

INFORME DE LA COMPAÑÍA



GRUPO SAN JOSÉ

Fecha informe 11/05/2020

Dto Research +34 913 191 684

Precio objetivo

5,99€

Nombre de valor		
ISIN	ES0180918015	
CIF	A-36046993	
Ticker	GSJ	
Nº acciones (miles acc.)	65.026	
Valor Nominal	0,03€	
Capitalización (miles €)	293.918	
Precio salida	19/07/2009	12,86 €
Último precio	11/05/2020	4,38 €
Ejercicio 2019	Precio máximo	Precio mínimo
	9,33 €	4,79 €
Ejercicio 2020	Precio máximo	Precio mínimo
	6,86 €	2,755 €
Volumen 2020 (miles acc.)	12.088	
Efectivo 2020 (miles €)	62.845	
Principales Accionistas		
Jacinto Rey González	48,291%	
Julia Sánchez Ávalos	7,829%	
María de las Virtudes Sánchez Ávalos	7,819%	
María José Sánchez Ávalos	5,397%	

Datos financieros en miles de euros

	2018	1T2019	2019	1T2020	2020e
Total ingresos	758.423	207.998	958.249	229.619	961.255
EBITDA	51.680	10.890	52.190	11.113	57.148
% Var. EBITDA	11,7%	15,95%	+1,0%	+2,04%	+9,49%
Resultado neto	18.168	5.113	163.181	5.383	20.843
BPA	0.2795€	0,079€	2,51€	0,083€	0,32€
Margen neto	5,4%	5,2%	5,41%	4,8%	4,1%
Deuda Financiera	317.843	318.837	188.784	177.709	124.577
Quick Ratio	1,151	1,117	1,093	1,206	1,073
Tesorería Neta	23.406	33.424	126.853	135.857	170.899
Working K. Turnover	5,06	1,43	6,57	1,28	6,80
PER	17,45	23,33	19,39*	13,47*	18,71

* Los valores para el PER del ejercicio 2019 y del primer trimestre del 2020 se han ajustado eliminando el importe por deterioro y resultado por enajenación de instrumentos financieros, cuenta que para cierre el ejercicio 2019 ascendió a 142.980.000€



Grupo San José, fundado en 1962, es un grupo empresarial presente en los sectores de la construcción, los servicios, la energía y el medio ambiente, con presencia en diversos países extranjeros como UAE, India y Chile. Séptima constructora nacional (4º en el ranking sectorial y en la construcción de edificios residenciales según ventas) y con importantes proyectos realizados, como el museo del Louvre de Abu Dabi, o la reforma integral del Ritz de Madrid, convirtiéndolo en una de las constructoras más punteras de España, destacando por su gran estabilidad en ingresos a lo largo de los años y por una excelente gestión de su tesorería.

Principales Proyectos por país

Principales Proyectos en Perú Tras la adjudicación del proyecto, la entidad San José Constructora Perú comenzará las obras para el nuevo Centro Médico San Felipe – La Molina en Lima, con un edificio de más de 12.500m² de superficie construida, donde se realizarán servicios especializados gracias a sus 2 quirófanos, 4 UCIs y 32 salas de consulta, contando con equipos de ecografía, radiología y resonancia magnética.

A su vez también cuentan la adjudicación del proyecto de remodelación total del hotel Novotel Lima San Isidro 4 estrellas, el cual cuenta con más de 6.500 m² construidos repartidos entre sus 208 habitaciones y las correspondientes zonas comunes.

Principales Proyectos en Portugal El grupo cuenta con el proyecto del complejo residencial "The Rebelo Luxury Hotel & Apartments", contando con una superficie de más de 23.500m² distribuidos en 78 viviendas de diversos tipos, un hotel de 30 habitaciones, así como restaurantes, tiendas, spa, aparcamientos y zonas ajardinadas.

El colegio United Lisbon International School ha adjudicado al grupo las obras de edificación de su nuevo centro educativo ubicado en Lisboa, el cual contará con una superficie construida superior a los 18.500m²

En el municipio de Estoril, se va a proceder con la construcción de 2 nuevos edificios, además de la rehabilitación del palacete Villa Maria Pía para convertirlo en un lujoso complejo residencial con 14 viviendas en más de 6.500m² construidos.

Principales Proyectos en España San José Constructora ha sido adjudicado para realizar las obras de terminación de un residencial de más de 30.000m² de superficie construida dividido en 204 viviendas de diverso tamaño en Camas, Sevilla.

El grupo va a comenzar las obras del nuevo complejo residencial en el barrio de El Cañaveral en Madrid, el cual cuenta con más de 15.000m² en 94 viviendas de diversa morfología.

En la localidad turística de Estepona, Málaga se va a proceder con la construcción de 82 viviendas de lujo en el Residencial Mirador de Estepona Hills, divididas en 9 bloques con diversas zonas comunes y aparcamientos.

Seaside Hotels ha adjudicado al grupo las obras de ejecución de un nuevo edificio de aproximadamente 8.000m² de superficie construida, destinado a uso comercial y de oficinas.

ÍNDICE

DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA	03
CONSTRUCCIÓN	04
ENERGÍA	05
INMOBILIARIA Y DESARROLLOS URBANÍSTICOS	05
CONCESIONES Y SERVICIOS	06
ÚLTIMOS RESULTADOS	07
PRINCIPALES COMPARABLES Y ACCIONARIADO	08
DATOS DE LA COMPAÑÍA	09
RATIOS	10
DATOS HISTÓRICOS Y PROYECCIONES	11
VALORACIÓN	13
DISCLAIMER	14

DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

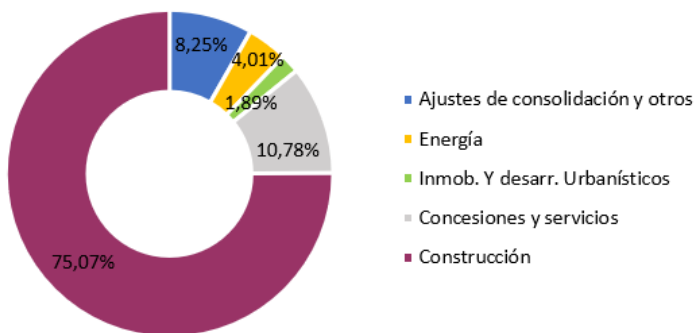


El Grupo San José se fundó en 1962 en Pontevedra, especializándose en sus inicios en la construcción y la rehabilitación de todo tipo de inmuebles, para posteriormente, en 1975 convertirse en la Constructora San José. Con el paso de los años y siempre de la mano de un equipo gestor profesional y con experiencia, se expandió por todo el territorio nacional e estableció nuevas filiales en los países en los que tenía una mayor actividad continuada: Portugal, Malta, Emiratos Árabes Unidos, India, México, Perú, Chile, Argentina, Paraguay y Cabo Verde. Su llegada al parqué se produjo pese a la crisis de 2008, en 20 de Julio de 2009, con el código que mantiene a día de hoy, GSJ, y a un precio de 12,86€ por acción. Es la séptima constructora nacional por volumen de ventas, centrada en actividades con un alto nivel de especialización y alto valor añadido. El desglose de ingresos en 2019 por línea de negocio es el siguiente: Construcción 89,54%, Concesiones y servicios 5,40%, Energía 1,04% e inmobiliaria y desarrollos urbanísticos 0,86%.

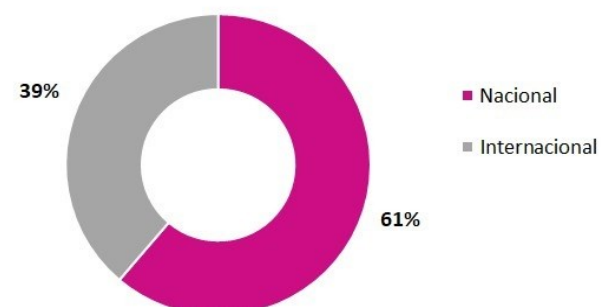
Grupo San José, tras conseguir mitigar los efectos de la crisis inmobiliario y la compra de Parquesol, a día de hoy ha conseguido reducir su deuda a niveles residuales, con una situación financiera óptima, fondos propios positivos, y en una posición privilegiada para afrontar los próximos años con lo que lleva siendo su core business desde que se fundó la compañía: construir con calidad y margen estable. Consideramos a partir de ahora a Grupo San José de nuevo como una compañía anticíclica (pese al sector) y con un crecimiento sostenido. Prueba de ello, que todas sus áreas de negocio arrojan un EBITDA positivo como muestra la siguiente tabla:

Datos en miles de euros		INGRESOS, EBITDA Y CUOTAS POR ÁREA DE NEGOCIO 1T2020			
ÁREA	INGRESOS	% DE INGRESOS	EBITDA	% DE EBITDA	MARGEN EBITDA
Construcción	208.973	91,01%	8.342	75,07%	4%
Inmob. Y Desarrollo Urbanístico	2.847	1,24%	210	1,89%	7,40%
Energía	1.989	0,87%	446	4,01%	22,4%
Concesiones y Servicios	12.986	5,66%	1.198	10,78%	9,20%
Ajustes de consolidación y otros	2824	1,23%	917	8,25%	32,47%
Total	229.619		11.113		

% de EBITDA por área T12020



Ingresos por ámbito geográfico T1 2020

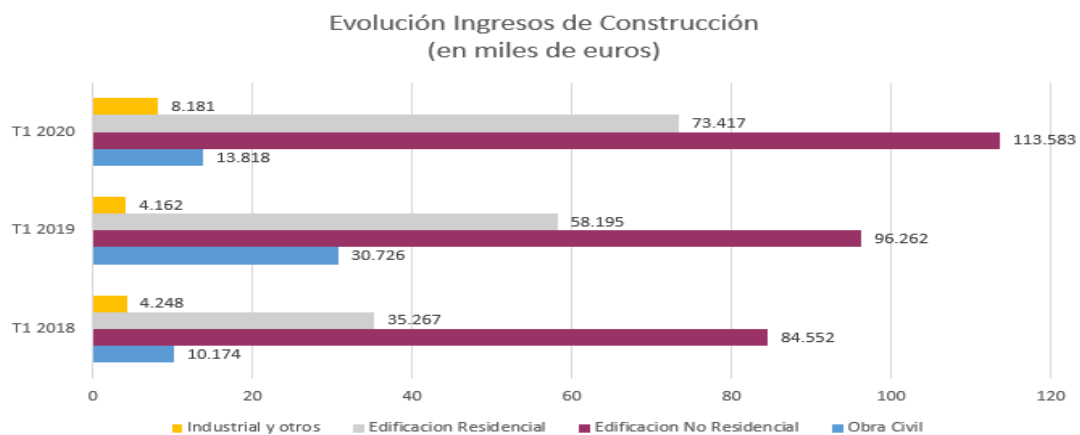


Línea principal de la compañía que nunca ha incurrido en pérdidas. En línea con la competencia, valor seguro de escaso margen

CONSTRUCCIÓN - 208,97M€

Esta actividad supuso el 91,1% de los ingresos netos del grupo en el primer trimestre de 2020, siendo pues el área más importante de este y contabilizando 208,97 millones de euros en ingresos. El EBITDA de este área alcanzó los 8,34 millones de euros para este mismo ejercicio, un 75,07% del EBITDA del grupo y con un margen EBITDA del 3,99%.

La cifra de negocios se ha incrementado en un +11,5% con respecto al primer trimestre de 2019, en el que esta actividad representaba un total del 90,1% de los ingresos. Todo esto muestra la positiva evolución de la compañía en este área, identificando dos posibles estrategias: la consolidación en el mercado nacional y la expansión a nivel internacional.



Destacar que se trata del área dentro del grupo San José que más estable se ha mantenido a lo largo de los años, arrojando un resultado positivo en los últimos 10 años, pero tratándose del área con menor margen del grupo. Podemos pues darle la consideración de “negocio ancla” para el grupo, con el cual logra rentas estables complementadas después por contratos de servicios con márgenes hasta 3 veces superiores. La elección de proyectos se cuida al milímetro, cerrándose solo con clientes solventes y diversificando la cartera, tanto a nivel de proyectos como de asiduidad. Esto permite que por ejemplo que en caso de fuerza mayor, como la pandemia actual, el grupo tenga una exposición altamente diversificada en cuanto a tipología de proyectos, desde centros comerciales, hoteles, residencial como técnico o de ingeniería civil, permitiéndole pues no sufrir bruscos cambios en sus ingresos vía impagos generalizados por un sector concreto, ni acusando de sobremana un fuerte descenso de nuevos proyectos de un tipo concreto. Recientemente, se espera que el sector hotelero sea el más castigado por la pandemia en el corto y medio plazo, lo que probablemente se traduzca en menores proyectos a futuro.

La operación financiera realizada con Merlín permite al grupo mantener una posición relevante dentro de un proyecto tan importante como Madrid Nuevo Norte sin perder carga de trabajo ni valor del propio proyecto, generando flexibilidad y capacidad de maniobra al grupo de cara a nuevos proyectos.



ENERGÍA - 1,99M€

No se espera que el negocio de la energía aporte en el ejercicio 2020 ni ingresos ni beneficios sustanciales

Se trata de un negocio complementario para el grupo pero que logra aún así un margen EBITDA del 22,4% . Realizan investigación y desarrollo de soluciones energéticas sostenibles para reducir el consumo energético primario y optimizar el uso de energías limpias mediante sus dos unidades de negocios: energía renovable y eficiencia energética, la división ofrece servicios de ingeniería, construcción, operación y gestión energética integral.

Durante este periodo, se ha registrado una bajada del -16,3% , situando su cifra de negocios en 1,99 millones de euros, alcanzando un EBITDA de 446 mil euros y una cartera contratada de 389 millones de euros.

En San José Energía y Medio Ambiente destaca la explotación de varios proyectos como de la gestión de las instalaciones de Poligeneración (proceso de generación de energía eléctrica y térmica con producción de frío-calor) del centro Direccional de Cerdanyola del Vallés (Barcelona) financiada a través de un *project finance*, actualmente con un contrato de explotación de 25 años y cuya financiación se cubre con la propia actividad; la Planta Fotovoltaica de 5,4 MW en Alcaudete (Jaén) y la central térmica del hospital de Eissa en Cataluña.

Respecto al sector, el Plan Nacional Integrado de Energía y Clima prevé para el año 2030 una potencia total instalada en el sector eléctrico de 157 GW, de los que 50 GW serán energía eólica; 37 GW solar fotovoltaica; 27 GW ciclos combinados de gas; 16 GW hidráulica; 8 GW bombeo; 7 GW solar termoeléctrica; y 3 GW nuclear.

INMOBILIARIA Y DESARROLLOS URBANÍSTICOS - 12,778M€

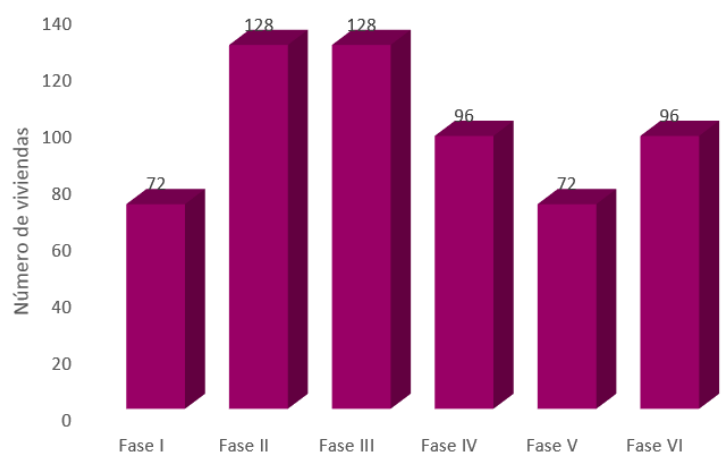
El buen ritmo de pre ventas y la entrega de viviendas de la fase II asegurarán unos considerables ingresos futuros en esta línea

La poca actividad nacional, la cual podríamos valorar como testimonial, proviene de la entrega de viviendas del Gobierno Vasco y de las daciones en pago. En un futuro se espera que esta aumente considerablemente en cuanto se realicen las primeras entregas del proyecto Madrid Nuevo Norte. En el ámbito internacional, y tal y como se ha comentado con anterioridad, está centrado en la promoción Nueva vista, la cual supondrá un crecimiento debido a las primeras fases de la promoción en Perú.

En esta actividad, la compañía inició durante el primer semestre de 2019 la entrega de viviendas de la promoción “Condominio Nuevavista” (Lima, Perú) compuesta por un total de 1.104 viviendas distribuidas en 10 edificios donde actualmente se encuentra en las fases II, III y IV. Es por esto que durante este periodo se ha observado una progresiva recuperación de la cifra de ingresos, de unos 5.9 millones de euros frente a los 2.8 millones de euros obtenidos en el mismo periodo del año anterior.

Cabe destacar que el sector inmobiliario en Perú, durante este año 2020, se considera el mejor de los últimos seis años debido a las facilidades financieras de las familias peruanas para acceder a un crédito hipotecario, siendo un factor relevante para que se incrementen las ventas. Según la Asociación de Empresas Inmobiliarias (ASEI), se estima para este año se venderán alrededor de 18.000 unidades, lo que significa un incremento del 20% respecto al 2019 (15.000 viviendas).

Previsión del número de viviendas entregadas 2019-2021



*El negocio de energía no
aportará un volumen rele-
vante de beneficios*



CONCESIONES Y SERVICIOS - 49,765M€

A través de SANJOSE Concesiones y Servicios, el Grupo impulsa su estrategia de diversificación de su actividad principal de construcción, ayudándola a crecer más allá de las fronteras españolas, desarrollando modelos de negocio que le permiten licitar nuevos contratos de mantenimiento y servicios a largo plazo y establecer nuevas vías de colaboración público-privada capaces de desarrollar modernas infraestructuras que respondan a las necesidades actuales y futuras de la sociedad.

Actualmente, los contratos de este área se encuentran distribuidos por:

- España, con diversos contratos de mantenimiento de instalaciones en todo el territorio nacional. Suelen ser a corto plazo, sin embargo, al renovarse recurrentemente la mayoría a vencimiento tienen una relación a largo plazo, destacamos:
 - Centros públicos hospitalarios (Alcázar de San Juan, San Pau, etc....)
 - Servicios a empresas privadas (Telefónica, Real Madrid, World Duty Free, etc....), destacando los servicios de mantenimiento que realiza en la Ciudad Deportiva del Real Madrid y en el Estadio Santiago Bernabéu.
- Chile, está compuesto por la concesión para la construcción y mantenimiento de dos hospitales en Chile en el área metropolitana de Santiago, con finalización en junio de 2030. Estas concesiones incluyen todos los servicios derivados de la actividad propia de un hospital para el grupo, salvo la realización los servicios médicos.

A cierre del ejercicio, esta línea de negocio facturó 49,765M€, arrojando un resultado antes de impuestos de 5,03M€, un margen EBITDA del 5% y una cartera contratada por valor de 164 millones de euros.

ÚLTIMOS RESULTADOS

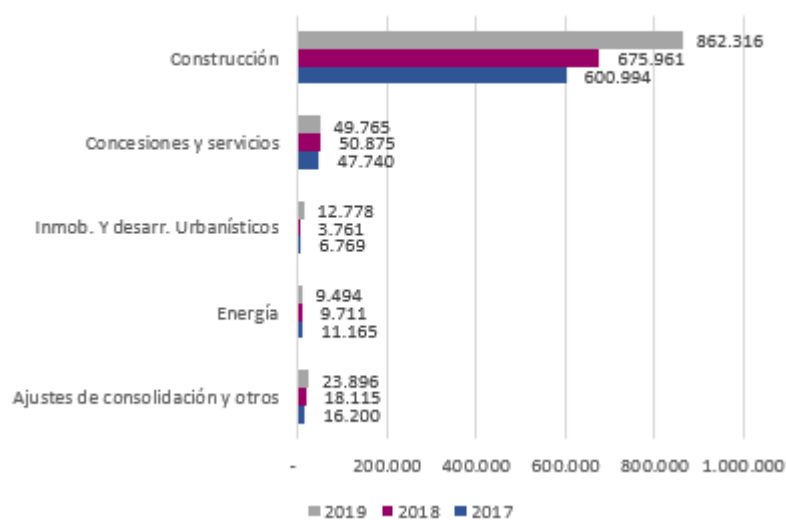
Todos los resultados del periodo a 9M será el periodo comprendido entre el 1 de marzo y el 30 de noviembre.

Datos financieros (En miles de euros)	2018	2019	Variación	2020e	2021e
Importe neto cifra negocios	758.423	958.249	+26,35%	961.255	1.074.449
EBITDA	51.680	52.191	+0,99%	57.148	59.484
Margen EBITDA	6,8%	5,4%		6%	5,5%
EBIT	41.031	23.212	-43,43%	39.581	42.942
Margen EBIT	5,4%	2,4%		4,1%	4%
Resultado antes de impuestos	26.996	176.237	+552,83%	31.109	33.654
Impuesto de sociedades	-8.828	-13.056	-47,89%	-10.266	-11.217
Resultado periodo	18.168	163.181	+798,18%	20.843	22.437

Capitalización actual de la compañía (millones)

Share Price (EUR)	4,52
Shares Out.	65
Market Capitalization (EUR)	293,92
- Cash & Short Term Investments	233,06
+ Total Debt* (net treasury+long term debt)	356,62
+ Pref. Equity	0,0
+ Total Minority Interest	27,12
= Total Enterprise Value (EUR)	444,6
Book Value of Common Equity	2,09
+ Pref. Equity	0,0
+ Total Minority Interest	27,12
+ Total Debt	356,62
= Total Capital	383,74

Evolución líneas de negocio

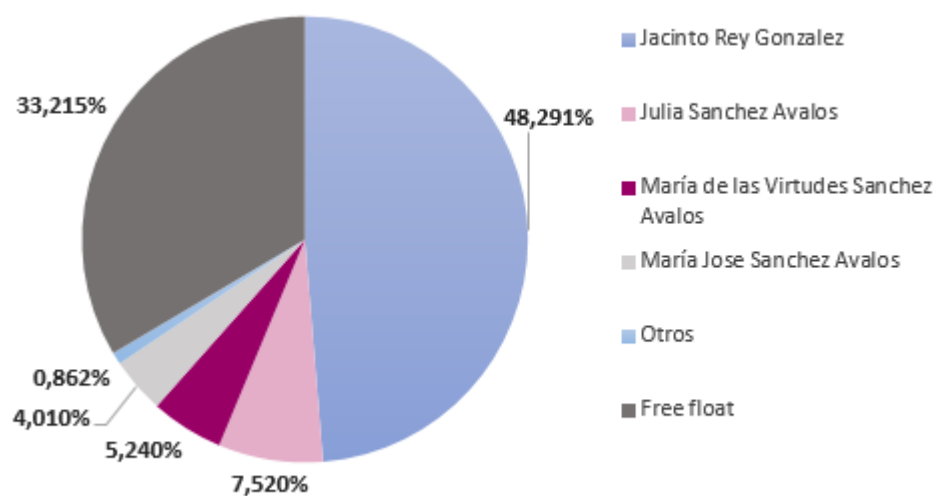


PRINCIPALES COMPARABLES

	GSI SM EQUITY	OHL SM EQUITY	ACS SM EQUITY	SCYR SM EQUITY	FCC SM EQUITY	FER SM Equity
Total revenue	958.249	2.906,9	39.049,0	3.795,7	5.989,8	5.737,0
EV/Total Revenue	0,46x	0,12x	0,30x	1,77x	1,44x	4,90x
EV/EBITDA	8,52x	-0,72x	7,46x	13,38x	10,03x	72,52x
EPS (BPA)	2,51	(3,2)	2,3	0,3	0,6	0,4
P/E (PER)	2,39x	30,65x	12,94x	8,93x	18,53x	82,55x
P/E normalized (PER)	14,55x					
Revenue Growth	11,1%	-8,4%	6,5%	22,7%	3,2%	-53,0%
Total Debt/Equity %	260,8%	104,5%	237,5%	560,9%	261,6%	221,4%

ACCIONARIADO

El accionariado está compuesto en mayoría por Jacinto Rey con un 48.3% y la familia Sánchez Ávalos con un 16.7%. La figura como vicepresidente de Jacinto Rey Laredo nos indica que no sólo es una empresa familiar y con total control accionarial, sino una empresa donde además hay una segunda generación implicada en la misma. Estos factores podrían repercutir positivamente a la hora de realizar la valoración, ya que transmite cierta seguridad sobre la dirección estratégica de la empresa.



DATOS DE LA COMPAÑÍA

Gráfico 1: Ingresos por línea de negocio

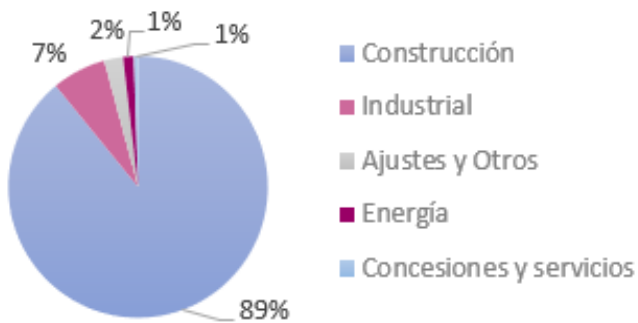


Gráfico 2: Ingresos por geografía (N)

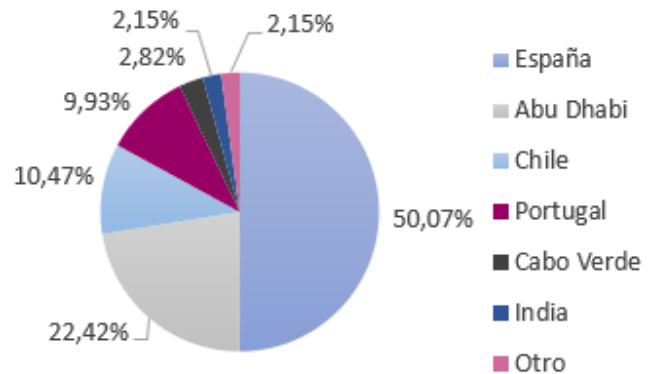


Gráfico 3: Net Liab./Total Liab./Common Equity/Market Cap

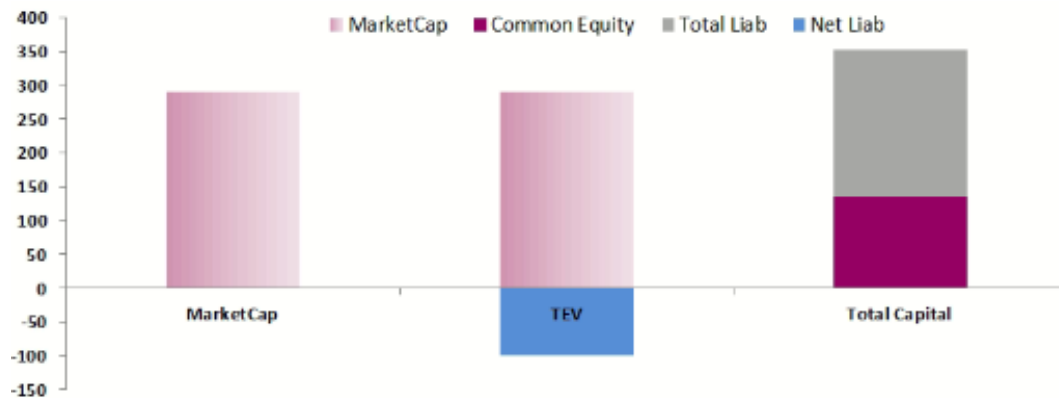


Gráfico 5: Ingresos netos, EBIT, EBITDA

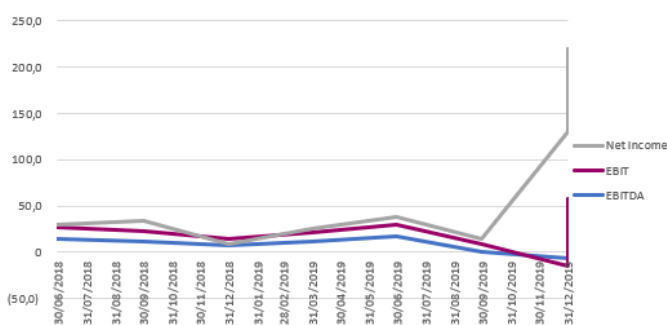


Gráfico 6: Precio/Volumen

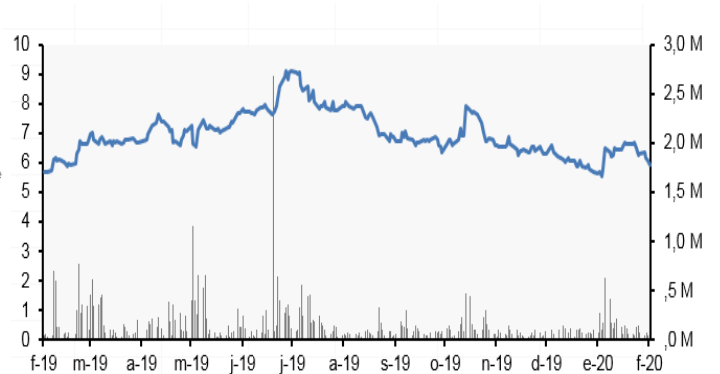


Gráfico 7: Ventas/Ingresos/Rotación

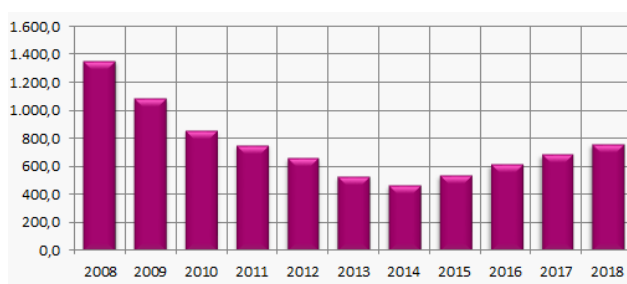
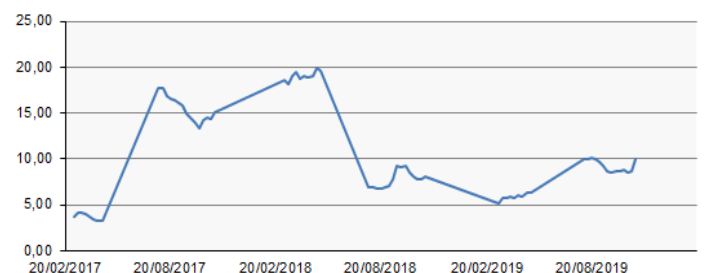


Gráfico 6: Precio/Cash Flow



RATIOS

Valuation Ratios	12/15	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21
P/E	2,17x	16,7x	16,6x	13,0x	7,00x	6,65x	6,32x
EV/EBIT	11,01x	16,7x	13,7x	10,6x	12,50x	11,88x	11,28x
EV/EBITDA	9,29x	13,6x	11,3x	9,3x	8,50x	8,08x	7,67x
P/S	0,11x	0,3x	0,3x	0,4x	0,40x	0,40x	0,39x
P/B	-1,07x	-4,8x	-4,7x	-9,8x	2,90x	2,96x	2,93x

Profitability Ratios %	12/15	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21
EBITDA Margin	6,79	5,00	5,50	5,80	3,60	3,42	3,25
Operating Margin	5,74	4,10	4,50	5,10	2,40	2,28	2,17
Profit Margin	1,61	1,60	1,70	1,70	17,00	16,15	15,34
Return on Assets	0,51	1,00	1,20	1,30	16,30	18,58	13,94

Leverage and Coverage Ratios	12/15	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21
Current Ratio	1,40	1,40	1,30	1,10	1,20	1,15	1,11
Quick Ratio	1,07	1,10	1,00	0,80	1,00	0,96	0,92
EBIT/Interest	1,02	0,90	2,00	2,70	1,90	1,98	2,06
Tot Debt/Capital	106,53	104,30	106,20	101,40	53,70	51,55	49,49
Eff Tax Rate %	31,59	59,00	45,20	32,70	7,40	7,10	6,82

DATOS HISTÓRICOS Y PROYECCIONES

Balance	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e
Inmovilizado intangible	18.856	20.557	19.581	18.079	17.576	18.982	19.362
Inmovilizado material	45.917	45.900	45.349	71.033	76.949	82.335	85.629
Inversiones inmobiliarias	5.664	4.711	3.297	10.731	9.542	10.210	10.925
Inversiones en empresas asociadas	57.247	53.121	50.373	40.422	20.295	31.747	33.017
Activos financieros no corrientes	154.331	150.947	123.481	87.738	51.294	53.859	56.013
Activos por impuestos diferidos	35.484	32.839	35.135	36.558	34.462	31.840	27.274
Fondo de comercio de consolidación	9.984	9.984	9.984	9.984	9.984	9.984	9.984
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	327.483	318.059	287.200	274.545	220.102	238.957	241.204
Activos no corrientes	0	4.186	0	4.902	3.851	4.082	4.327
Existencias	92.176	104.122	104.704	114.885	109.879	116.472	121.131
Deudores comerciales	271.415	242.529	261.132	259.865	350.634	368.482	379.408
Otros activos financieros corrientes	61.941	101.884	91.206	58.166	82.761	89.996	91.723
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	231.834	251.839	220.134	283.434	233.045	205.480	189.718
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	657.366	704.560	677.176	721.252	780.170	784.512	786.306
TOTAL ACTIVO	984.849	1.022.619	964.376	995.797	1.000.272	1.023.469	1.027.510
Patrimonio neto atribuido a la sociedad dominante	-56.021	-43.926	-49.235	81.079	135.947	132.744	136.727
Intereses minoritarios	21.680	21.297	20.866	24.262	27.123	29.835	32.819
TOTAL PATRIMONIO NETO	-34.341	-22.629	-28.369	105.341	163.070	206.180	227.003
Provisiones a largo plazo	19.223	28.963	30.313	40.121	44.774	45.251	47.277
Deuda financiera no corriente	512.557	488.280	420.096	252.084	132.833	101.221	90.217
Instrumentos financieros derivados	1.196	906	0	351	169	0	0
Pasivos por impuestos diferidos	14.460	15.491	19.541	25.635	24.261	26.687	29.356
Otros pasivos no corrientes	954	965	904	865	864	950	1.045
TOTAL PASIVO NO CORRIENTE	548.390	534.605	470.854	319.056	202.901	174.109	167.895
Provisiones a corto plazo	37.471	42.386	37.895	31.227	32.932	36.225	39.848
Deuda financiera corriente	47.810	63.722	65.825	65.759	55.951	23.356	3.331
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	385.519	398.364	412.420	474.414	545.418	583.597	589.433
Periodificaciones a corto plazo	5.309	6.171	5.751	0	0	0	0
TOTAL PASIVO CORRIENTE	476.109	510.643	521.891	571.400	634.301	643.178	632.612
TOTAL PASIVO	990.158	1.022.619	964.376	995.797	1.000.272	817.287	800.507

DATOS HISTÓRICOS Y PROYECCIONES

Pérdidas y Ganancias	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e
Importe neto de la cifra de Negocios (INCN)	536.099	613.394	682.868	758.423	958.249	961.255	1.074.449
Otros ingresos de explotación	7.976	9.754	9.382	11.816	15.397	18.167	19.534
Variación de existencias	-6.370	-5.177	-2.235	1.933	-616	-3.734	-4.823
Aprovisionamientos	-338.125	-402.791	-462.034	-507.779	-665.993	-691.115	-759.148
Gastos de personal	-85.228	-94.706	-103.034	-116.801	-142.956	-152.072	-178.855
Otros gastos de explotación	-80.265	-74.549	-78.688	-95.912	-111.890	-75.353	-91.373
EBITDA	34.087	45.925	46.259	51.680	52.191	57.148	59.484
Dotación a la amortización	-5.664	-5.819	-6.762	-5.040	-10.867	-9.563	-8.415
Deterioro de existencias, mercaderías, materias primas y otros	1.305	862	-2.078	-258	-6.382	-2.984	-3.025
Variación de provisiones comerciales y otros deterioros	1.021	-15.893	-6.357	-5.351	-11.730	-5.020	-5.102
EBIT	30.749	25.075	31.062	41.031	23.212	39.581	42.942
Gastos financieros netos	52	-6.229	-6.158	-8.764	21.888	-5.326	-5.102
Variación de valor razonable en instr. financ.	-22.843	0	27	-2	-158	0	0
Deterioro y rdo por enaj. De instr. Finan.		0		-6.578	142.980	0	0
Diferencias de cambio y otros	3.641	-92	-2.328	1.221	-7.530	1.568	-3.231
RESULTADO FINANCIERO	-19.150	-6.321	-8.459	-14.123	157.180	-3.758	-8.333
Rdo de entidades valoradas por el método de participación	-845	953	-210	88	-4.155	-956	-955
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	10.754	19.707	22.393	26.996	176.237	31.109	33.654
Impuesto de sociedades	-3.364	-11.636	-10.127	-8.828	-13.056	-10.266	-11.217
RESULTADO DEL EJERCICIO	7.390	8.071	12.266	18.168	163.181	20.843	22.437

VALORACIÓN MODELO DCF

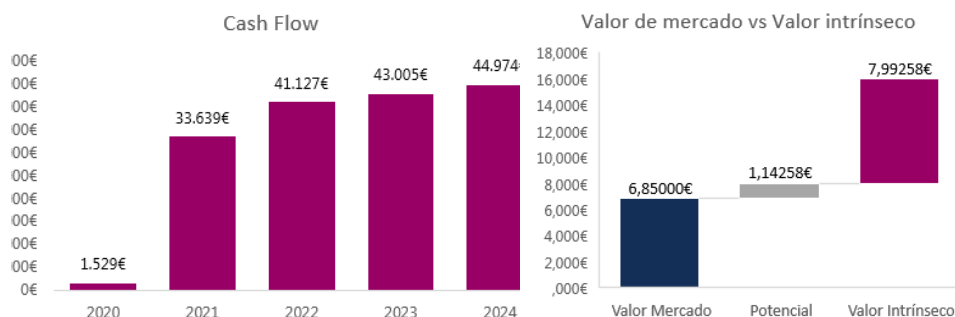
Situamos nuestro nuevo P.O. en **7,99€/acc.* (potencial de +76,78%)**. Valoramos la compañía en base a un modelo DCF con una tasa de crecimiento perpetuo del 3%, esta tasa refleja la buena perspectiva de crecimiento de la industria de la construcción a largo plazo tanto a nivel Europeo como internacional.

*Destacar que esta valoración se hace en base a cifras pre-covid, ya que estimamos desde el departamento de análisis que la incertidumbre en el sector es aún demasiado elevada como para estimar el posible impacto de la pandemia. Por prudencia, y dada la histórica solidez del mercado inmobiliario español y la situación extraordinaria, nuestra recomendación es la de **MANTENER**. En cuanto a un ajuste en el precio, y dada las previsiones del banco de España sobre el PIB, descontamos sobre la previsión 2 veces la caída del PIB, arrojando pues un **precio objetivo de 5.99€ por acción**.

Asunciones	
Tasa impositiva	25%
Tasa de descuento	12%
Tasa de crecimiento perpetuo	3%
EV/EBITDA Múltiple	8,9x
Fecha Transición	31/12/2019
Fecha actual	06/02/2020
Último precio	6,85 €
Número de acciones (miles)	65.026
Deuda	388.506
Cash	341.600
Capex	19.903

Descuento Cash Flow	Principio	2020	2021	2022	2023	2024	Fin
Fecha	31/12/2019	30/06/2020	30/12/2021	30/12/2022	30/12/2023	30/12/2024	30/12/2024
Periodos		0	1	2	3	4	
Fracción anual		0,50	1,00	1,00	1,00	1,00	
EBITDA		59.574,00	62.632,00	66.876,00	67.544,76	68.220,21	
Menos: Impuestos de efectivo		14.893,50	15.658,00	16.719,00	16.886,19	17.055,05	
Más: Proyectos e inversiones		35.056,05	36.808,86	38.649,30	40.581,76	42.610,85	
Menos: Capex		19.903,00	19.903,00	19.903,00	19.903,00	19.903,00	
Menos: Cambios Capital Circulante		56.774,70	41.453,76	27.776,64	28.332,17	28.898,82	
Explotación FCF		3.059	22.426	41.127	43.005	44.974	
(Principio)/Fin	(492.334)						749.442
Transacción CF	(492.334)	1.529	22.426	41.127	43.005	44.974	749.442

Valoración	
Crecimiento perpetuo	514.705
EV/EBITDA	<u>984.180</u>
Media	749.442



Valor Intrínseco	
Enterprise Value (EV)	566.631
Más: Cash	341.600
Menos: Deuda	<u>388.506</u>
Valor neto	519.725
EV/Acc.	7,99

Valor de Mercado	
Market Cap	445.428
Más: Deuda	388.506
Menos: Cash	<u>341.600</u>
Enterprise Value (EV)	492.334
EV/Acc.	6,85

Rate of Return	
Potencial Precio Objetivo	17%
Internal Rate of Return (IRR)	14%

Market Value vs Intrinsic Value	
Valor Mercado	6,85
Potencial	1,14
Valor Intrínseco	7,99

DISCLAIMER

GPM es una entidad supervisada por la CNMV, y adherida a Iberclear y al Fondo de Garantía de Inversiones (Fogain). Toda la información incluida ha sido recopilada y elaborada de buena fe y de fuentes que consideramos fiables, pero GPM no realiza ninguna manifestación ni da ninguna garantía en cuanto a la integridad, veracidad y/o exactitud de las mismas, no responsabilizándose, por tanto, de ellas.

Las recomendaciones de GPM son comprar, vender y mantener. La recomendación de COMPRAR se emite para aquellas compañías en las que GPM espera una evolución mejor a la del mercado en un 10% o más en el plazo de un año (referencia Ibex 35 e Índice General de la Bolsa de Madrid para valores españoles), mientras que la de VENDER se emiten para aquellas compañías en las que se espera una evolución peor a la del mercado en un -10% o menos en el plazo de un año. La recomendación de MANTENER se emite para aquellas compañías en las que se espera una evolución similar a la del mercado en una horquilla de +/- 10%. Este informe ha sido elaborado por GPM con la finalidad de proporcionar información general a la fecha de emisión del informe, y está sujeto a cambio sin previo aviso.

GPM no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento. En ningún caso este documento contiene recomendaciones personalizadas como tampoco implica asesoramiento en materia de inversión, pues ha sido elaborado con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciben. 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. Los inversores deben tomar sus propias decisiones de inversión, basadas en sus objetivos específicos de rentabilidad y riesgo. La recomendación de este informe podría no ser interesante para todos los inversores: el inversor que tenga acceso a este informe debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones mencionados en el mismo pueden no ser adecuados para sus objetivos de inversión específicos, su posición financiera o su perfil de riesgo. 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. GPM no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

El precio de los valores e instrumentos y los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponer 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 en estos casos necesario 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 de los propios valores subyacentes a los mismos. Podría no existir un mercado secundario para dichos instrumentos.

GPM, así como sus personas sujetas al Reglamento Interno de Conducta, pueden tener una relación comercial relevante con la compañía referida en el presente informe, tener posición directa o indirecta en cualesquiera de los valores o instrumentos emitidos por dicha compañía, negociando con dichos instrumentos incluso como proveedor de liquidez, tener intereses o llevar a cabo transacciones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe. No obstante, GPM tiene establecidos procedimientos de actuación y medidas de control en el Reglamento Interno de Conducta para prevenir y evitar los conflictos de interés de sus personas sujetas. La política de conflictos de interés puede consultarse en la web corporativa de GPM (www.gpmbroker.com) y en nuestras oficinas. Entre estas medidas está la prohibición de operar por parte del analista o las personas sujetas que hayan colaborado en la confección del informe de operar en el valor objeto del análisis, o en instrumentos conexos, si tienen conocimiento de las fechas de difusión o del contenido probable del informe y esos datos no se han hecho públicos o no se han revelado a los clientes. De la misma forma el analista responsable del informe no podrá realizar operaciones personales con el instrumento financiero objeto del informe de modo contrario a la recomendación vigente en el mismo. La remuneración del personal que ha elaborado estos informes no está vinculada, ni directa ni indirectamente, a las recomendaciones u opiniones expresadas en los mismos.