del 10%, y asumiendo que CMNN no se apalanca, GSJ tendrá que hacer frente a unas inversiones en Madrid Nuevo Norte de c.46 M euros en 2023 y de c.28 M euros al año en 2024 y 2025. Consideramos que este es **un escenario de máximos** dado que **lo razonable es que CMNN asuma deuda para acometer el proyecto**, de manera que no sería necesario que los accionistas realizasen inyecciones de fondos propios del mismo importe que las inversiones. Adicionalmente, como ya hemos comentado, es previsible que CMNN no desarrolle todo el suelo que tiene y venda activos, lo que implicaría unos niveles de inversión más bajos.

Estos 33 M euros de promedio anual en 2023-2025 compara con una media de 13 M euros al año en todas las divisiones en los últimos 5 años. Las inversiones acumuladas de 100 M euros en los 3 próximos años representarían el 49% de la caja neta a marzo'23.

Respecto al resto de negocios, podríamos ver inversiones en el negocio de energía (para desarrollar el parque eólico en Galicia) y en un nuevo suelo en Perú, aunque no las hemos incluido en nuestras estimaciones por no estar confirmados los proyectos. La compañía no tiene un objetivo de apalancamiento definido ni plan de inversiones publicado y tomará decisiones de inversión caso a caso, según vayan surgiendo oportunidades.

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

Debido al esfuerzo inversor, esperamos que en los próximos 3 años la compañía genere un promedio anual de caja (antes de financieros y pago de dividendos) de apenas 2 M euros.

CASH FLOW - M euros	CASHFLOW				
	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBITDA	54	58	63	67	66
Financieros	-8	-7	4	4	3
Var circulante/Otros	4	-1	4	2	-2
Otros (Provisiones y deterioros)	-9	-16	-12	-13	-13
Impuestos	-9	-10	-18	-19	-18
CF Operativo	32	24	41	41	35
Inversiones	-10	-15	-46	-28	-28
Desinversiones	0	0	0	0	0
Dividendos	-7	-7	-7	-7	-7
CF Total	16	3	-12	7	1
Flujo de caja libre	31	16	-9	10	5

Fuente: BS Análisis

Respecto a la política de remuneración al accionista, no hay nada definido de manera formal. En los últimos años ha pagado un dividendo anual por valor de 6,5 M euros (equivalentes a una yield del c.2,5% a los precios actuales).

Una posición de caja neta ajustada que representa el 59% de la capitalización bursátil

El balance es muy sólido. Desde la venta de un paquete de acciones de CMNN a Merlin Properties **GSJ presenta una elevada posición de tesorería en su balance.** A marzo'23, ésta ascendía a 203 M euros, equivalente al 83% de su capitalización bursátil a la hora de escribir este informe, aunque si ajustamos la cifra por las provisiones el nivel de caja neta descendería hasta los 143 M euros (59% de su capitalización).

Respecto a las provisiones, a mar'23 el grupo había registrado en balance provisiones por valor de 60 M euros. En los últimos 5 años la compañía ha dotado provisiones por un importe medio de 12 M euros (1,4% de los ingresos totales).

BALANCE - M euros	BALANCE (a diciembre)				
	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Inmovilizado	106	113	151	170	189
Inv. Asoc. y Fin. LP	43	41	42	43	44
Otros	39	38	38	38	38
Existencias	83	86	85	84	83
Deudores Comerc.	349	372	411	416	412
Efectivo y otros	314	328	317	324	325
ACTIVO	933	979	1.043	1.074	1.090
Fondos propios	152	174	196	219	241
Minoritarios	30	32	32	32	32
Provisiones	66	63	63	63	63
Deuda financiera	114	113	113	113	113
Acreedores Comerc.	552	577	620	627	622
Otros	19	19	19	19	19
PASIVO	933	979	1.043	1.074	1.090

Fuente: BS Análisis

También es importante señalar que el balance de GSJ infravalora el peso de sus participaciones inmobiliarias dado que estas son contabilizadas a precio de adquisición mientras que su valor actual es, en la mayoría de los casos, superior. Como ejemplo cabe mencionar la participación del 10% en DCN, que está valorada en balance a 16,9 M euros mientras que su valor de mercado podría ser de al menos 116 M euros en base a la transacción realizada con MRL en 2019.

6. NUEVA VALORACIÓN: 8,78 EUROS/ACC.

Valoramos la compañía en 8,78 euros/acc. (vs. 9,65 euros/acc. previo, potencial +134%). Para calcular nuestro precio objetivo, y debido a la distinta naturaleza de las actividades que realiza la compañía, hemos utilizado **una suma de las distintas partes que componen GSJ en base a dos escenarios, pesimista y optimista**. El P.O. es la media de estos dos escenarios.

Como se puede ver en la tabla a continuación, 143 M euros o **2,20 euros/acc corresponden a la posición neta de tesorería ajustada por el 100% de las provisiones** (equivalente al 59% de su capitalización bursátil).

VALORACIÓN POR SUMA DE PARTES (*)

M euros	Valor empresa		Comentario
	Pesimista	Optimista	
Construcción	128	180	Rango EBITDA normalizado de 32-45 M euros y múltiplo de 4,0x
CMNN	123	160	Mínimo es la valoración del acuerdo MRL de 2019 y máximo asume +30% de prima
Concesiones	15	21	Múltiplo de EBITDA'22 de 5x-7x
Energía	35	39	Valor neto activos regulados y múltiplo de EBITDA plantas en operación
Activos inmobiliarios (ex DCN)	85	132	Valor tasado a dic'22 -66% de docto. (rango mínimo) y -47% (máximo)
Carlos Casado	40	40	En base a su valor en Bolsa (junio'23)
Otros activos	15	20	Comercial Udra y otras inversiones disponibles para la venta
EV	442	592	
Descuento por holding (10%)	-44	-59	
EV Ajustado	397	532	
+ Créditos fiscales	0	0	
+/- Caja/(DFN)	203	203	
- Provisiones	-60	-60	Incluimos el 100% del valor en balance a marzo'23
- Minoritarios	-31	-31	
- Otros Ajustes	-7	-7	Por el dividendo pagado en mayo (no reflejado en la cifra de caja)
Valor fondos propios	503	638	
Número de acciones (M)	65	65	
Valor por acción	7,74	9,82	
Precio Objetivo	8,78		P.O. es promedio de ambos escenarios

(*) Aunque el dato de DFN es el de cierre de Marzo'23 y el de la tasación inmobiliaria es de Diciembre'22, en 1T'23 no se han producido ventas de activos que distorsionen la comparativa

Metodología: Modelos propios BS Análisis

A continuación repasamos la metodología utilizada para valorar cada activo o línea de negocio:

Precio objetivo de 8,78 euros/acc.

Construcción. Hemos rebajado un -16% la valoración de esta división, la de mayor peso, tras recortar el EBITDA promedio previsto **tras la subida de los costes de construcción** que hemos visto en el último año.

Valoramos la división en base a un múltiplo de EBITDA normalizado (no el real para 2023) donde la variable utilizada para determinar los dos límites del rango es el EBITDA normalizado: 32 M euros en el límite inferior y 45 M euros en el superior (antes 60 M euros). La media de EBITDA de los últimos 10 años, que incluye ejercicios de muy baja actividad como los del periodo 2013-2015, es de 32 M euros. Si tomamos la media de los últimos 5 años el dato es de 40 M euros (28 M ajustado por provisiones). La estimación del rango de EBITDA resulta de aplicar un margen sobre ingresos de entre un 4,0% y un 4,5% (compara con 4,8% en últimos 5 años) para unos ingresos de entre 800 M euros (rango bajo) y 1.000 M euros (alto). La media de ingresos de los últimos 5 años es de 845 M euros.

En ambos casos, al EBITDA resultante le aplicamos **un múltiplo de 4x**, que es el que el mercado habitualmente utiliza como referencia de valor de la división de construcción de las compañías españolas con presencia internacional (como SCYR, FCC o ACS).

Crea Madrid Nuevo Norte (CMNN). Antiguamente conocido como Distrito Castellana Norte, CMNN es **uno de los activos con mayor valor de GSJ**. La compañía posee el 10% de esta sociedad, que es propietaria de parte de los derechos de edificación sobre el ámbito Madrid Nuevo Norte. Los otros accionistas en DCN son BBVA (75%) y Merlin Properties, a la que GSJ vendió un 14,5% a finales del año 2019.

Ligera mejora de la valoración de CMNN

Nuestra valoración de este activo no ha cambiado sustancialmente desde nuestro anterior informe ya que aunque el ámbito **ha cumplido hitos urbanísticos** que aumentan su valor de mercado también se han producido, en nuestra opinión, dos efectos con sesgo negativo sobre la valoración como **(i)** la perspectiva de generación de valor del suelo terciario es ahora peor que hace año y medio, como se deduce de los descuentos a los que cotizan las grandes socimis de oficinas en la bolsa española y **(ii)** la pérdida del derecho de tanteo sobre las participaciones del resto de accionistas tras el laudo de finales del año pasado que enfrentó a GSJ y MRL contra BBVA. Entendemos que tras el laudo desfavorable el atractivo de la participación de GSJ ha disminuido. Nuestra valoración aumenta un +2% desde nuestro anterior informe de valoración hasta 142 M euros, lo que representa 2,18 euros por acción.

Resulta difícil calcular el valor de desarrollo de CMNN dado que hay que asumir hipótesis de valor del metro cuadrado de producto terminado, coste de construcción y promoción y tasas de riesgo en un proyecto que podría dilatarse hasta 2040 (según Merlin Properties). Por ese motivo, hemos tomado como referencia la transacción con Merlin Properties, quedándonos en la parte baja del rango, y aplicado una prima del +30% a ese valor para luego contrastar el valor resultante por metro cuadrado con transacciones de mercado. En este sentido **es importante aclarar que CMNN tiene los derechos de edificación pero todavía no es propietaria del suelo** (lo será después de realizar el cambio de titularidad en los próximos trimestres y una serie de pagos adicionales en el futuro) y además ese suelo requiere de importantes inversiones en infraestructuras y urbanización para llegar a ser suelo finalista listo para edificar.

- **Límite inferior de valoración.** Para determinar el valor de la transacción de 2019 con Merlin, que es el límite inferior de nuestro rango, hemos sumado a los 168,9 M euros desembolsados por esta a GSJ en metálico (por el 14,46%) otros 9 M euros por el crédito concedido por Merlin (recordamos que se trata de un *bullet* a 20 años a un tipo del 2%, por debajo de precio de mercado). De esta manera, asignamos a la venta del 14,46% de DCN de octubre de 2019 un valor de 178 M euros (169+9). Aplicando dicha valoración al 10% de GSJ llegamos a 123 M euros. **Entendemos que ésta es una valoración de mínimos** toda vez que desde que GSJ cerró la transacción, en 2019, **el ámbito ha cumplido hitos urbanísticos** que han aumentado su valor de mercado.
- **Para calcular el límite superior** aplicamos una prima del +30% (antes +25%) a la cifra obtenida anteriormente para llegar a una valoración de **160 M euros**. Como mencionamos anteriormente, entendemos que la participación de GSJ debería tener un valor superior al que sugiere el precio de venta a Merlin dado que desde entonces se han cumplido una serie de hitos urbanísticos que disminuyen el riesgo del suelo y aumentan el valor del activo (estimamos dicha mejora en un +30%).

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

Concesiones. Este negocio es una mezcla de servicios diversos y concesiones (los hospitales en Chile) y lo valoramos a un rango de 5x a 7x EBITDA (sin cambios), que son las métricas habituales para este tipo de negocios. ACS obtuvo algo más de 8,75x por la venta de Urbaser (servicios urbanos), en FCC se acaba de cerrar la venta de un 25% de su negocio de servicios medioambientales a 8x mientras que en nuestra valoración del negocio de servicios de Sacyr, con menor valor añadido, utilizamos unos múltiplos más reducidos (6,5x). El múltiplo debería oscilar en función del valor añadido, el crecimiento esperado y la dinámica competitiva del segmento en el que se opere, motivo por el cual el negocio de gestión del agua (y en menor medida, gestión de residuos) suele tener múltiplos más altos.

Energía. En esta división **hemos rebajado nuestra valoración un -10%** debido al impacto negativo en la rentabilidad del negocio del fuerte aumento de los precios energéticos, especialmente en la planta de poligeneración de Barcelona.

En dicha planta aplicamos un múltiplo de entre 10x y 14x al EBITDA promedio 2019-2022 (que es de 1,1 M euros). Como ya hemos comentado este activo está viendo bastante volatilidad en la cuenta de resultados debido a las fuertes variaciones en el precio de suministro del gas.

Para valorar la planta fotovoltaica de Jaén, y dado que es un activo regulado, tomamos como referencia el Valor Neto del Activo (según referencia del BOE 14 de diciembre de 2022) que es de algo menos de 4 M euros por MW instalado.

Por último, valoramos **los derechos de construcción de un parque eólico en Galicia** (c.28 MW en la provincia de Lugo) en un rango de 4,4 y 5,9 M euros en base a un rango de múltiplos de 0,15x-0,20x respectivamente el valor estimado de construcción. Por lo que estamos observando en algunas cotizadas de renovables (como Acciona Energía, etc) el mercado parece estar implícitamente dispuesto a pagar menores precios por los derechos de construcción de activos eólicos de lo que se observa en algunas transacciones en el mercado directo (o privado). Nosotros estamos cómodos con el múltiplo que utilizamos, que está más en línea con el de las cotizadas, y creemos que refleja el riesgo de ejecución y margen de la obra. En ese sentido, en el último año y medio ha aumentado el coste de desarrollo de este tipo de activos y también se han producido cuellos de botella y problemas de suministro en algunos componentes clave. La valoración por MW sería de 150.000 y 200.000 euros en los límites inferior y superior respectivamente.

En total, **valoramos el negocio de energía de GSJ entre 35 y 39 M euros** (7% del EV total en el punto medio del rango). Para los activos en operación el múltiplo de EBITDA implícito es de 11x y 12x en el rango bajo y alto respectivamente.

La cartera inmobiliaria tiene muy poca visibilidad pero, desde luego, no vale cero

Activos inmobiliarios. La compañía posee una cartera de diversos activos inmobiliarios, que **aunque no tiene un impacto relevante en la cuenta de resultados si tiene su relevancia en la valoración.** Hemos tomado como referencia la última tasación de activos publicada a la que le hemos aplicado un descuento significativo en base a la tipología del activo.

A la vista de la venta del activo en Portugal y del mal comportamiento registrado por el sector inmobiliario en Bolsa en los últimos 12 meses (c.-20% y -35% vs Ibex), afectado por el temor a una ralentización económica y por el aumento de los tipos de interés, hemos rebajado nuestras estimaciones sobre el valor de la cartera de GSJ en un -27% hasta 109 M euros (equivalente al 22% del valor empresa del grupo). La cifra indicada es el punto medio de un rango amplio de entre 85 y 132 M euros.

Los descuentos aplicados se basan en nuestras estimaciones y en comparables de mercado por tipos de activos (tanto promotoras españolas como socimis). Todas las inmobiliarias españolas relevantes cotizan con fuertes descuentos frente al valor de tasación de los activos (nos referimos al Gross Asset Value (GAV), no al NAV), que varía desde el -45% de Metrovacesa al -34% de Lar España. Entendemos que el descuento debe variar en función de las perspectivas de evolución de la tasación ajustada por el riesgo y de la liquidez/facilidad para vender el activo. En ese sentido, el sesgo de la cartera de GSJ a suelo inmaduro, activos retail y a países como Argentina penaliza la valoración.

En la tabla a continuación podemos ver el valor de la tasación y el rango de valoración propuesto, cuyo punto medio es de 109 M euros (vs valor tasado de 248 M euros).

VALORACIÓN CARTERA DE ACTIVOS INMOBILIARIOS (no incluye CMNN)

M euros	Valor tasado	Descuento sobre tasación		Valoración	
		Mínimo	Máximo	Min	Max
Promoción terminada	16	-60%	-40%	7	10
Activos de uso propio	28	-40%	-30%	17	20
Activos en renta	83	-60%	-40%	33	50
Suelo (no incluye DCN)	96	-80%	-60%	19	39
Promoción en construcción	24	-60%	-40%	9	14
Total	248	-66%	-47%	85	132

Fuente: GSJ, BS Análisis

En la lista no está incluida la participación en CMNN que, como ya hemos comentado anteriormente, valoramos por separado.

Carlos Casado. El valor en Bolsa de esta compañía (producción agrícola y explotación ganadera, entre otros) se ha disparado en el último año y medio. Así, en moneda local (peso argentino) la capitalización bursátil ha aumentado un +470% desde nuestro anterior informe de valoración. La subida es de +153% al convertirlo en euros.

GSJ tiene una participación del 52% en Carlos Casado que valoramos en 40 M euros en base a su capitalización en Bolsa a 6 de junio de 2023 (vs 17 M euros en nuestro anterior informe).

Comercial Udra. Valoramos Comercial Udra (distribuidora mayorista de prendas deportivas y de moda) en un rango de 9 y 13 M euros (sin cambios) en base a unos ingresos estimados de 17 M y 20 M euros (el promedio en el periodo 2019/2022 es de 21 M euros) con margen del 10% y 15% respectivamente (promedio de 12,4% en 2019/2022). Al EBITDA resultante en ambos límites del rango le aplicamos un múltiplo de 5x. En términos **de PER la valoración implícita de este negocio en ambos rangos sería de 3x y 5x** en el límite inferior y superior respectivamente (sobre el beneficio promedio de los últimos 4 años). Aunque la valoración pueda parecer conservadora creemos que se justifica la prudencia en un negocio que nos parece vulnerable a los cambios que están aconteciendo en la industria de la distribución textil, donde el aumento de la penetración de las ventas online provoca que los intermediarios pierdan poder de negociación frente a clientes y proveedores.

Otros activos. Por último, incluimos a valor contable en nuestra valoración otros periféricos como la participación en Madrid Affordable Housing, Bodegas Altanza, Oryzon Genomics y otros, que están contabilizados como inversiones disponibles para la venta por 6,6 M euros.

Ajustes. Aplicamos un descuento por holding y baja liquidez del -10% a la suma total del valor de los activos debido a que, en base a nuestra experiencia, creemos que **el mercado no está dispuesto a pagar el 100% del valor de la suma de las partes de un conglomerado**, como GSJ.

Análisis de sensibilidad

Para analizar la sensibilidad de la valoración hemos tomado la división que más pesa (Construcción) y los activos que probablemente generen más dudas, por su baja visibilidad o liquidez, que son los activos inmobiliarios (ex CMNN).

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

Como se puede observar en la tabla a continuación, incluso en un escenario de valor inmobiliario cero (descuento del -100% frente a valor tasado) el P.O. seguiría siendo muy superior al precio de mercado, de c.4 euros/acc.

ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD

		Descuento activos inmobiliarios sobre la tasación				
		-100%	-75%	-56%	-25%	0%
Contratación Recurrente Construcción	600	6,55	7,41	8,06	9,13	9,98
	700	6,79	7,65	8,29	9,36	10,22
	800	7,02	7,88	8,53	9,60	10,45
	900	7,26	8,12	8,78	9,83	10,69
	1.000	7,50	8,35	9,00	10,07	10,92
	1.100	7,73	8,59	9,24	10,30	11,16
	1.200	7,97	8,82	9,47	10,54	11,39

Metodología: Modelos propios BS Análisis

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

Seguimos viendo mucho valor oculto en la acción, que cotiza muy lejos de lo que sugiere la suma de los distintos activos de la compañía. Y es que dado que la acción cotiza a 3,76 euros/acc (20-Jun) y solamente la posición de caja neta ajustada por las provisiones equivale a 2,20 euros/acc. se deduce que el valor que el mercado asigna implícitamente a los distintos negocios es de tan solo 1,56 euros/acc (vs los 6,58 euros de nuestra valoración).

En nuestra opinión, la razón de este descuento podría deberse a su **reducida liquidez** (con un volumen diario negociado de c.99.000 euros, equivalente al 0,04% de la capitalización bursátil), a la estructura de holding (donde dos familias controlan la compañía), a **la falta de encaje estratégico de algunos de los activos** y a la **limitada visibilidad sobre el plan de inversiones** a futuro.

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

Ratios de compañías comparables

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

Aunque los ratios de valoración y márgenes de las grandes constructoras **no son realmente comparables** entre sí, porque la mayor parte de ellas están diversificadas hacia otras líneas de negocio (no necesariamente similares) en la tabla a continuación se puede observar que GSJ tiene unos múltiplos de valoración más atractivos (con la excepción de la rentabilidad por dividendo, donde está por debajo). Adicionalmente, si ajustáramos el numerador de los ratios EV/EBITDA y PER por el valor de los activos que no generan EBITDA ni beneficio neto respectivamente (prácticamente todos los suelos y terrenos, incluyendo la participación en CMNN, y los derechos de promoción de eólica) los ratios serían sustancialmente más bajos lo que da una idea del valor oculto en la acción.

RATIOS DE COMPARABLES

Compañía	País	Capitaliz. (M euros)	Mg. EBITDA 2023e	Ingresos TACC'22-24e	EV/EBITDA (*)		PER		Rentab. Dividendo		DFN/ EBITDA 2023e	ROE (%) 2023
					2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e		
GSJ (*)	España	244	5,3%	6,1%	2,2x	1,9x	8,6x	8,1x	2,7%	2,7%	-3,4	14,3%
ACS	España	8.695	5,4%	4,8%	5,2x	4,9x	14,6x	13,6x	6,5%	6,5%	0,3x	9,7%
Acciona	España	8.692	17,4%	5,3%	8,0x	7,7x	17,0x	16,9x	3,0%	3,1%	3,4x	10,2%
FCC	España	4.011	17,6%	4,9%			11,2x	9,9x	4,5%	4,4%	2,2x	12,4%
OHLA	España	263	3,6%	5,4%			-109,5x	26,7x	0,0%	0,0%	-1,8x	-3,7%
Sacyr	España	2.059	25,1%	3,2%	7,5x	7,3x	11,2x	10,4x	4,2%	4,3%	5,6x	27,0%
Bouygues	Francia	11.182	8,4%	9,2%	4,4x	4,2x	9,6x	8,2x	6,0%	6,0%	1,7x	9,0%
Eiffage	Francia	9.526	17,1%	6,7%	5,8x	5,5x	9,5x	8,7x	4,0%	4,3%	2,7x	15,1%
Hochtief	Alemania	6.229	4,4%	4,6%	5,2x	5,0x	11,8x	11,2x	5,3%	5,6%	-0,1x	49,0%
Skanska	Suecia	5.988	5,2%	2,6%	5,7x	5,0x	11,0x	9,4x	5,2%	5,5%	-0,1x	13,1%
Vinci	Francia	63.281	17,3%	5,1%	7,6x	7,2x	13,8x	12,7x	4,1%	4,5%	1,5x	17,4%
MEDIA (ex GSJ)			12,1%	5,2%	5,4x	5,2x	0,0x	12,8x	4,3%	4,4%	1,5x	15,9%

(*) Deuda GSJ incluye provisiones
Fuente: Bloomberg, BS Análisis

La acción ha mostrado mucha volatilidad en los últimos años

El precio de la acción sigue mostrando mucha volatilidad en los últimos años, posiblemente debido a la baja liquidez del título.

COTIZACIÓN DE GRUPO SANJOSE



Datos semanales
Fuente: Bloomberg

7. DATOS FINANCIEROS

PERDIDAS Y GANANCIAS	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC 22/25
Ventas	962	928	1.092	1.174	1.187	1.177	2,5%
<i>Crec%</i>	0,4%	-3,6%	17,7%	7,5%	1,1%	-0,9%	
EBITDA	74,8	54,4	58,0	62,7	67,2	65,6	4,2%
<i>Crec%</i>	43,3%	-27,3%	6,6%	8,2%	7,2%	-2,4%	
<i>Margen EBITDA</i>	7,8%	5,9%	5,3%	5,3%	5,7%	5,6%	
EBIT	42,4	34,2	32,4	41,0	44,5	42,9	9,8%
<i>Crec%</i>	82,5%	-19,3%	-5,1%	26,5%	8,6%	-3,6%	
<i>Margen EBIT</i>	4,4%	3,7%	3,0%	3,5%	3,8%	3,7%	
Gastos financieros netos	1,4	-8,4	-6,6	4,1	3,5	2,5	n.a.
<i>Crec%</i>	-94,0%	-700,9%	-21,8%	-162,5%	-14,6%	-28,6%	
Impuestos	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Tasa Impositiva (%)	38,6%	39,7%	39,2%	39,0%	39,0%	39,0%	
BDI	22,1	13,9	15,4	28,1	29,9	28,3	22,6%
Nº Accs medio	65,0	65,0	65,0	65,0	65,0	65,0	
BPA	0,34 €	0,21 €	0,24 €	0,43 €	0,46 €	0,44 €	22,6%
<i>Crec%</i>	-86,5%	-37,2%	11,1%	82,8%	6,3%	-5,3%	-1,8
BPA Ajust.	0,47 €	0,33 €	0,29 €	0,45 €	0,48 €	0,45 €	15,9%
<i>Crec%</i>	15,6%	-30,5%	-11,8%	54,7%	6,1%	-5,1%	
DPA	0,10 €	0,10 €	0,10 €	0,10 €	0,10 €	0,10 €	0,0%
<i>Payout (%)</i>	4,0%	29,5%	46,9%	42,2%	23,1%	21,7%	
<i>Yield (%)</i>	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	
Capex	26,1	10,2	14,7	46,3	27,6	27,6	23,4%

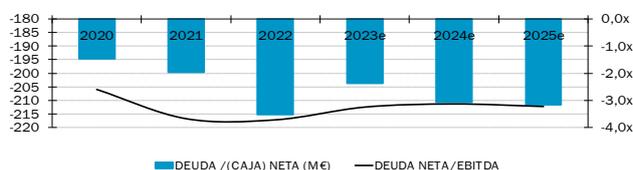
FLUJOS DE TESORERIA (M euros)	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC 22/25
EBITDA	74,8	54,4	58,0	62,7	67,2	65,6	4,2%
+Financieros	1,4	-8,4	-6,6	4,1	3,5	2,5	n.a.
-Variación Circulante Neto	25,8	4,2	-1,2	4,4	2,4	-1,9	n.a.
+/- Otros (Provisiones y deterioros)	-18,4	-8,6	-16,2	-12,0	-13,0	-13,0	-7,1%
-Impuestos	-13,9	-9,1	-9,9	-18,0	-19,1	-18,1	22,2%
Cash Flow Operativo	69,7	32,4	24,1	41,2	41,0	35,1	13,4%
-Inversiones	-26,1	-10,2	-14,7	-46,3	-27,6	-27,6	
-Dividendos	-6,5	-6,5	-6,5	-6,5	-6,5	-6,5	0,0%
Cash Flow Total	37,1	15,7	2,9	-11,6	7,0	1,0	-28,9%

BALANCE (M Euros)	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC 22/25
Activo fijo	99,3	105,7	113,3	150,8	169,7	188,5	18,5%
Circulante neto	0,5	-6,8	19,3	57,1	60,8	56,0	n.a.
<i>% circulante neto / Ventas</i>	0,0%	-0,7%	1,8%	4,9%	5,1%	4,8%	
Patrimonio neto atribuible	117,1	121,2	142,3	163,9	187,4	209,2	13,7%
Minoritarios	26,2	30,5	32,1	32,1	32,1	32,1	0,0%
Caja Neta	-194,6	-199,7	-215,2	-203,7	-210,6	-211,7	-0,6%
<i>Caja Neta / Equity</i>	-1,4x	-1,3x	-1,2x	-1,0x	-1,0x	-0,9x	
<i>Caja Neta / EBITDA</i>	-2,6x	-3,7x	-3,7x	-3,2x	-3,1x	-3,2x	
<i>% circulante neto / Ventas</i>	0,0%	-0,7%	1,8%	4,9%	5,1%	4,8%	
ROE	15,4%	9,1%	8,8%	14,3%	13,6%	11,7%	
ROCE	-103,8%	-117,4%	-226,9%	102,1%	66,3%	42,4%	

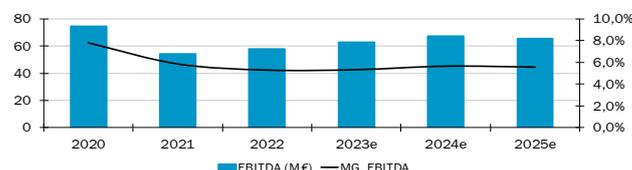
RATIOS DE MERCADO	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC 22/25
EV/Ventas	0,08x	0,08x	0,05x	0,06x	0,05x	0,05x	
EV/EBITDA	1,00x	1,36x	1,03x	1,14x	0,96x	0,97x	
ROCE/WACC	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
PER	11,02x	17,55x	15,79x	8,64x	8,13x	8,58x	
PER Ajustado	7,91x	11,38x	12,90x	8,34x	7,86x	8,29x	
P/CF	7,64x	10,89x	9,92x	6,60x	6,29x	6,56x	
P/VC	1,70x	1,60x	1,39x	1,24x	1,11x	1,01x	
FCF Yield	82,2%	21,3%	4,9%	-16,2%	10,8%	1,7%	

8. DATOS OPERATIVOS

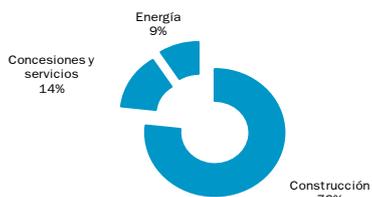
CAJA NETA Y CAJA NETA/EBITDA



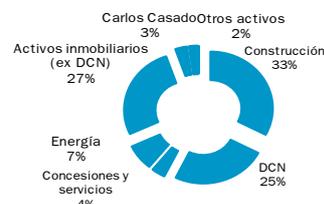
EBITDA Y MG. EBITDA



CARTERA POR TIPOLOGÍA 2022



VALOR EMPRESA ESTIMADO



Dirección Análisis

Assistants

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

Director Análisis

Nicolás Fernández: FernandezNi@bancsabadell.com

Financieras

M.ª Paz Ojeda: OjedaM@bancsabadell.com

Utilities, gas y energía

Álvaro del Pozo: Alvaro.DelPozo@bancsabadell.com
Virginia Romero: RomeroVi@bancsabadell.com
Alfredo del Cerro: delCerroA@bancsabadell.com

TMTs

Álvaro del Pozo: Alvaro.DelPozo@bancsabadell.com
Ignacio Romero: RomeroIgnacio@bancsabadell.com
Alfredo del Cerro: delCerroA@bancsabadell.com

Industriales

Óscar Rodríguez: RodriguezOsc@bancsabadell.com
Alfredo del Cerro: delCerroA@bancsabadell.com
Luis Arredondo: Arredondol@bancsabadell.com
Alfonso Mariátegui: MariateguiA@bancsabadell.com

Farmacia, química y papeleras

Luis Arredondo: Arredondol@bancsabadell.com
Alfredo del Cerro: delCerroA@bancsabadell.com
Rafael Bonardell: BonardellR@bancsabadell.com

Construcción, materiales de construcción, inmobiliarias y REITS

Ignacio Romero: RomeroIgnacio@bancsabadell.com
Alfredo del Cerro: delCerroA@bancsabadell.com
Luis Arredondo: Arredondol@bancsabadell.com

Distribución, retail, logística, alimentación y bebidas

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

Hoteles, transportes y autopistas

Rafael Bonardell: BonardellR@bancsabadell.com

Derivados, Técnico y Cuantitativo

Diego Ferrer: FerrerDiego@bancsabadell.com

Equipo Small&Medium

Ignacio Romero: RomeroIgnacio@bancsabadell.com
Alfredo del Cerro: delCerroA@bancsabadell.com
Luis Arredondo: Arredondol@bancsabadell.com

Equipo Eurostoxx50

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

Equipo ESG

Virginia Romero: RomeroVi@bancsabadell.com

Estrategia de Renta Variable y Estrategia de Crédito

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

Specialist Sales

Jorge Llorente: LlorenteJo@bancsabadell.com
Manuel Yagüe: YaguezM@bancsabadell.com
Pedro Álvarez: AlvarezPe@bancsabadell.com

Agentes

Eduardo de la Fuente: Eduardo_delafuente@agentes.bancsabadell.com

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Comunicación de intereses o conflictos de interés [Reglamento Delegado (UE) 2016/958]

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

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

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

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

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

Dicho Reglamento Interno de Conducta puede consultarse en la Web corporativa del Grupo Banco Sabadell (www.bancosabadell.com).

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

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

Banco de Sabadell, S.A. o entidades vinculadas pueden tener financiación concedida a alguno de los emisores mencionados en el presente informe.

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