

CLERHP

Javier Díaz
Equity Research Analyst

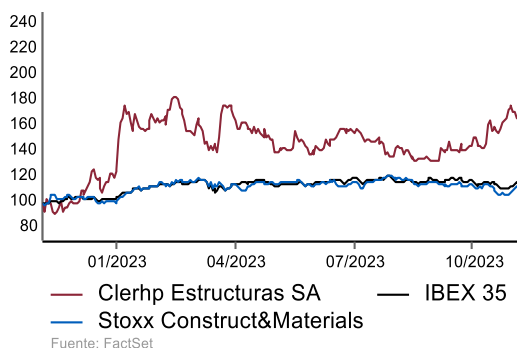
Miércoles, 8 de noviembre de 2023, 9:00h

Construyendo una estructura más sólida.

SOBREPONDERAR

Precio objetivo: 4,50 eur
Precio actual: 3,20 eur
Potencial: 40,7 %

Evolución bursátil



Comportamiento	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	14%	14%	67%
Relativo	14%	16%	50%

CLR.MC / CLRES

Capitalización (mln eur)			37,7
Nº acciones (mln)			10,1
Free Float			39,0%
Vol. día (mln eur)			0,1
Min/Máx 12 meses (eur)		1,74 - 3,68	
Revalorización YTD			32,8%

	Comprar	Mant.	Vender
Consenso Factset	n.a.	n.a.	n.a.

	2022	2023e	2024e
PER	24,0x	26,1x	4,5x
VE/EBITDA	9,1x	7,4x	3,3x
VE/Ventas	2,8x	2,3x	1,0x
P/V/C	6,6x	3,7x	2,0x
DN/EBITDA	3,4x	2,0x	0,5x
Pay-Out	0,0%	0,0%	0,0%
Rent. Div.	0,0%	0,0%	0,0%
FCF Yield	-17,5%	-2,8%	16,8%
ROCE	16,8%	23,6%	46,1%
ROE	27,7%	14,3%	45,4%

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

Una ingeniería de estructuras verticalmente integrada...

El Grupo CLERHP está compuesto por un conjunto de sociedades dedicadas a la ingeniería de estructuras, ofreciendo un servicio integral desde el diseño, cálculo, asistencia técnica en la construcción, hasta la propia construcción de todo tipo de estructuras para cualquier tipología de edificios. CLERHP propone un modelo de negocio que reduce el número de agentes en el proceso constructivo, permitiendo ahorros de costes y mejora de eficiencia, obteniendo elevados márgenes operativos.

... con una significativa exposición a República Dominicana...

El Grupo cuenta con una significativa exposición geográfica a República Dominicana (58% de ingresos totales en 2022; 78% de la cartera de proyectos firmada a cierre de 2022), uno de los países de Latinoamérica que mejores tasas de crecimiento y perspectivas registra. En este sentido, el fuerte atractivo y solidez de su sector turístico dominicano actúa como un claro catalizador para la marcha del sector de la construcción, lo cual generará nuevas oportunidades para CLERHP.

... y una cartera de proyectos firmada que otorga visibilidad operativa...

CLERHP cuenta con una cartera de proyectos firmada por importe de 127,2 mln eur a cierre de 2022, la cual, unido a nuevas contrataciones (estimamos 30 mln eur a partir de 2024e), supondrá un catalizador para los ingresos totales del Grupo (sin incluir el proyecto Larimar).

... para culminar un proceso de refuerzo de capital y refinanciación de deuda con flujo de caja orgánico.

Tras las tensiones financieras generadas por la pandemia, el Grupo se encuentra en la última fase de su plan de reestructuración de capital y deuda iniciado en 2021 (de la mano de KPMG). Recientemente CLERHP ha alcanzado un acuerdo marco con sus bancos acreedores a través del cual procederá a refinanciar 6 mln eur de deuda. Este hecho, junto al incremento de volumen de negocio previsto (generación de flujo de caja libre neto anual de 3,7 mln eur en el promedio 2023e-2026e), estimamos que permita al Grupo reducir el apalancamiento hasta lograr caja neta en 2026e.

SOBREPONDERAR con Precio Objetivo de 4,50 eur/acción.

Iniciamos cobertura de CLERHP con una recomendación de SOBREPONDERAR y un Precio Objetivo de 4,50 eur/acción, en base a: 1) Modelo de negocio con elevados márgenes operativos (EBITDA promedio 2023e-2026e del 30,6%); 2) Mayor actividad ante la visibilidad de la cartera de proyectos firmada; 3) Conclusión del plan de refinanciación; 4) Generación de caja y proceso de desapalancamiento financiero orgánico, y; 5) ROCE (>20% R4e) > WACC (10,0% R4e).

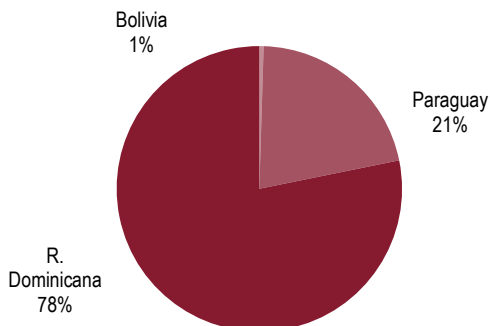
mln eur	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Ventas	10,1	6,0	14,1	19,5	38,2	31,6
EBITDA	1,2	-2,9	4,3	6,0	11,7	9,7
Margen (%)	12,3%	-48,8%	30,3%	30,5%	30,7%	30,6%
EBITDA consenso	1,2	-2,9	4,3	6,0	11,7	9,7
Bº neto	-1,1	-5,0	1,0	1,2	7,2	5,9
BPA (eur)	-0,11	-0,50	0,10	0,12	0,71	0,58
DPA (eur)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF	-5,6	-4,1	-4,2	-0,9	5,1	5,1
DFN + / Caja neta -	11,5	15,7	14,6	11,7	6,3	1,3

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

CLERHP en una página

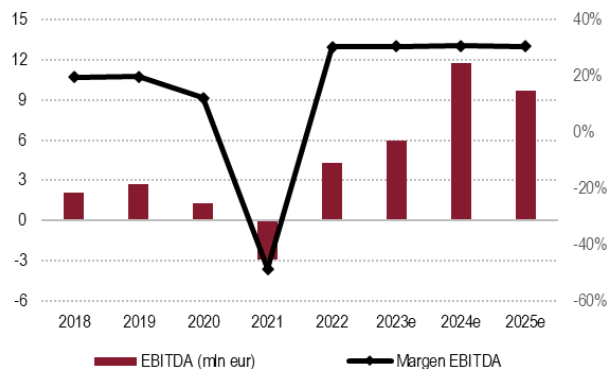
Fundada en 2011, CLERHP es una compañía especializada en ingeniería de estructuras de edificación, prestando servicios de diseño, cálculo, asistencia técnica y construcción de estructuras de todo tipo de edificios. En la actualidad, el Grupo cuenta con oficinas y delegaciones en España, Paraguay, Bolivia y República Dominicana. El Grupo cuenta con un centro de cálculo en España desde el que se realiza la ingeniería para todos los proyectos en los que participa.

Cartera de proyectos firmada por geografía a 2022



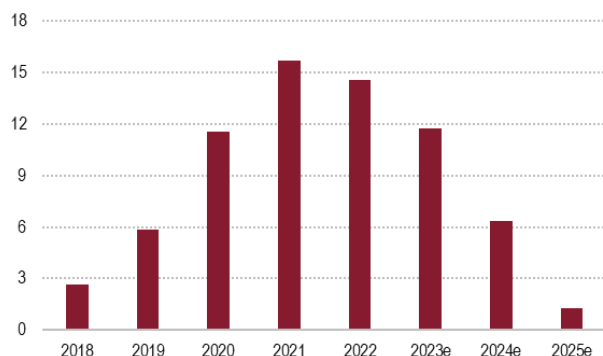
Fuente: CLERHP y Renta 4 Banco.

Evolución EBITDA y margen EBITDA



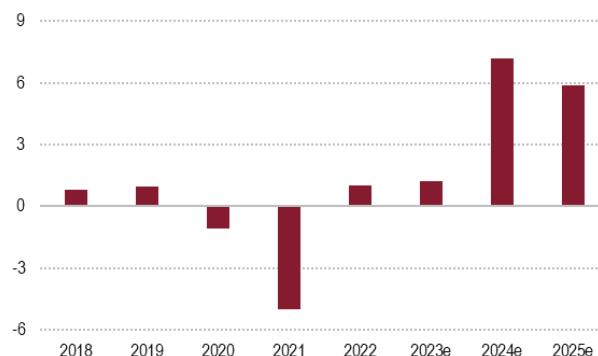
Fuente: CLERHP y Renta 4 Banco.

Evolución deuda neta (mln eur)



Fuente: CLERHP y Renta 4 Banco.

Evolución Bº neto (mln eur)



Fuente: CLERHP y Renta 4 Banco.

Catalizadores

- 1- Finalización del plan de refinanciación.
- 2- Ejecución de la cartera de proyectos firmada.
- 3- Nueva contratación.
- 4- Mejora operativa a través de la eficiencia basada en el desarrollo interno de sus programas de I+D+I e IA.
- 5- Comienzo del proyecto Larimar y desarrollo exitoso del mismo.

Riesgos

- 1- Riesgo de ejecución de proyectos.
- 2- Menor nivel de contratación futura frente a la estimada.
- 3- Riesgo país, tipo de cambio y concentración clientes.

Índice

CLERHP	1
1. Descripción de la Compañía.	4
1.1. Estructura accionarial y Consejo de Administración.	5
1.2. Estructura societaria y organizativa.	7
1.3. Estrategia y líneas de negocio.....	9
Líneas de negocio interconectadas.....	9
...que permiten una estrategia del Grupo innovadora y especializada.....	10
2. Contexto macroeconómico y de mercado.	12
2.1. Situación económica en República Dominicana.....	12
2.2. Sectores turismo, construcción e inmobiliario en República Dominicana.	17
3. Cartera de proyectos y estimaciones.	22
3.1. El incremento de la cartera de proyectos firmada.....	22
...otorga visibilidad de resultados a corto y medio plazo.....	23
3.2. Estimaciones Renta 4 Banco.	23
4. Balance y solvencia.	27
4.1. Tras las tensiones generadas por la pandemia... ..	27
4.2. ...CLERHP encara la recta final de su plan de reestructuración.....	28
4.3. ...a la vez que la mejora de negocio continuará ayudando a reducir el apalancamiento.	28
5. Valoración y tesis de inversión.	30
5.1. Valoración DCF: 4,50 eur/acción.....	30
5.2. Recomendamos SOBREPONDERAR en base a la siguiente tesis de inversión.	31

1. Descripción de la Compañía.

CLERHP Estructuras, S.A. es la sociedad cabecera de un **Grupo especializado** en la **ingeniería de estructuras de edificación**. Formada por arquitectos, ingenieros y profesionales con experiencia en diferentes áreas del sector de la construcción, el Grupo **presta servicios integrales en todo el proceso de diseño, cálculo y construcción de estructuras** para todo tipo de edificios. El Grupo **opera a nivel internacional**, focalizando su actividad **especialmente** en el área de **Latinoamérica**.

Con **domicilio social en Murcia**, la **Compañía fue constituida** como sociedad limitada el 4 de agosto de **2011**, transformando su forma jurídica a sociedad anónima en 2015 y **debutando en bolsa** (en BME Growth, antiguo MAB) **el 10 de marzo de 2016 a 1,27 eur/acción** (12,8 mln eur de valor empresa).

Cuadro 1. Historia de CLERHP.



Fuente: CLERHP y Renta 4 Banco.

Históricamente, la Compañía ha basado su **modelo de negocio** en la **integración vertical entre las áreas de diseño e ingeniería con las áreas de construcción**. De este modo, a través de la realización de una ingeniería de valor añadido sobre los proyectos que posteriormente se ofertan en construcción, el Grupo logra obtener ahorros de costes, maximizando márgenes y monetizando los proyectos mediante la posterior construcción de estos a través de sus filiales.

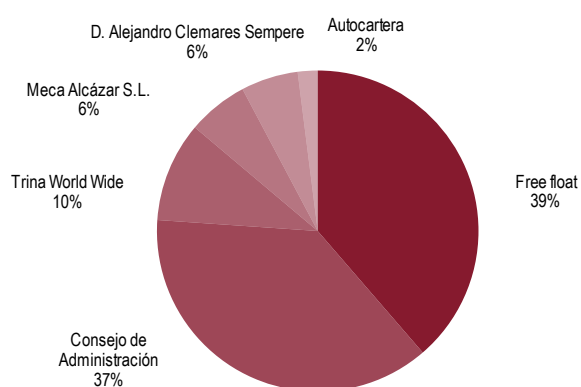
Recientemente, a partir de 2020 y 2021, fruto de una **diversificación relacionada**, el Grupo ha **comenzado** a desarrollar actividades de **gestión de proyectos** y **promoción inmobiliaria**. Igualmente, **CLERHP** mantiene un **foco en I+D+I**, tanto para la optimización de procesos internos de ingeniería, como para el desarrollo tecnológico del sector desde la realidad virtual y la inteligencia artificial.

1.1. Estructura accionarial y Consejo de Administración.

Tratándose de una **Compañía relativamente joven** y en fase de expansión y consolidación, el accionariado de CLERHP cuenta con una significativa presencia de sus fundadores, directivos y miembros del Consejo de Administración. De este modo, D. Juan Andrés Romero Hernández (Presidente, fundador y CEO del Grupo), ostenta un **8,18% en total del capital** (1,10% directo y 7,08% indirecto a través de sus participaciones en Rheto Arquitectos y Rhymar Projects Developer), mientras que el **37,42% del capital estaría controlado directa o indirectamente por el Consejo de Administración y la familia Romero**.

En este sentido, cabe destacar una **significativa alineación entre los intereses del equipo gestor y el accionariado del Grupo**.

Cuadro 2. Estructura accionarial.



Accionistas	Participación		Total
	Directa	Indirecta	
Presidente & CEO (D. Juan Andrés Romero Hernández)	1,10%	7,08%	8,18%
D. Alejandro Clemares Sempere	5,75%	0,00%	5,75%
D. Félix Poza Ceballos	5,47%	0,00%	5,47%
Rhymar Projects Developer S.L.	23,14%	0,00%	23,14%
Rheto Arquitectos S.L.P.	0,07%	7,33%	7,40%
D. Víctor Manuel Rodríguez Martín	7,64%	0,00%	7,64%
D. Pedro José Romero Hernández	0,00%	7,14%	7,14%
Meca Alcázar S.L.	6,09%	0,00%	6,09%
Trina World Wide	10,07%	0,00%	10,07%
TOTAL	59,33%		
Autocartera	2,00%		
Free-float	38,67%		

Fuente: CLERHP y Renta 4 Banco.

En cuanto al **Consejo de Administración** del Grupo, el mismo está formado en la actualidad por **7 consejeros** (tras la reducción desde 9 anteriores llevada a cabo el pasado 29 de junio de 2023), de los cuales **2 son independientes**. De acuerdo con las recomendaciones del Código de Buen Gobierno de la CNMV, al menos la mitad de los consejeros deben ser independientes. No obstante, en sociedades en las que la capitalización no sea elevada o cuando, aun siéndolo, cuenten con un accionista o varios actuando concertadamente, que controlen más del 30% del capital social, **el número de consejeros independientes debe representar, al menos, un tercio del total** de consejeros. Si bien **CLERHP no llegaría a cumplir la recomendación** sobre gobierno corporativo (2 independientes de 7 consejeros), se **queda muy cerca** del tercio de independientes.

Del mismo modo, debemos destacar que la **mayoría** de los **consejeros dominicales ejercen labores ejecutivas** dentro del Grupo (ver Cuadro 5).

Cuadro 3. Consejo de Administración.

Consejero	Cargo	Categoría	Perfil	% participación (*)
D. Juan Andrés Romero Hernández	Presidente & CEO	Ejecutivo	Fundador, Presidente y CEO de la Compañía. Estudió arquitectura en la ETSAM (Escuela Superior de Arquitectura de Madrid) y Advanced Management Program (AMP) del IE. Creó su propio estudio de arquitectura, Rheto Arquitectos (2006). Ganador del premio al Joven Empresario del año en la Región de Murcia (septiembre 2021).	8,18%
D. Pedro José Romero Hernández	Vocal	Dominical	Representante de Rheto Arquitectos S.L. Desde 2020 ostenta el cargo de Director General de CLERHP Estructuras. Estudió Arquitectura en la Universidad Politécnica de Cartagena (UPCT). Alumno del AMP del IE.	7,40%
D. Alberto Jesús Muñoz Sánchez-Miguel	Vocal	Dominical	Representante de Rhymar Proyects Developers S.L. Director Técnico de la Compañía en Paraguay desde 2017 y Director Comercial del Grupo desde 2019. Estudió arquitectura en la Universidad Politécnica de Madrid y Máster de arquitectura en la Universidad Politécnica de Valencia. Alumno de los programas AMP, Fundamentos Financieros y Dirección Comercial del IE.	23,14%
D. Félix Ángel Poza Ceballos	Vocal	Dominical	Ex CFO de Dragados, Grupo DHO, Imathia y Grupo San José, durante los años 2006 y 2011. Su carrera en CLERHP comenzó en 2011 como CFO hasta 2020, que ocupó el cargo de Director de Desarrollo de Nuevos Negocios y Mercados. Licenciado en Empresariales por la Universidad Complutense de Madrid.	5,47%
D. Víctor Manuel Rodríguez Martín	Vocal	Dominical	Consejero dominical desde 2019 y elegido en el año 2023 como Secretario del Consejo de Administración.	7,64%
D. José Ángel Morenete Vega	Vocal	Independiente	Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad de Murcia. Fundador y Consejero Delegado de Morenete & Asociados Consultores desde 1981.	0,00%
D. José Ramón García Mateo	Vocal	Independiente	CEO de C Level (consultora de RRHH) y dedicado a la Dirección de Recursos Humanos desde hace más de 20 años. Licenciado en Relaciones Laborales y Recursos Humanos en la Universidad de Murcia y alumno del AMP del IE. Socio fundador de Inbentus (fabricante de equipos médicos), así como Consejero en La Comarca Food Group, Consejero independiente en diversas empresas y Vicepresidente de Adimur.	0,00%

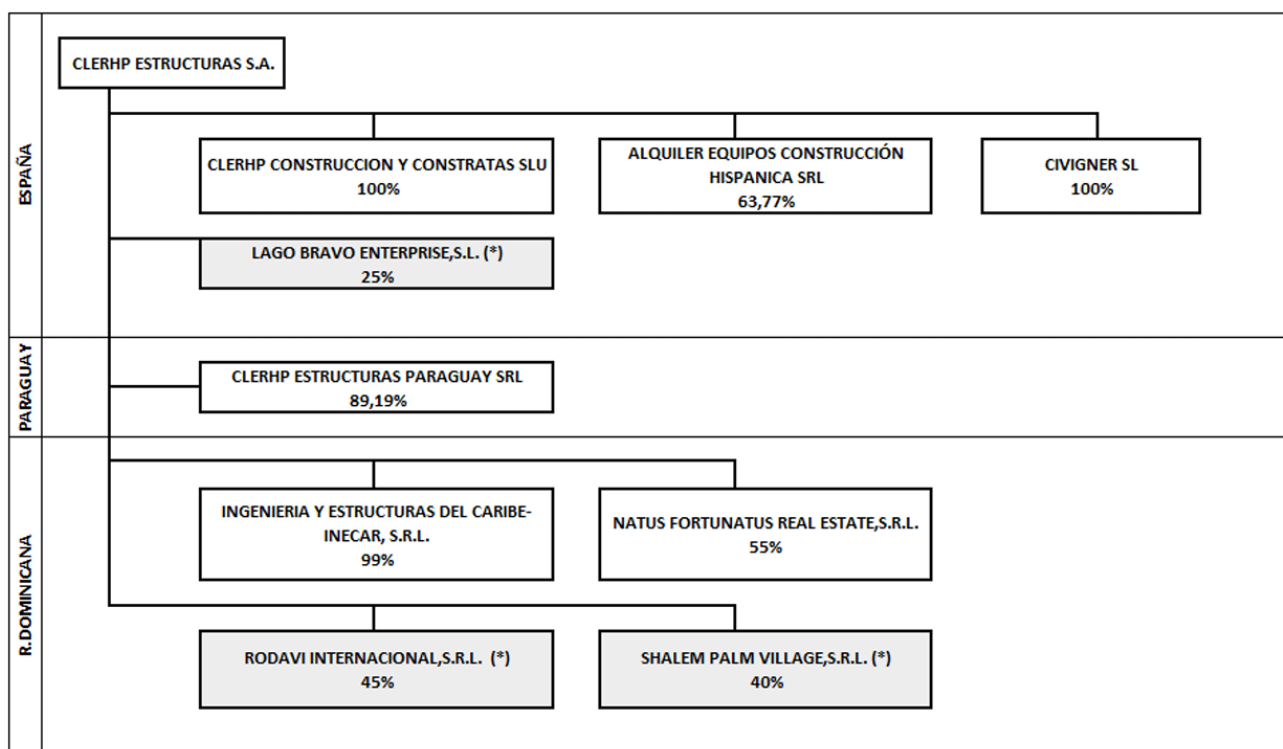
Fuente: CLERHP y Renta 4 Banco. (*) Incluye participación a título personal y de las Compañías que representan (directas e indirectas).

1.2. Estructura societaria y organizativa.

Tal y como hemos mencionado previamente, el **Grupo CLERHP** lo componen un **conjunto de sociedades** dedicadas a la **ingeniería de estructuras**, ofreciendo un **servicio integral** desde el diseño, cálculo, asistencia técnica en la construcción, hasta la propia construcción de todo tipo de estructuras para cualquier tipología de edificios, así como la provisión de equipos y maquinaria de construcción.

Desde la **sociedad matriz** (o cabecera), **CLERHP Estructuras, S.A.**, ubicada en **España**, el Grupo ofrece los **servicios más propios de la ingeniería**, esto es, servicios de diseño, cálculo y asistencia técnica en la ejecución de las obras de estructura. Igualmente, participa activamente en la gestión de la construcción de estas. Por su parte, las **filiales del Grupo realizan los trabajos de edificación y obra**, siendo proveedoras de arquitectos, constructoras y promotoras en el desarrollo de todo tipo de proyectos (habiendo participado en edificios de gran altura, espacios comerciales, oficinas, hoteles, colegios, universidades y viviendas).

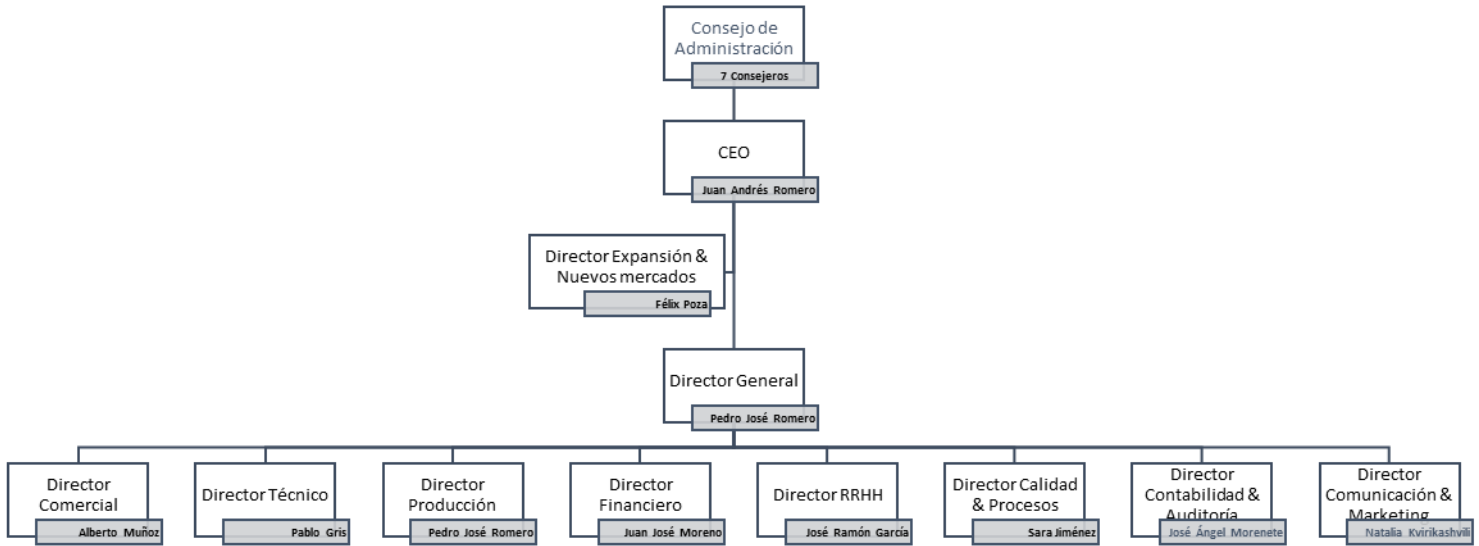
Cuadro 4. Estructura societaria (2022).



Fuente: CLERHP y Renta 4 Banco. (*) Fuera del perímetro de consolidación.

En la actualidad el **Grupo centra** el grueso de **su actividad en Latinoamérica, concretamente en República Dominicana y Paraguay**, contando además con una **franquicia en Bolivia**. Debemos destacar que la **filial de República Dominicana**, dedicada a la promoción inmobiliaria (Natus Fortunatus Real Estate S.R.L.), cuenta actualmente con el desarrollo de dos proyectos de 46 y 90 viviendas respectivamente. Igualmente, dentro de la actividad promotora en República Dominicana, el **GRUPO CLERHP ha adquirido los terrenos e iniciado el desarrollo del proyecto Larimar City & Resort**.

Cuadro 5. Estructura organizativa y funcional.



Fuente: CLERHP y Renta 4 Banco.

1.3. Estrategia y líneas de negocio.

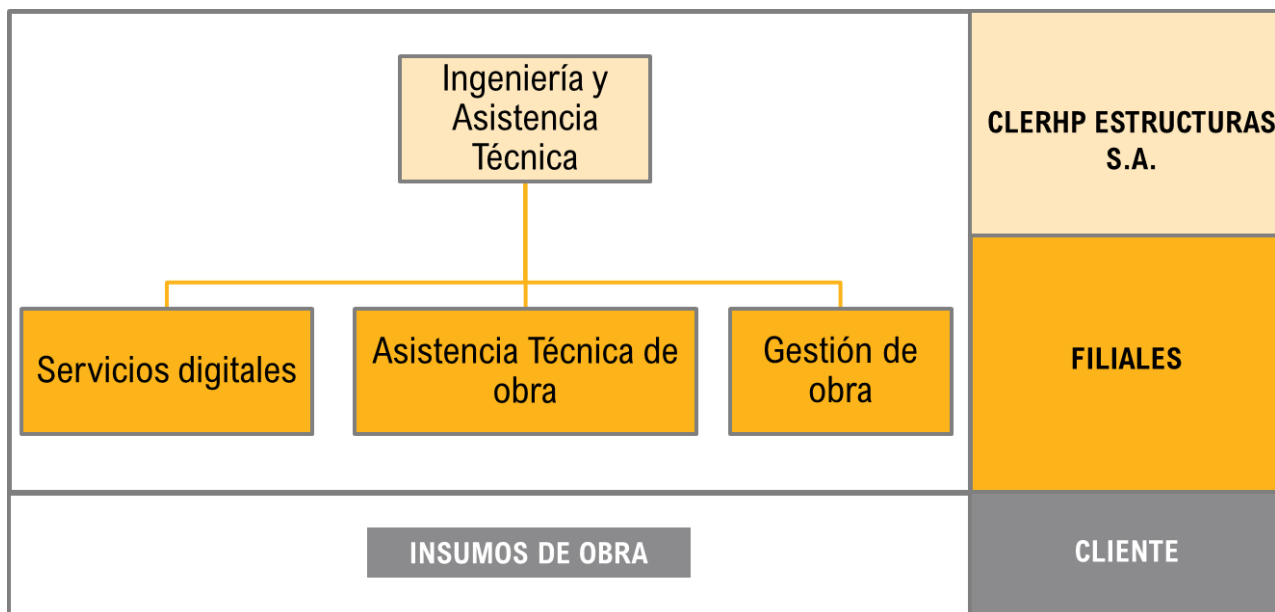
Líneas de negocio interconectadas...

En la actualidad, y a efectos de segmentación contable, **CLERHP** desarrolla su actividad a través de **4 líneas de negocio**: **1) Asistencia técnica y Consultoría** (diseño, cálculo y asistencia técnica); **2) Ejecución de estructuras** (construcción); **3) Alquiler de maquinaria, y; 4) Software**. Adicionalmente, en un **futuro próximo**, el Grupo incorporará una división de **Promoción Inmobiliaria**, relacionada fundamentalmente con el desarrollo del **proyecto Larimar City & Resort**.

A través de la **línea de diseño y cálculo de estructuras**, la Compañía realiza trabajos de ingeniería de estructuras para sus filiales o terceras empresas (incluido su franquicia en Bolivia), participando en la elaboración de los proyectos de estructuras de la mano de los arquitectos diseñadores del proyecto y aportando sus conocimientos para la **optimización** de la **calidad** de la **estructura** en cuanto a su comportamiento, **facilidad de ejecución y su coste**. CLERHP desarrolla el diseño y cálculo de todos los elementos estructurales tanto de hormigón armado, como de acero y madera. En paralelo, el Grupo ofrece **a través de la línea de asistencia técnica** un servicio de seguimiento de la obra y asistencia técnica al cliente en todo el proceso constructivo de los proyectos.

Por su parte, la **línea de construcción ejecuta las estructuras proyectadas**, aportando CLERHP la **tecnología y equipos**, así como el **personal formador y técnico**, mientras que las **constructoras locales aportan la mano de obra no cualificada**. Esta línea de negocio se desarrolla íntegramente **a través de las filiales** existentes en cada mercado, facturando el Grupo únicamente el servicio, mientras que el cliente realiza la adquisición de los materiales necesarios, **minimizando así CLERHP riesgos financieros y de ejecución**.

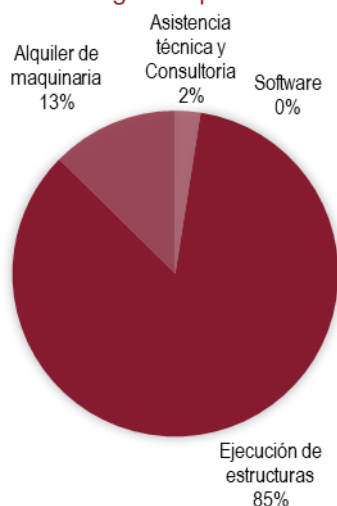
Cuadro 6. Esquema del modelo operativo-financiero.



Fuente: CLERHP y Renta 4 Banco.

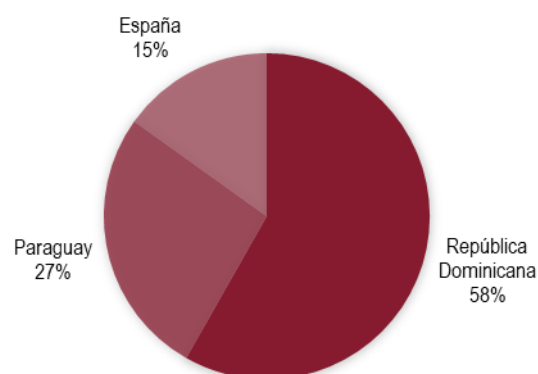
Tal y como muestra el siguiente gráfico (Cuadro 7), la **principal línea de negocio por contribución a ingresos es la Ejecución de estructuras (construcción)** (85% de los ingresos totales a cierre de 2022), **seguida de Alquiler de maquinaria** (13% sobre ingresos totales a 2022), a través de las cuales **el Grupo maximiza la monetización de sus servicios de ingeniería mediante el diseño, cálculo de estructuras y asistencia técnica**. En este sentido, a pesar de la contribución testimonial según la imputación de ingresos mostrada, debemos destacar la **relevancia central que tiene la línea de Asistencia técnica y Consultoría**, dado su **carácter base e instrumental al servicio del resto de líneas de negocio**.

Cuadro 7. Ingresos por división (2022).



Fuente: CLERHP y Renta 4 Banco.

Cuadro 8. Ingresos por geografía (2022).



Fuente: CLERHP y Renta 4 Banco.

Por último, debemos destacar que el **Grupo ha realizado esfuerzos en I+D+I realizando adquisiciones de Compañías tecnológicas y de software**, como **Civinger** o **VT-Lab**, para mantenerse a la vanguardia de las disrupciones tecnológicas en el sector y aprovechar al máximo las eficiencias en los procesos de construcción.

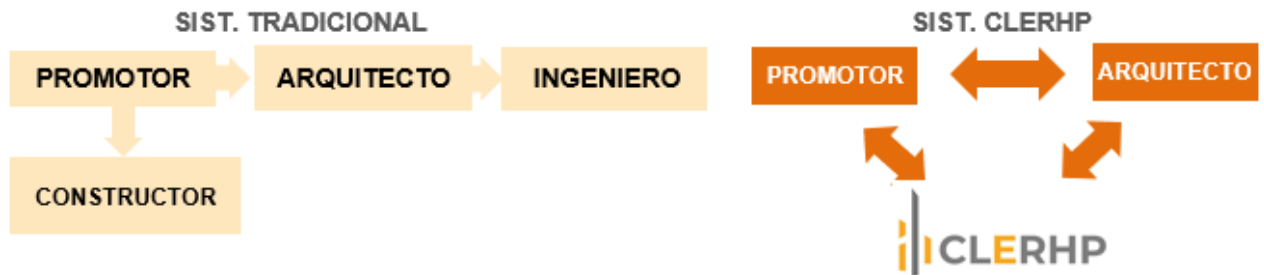
Concretamente, **Civinger** es una **aplicación web con funciones integradas de dibujo 2D/3D, diseño, interoperabilidad, GIS y cálculo orientada a proyectos de ingeniería civil, construcción e industria**.

Por su parte, **VT-Lab** es una Compañía dedicada a la **realidad virtual y aumentada** orientada a la **productividad en construcción** mediante la colocación de gemelos digitales a escala real sobre el terreno de obra.

...que permiten una estrategia del Grupo innovadora y especializada.

Con todo ello, gracias a la **integración vertical** del Grupo, **CLERHP** propone un **modelo de negocio** que **reduce el número de agentes en el proceso constructivo**, al disponer de una ingeniería propia (la matriz) que facilita la interrelación entre las áreas comerciales, de cálculo y producción, permitiendo a las filiales de construcción ofrecer al cliente un alto valor añadido (optimización de tiempos, mayor eficiencia y por ende menores costes) y monetizando éstas la labor de ingeniería mediante la captación de proyectos.

Cuadro 9. Modelo de negocio que reduce el número de agentes en el proceso de construcción.



Fuente: CLERHP y Renta 4 Banco.

Así, la **estrategia comercial** del grupo consiste en **ofertar al cliente** la idoneidad de un trabajo conjunto con **un importante ahorro de costes**, en tanto que del cálculo se derivan gran parte de los trabajos técnicos de la construcción, evitando duplicidad de trabajos.

Cuadro 10. Ventajas competitivas modelo CLERHP.



Fuente: CLERHP y Renta 4 Banco.

Dicha estrategia comercial se complementa con **alianzas estratégicas con ingenierías locales** para obtener una **mayor penetración en el mercado**. Estas alianzas constituyen a su vez una fuente de captación de nuevos clientes proporcionando ingresos a las otras líneas de negocio.

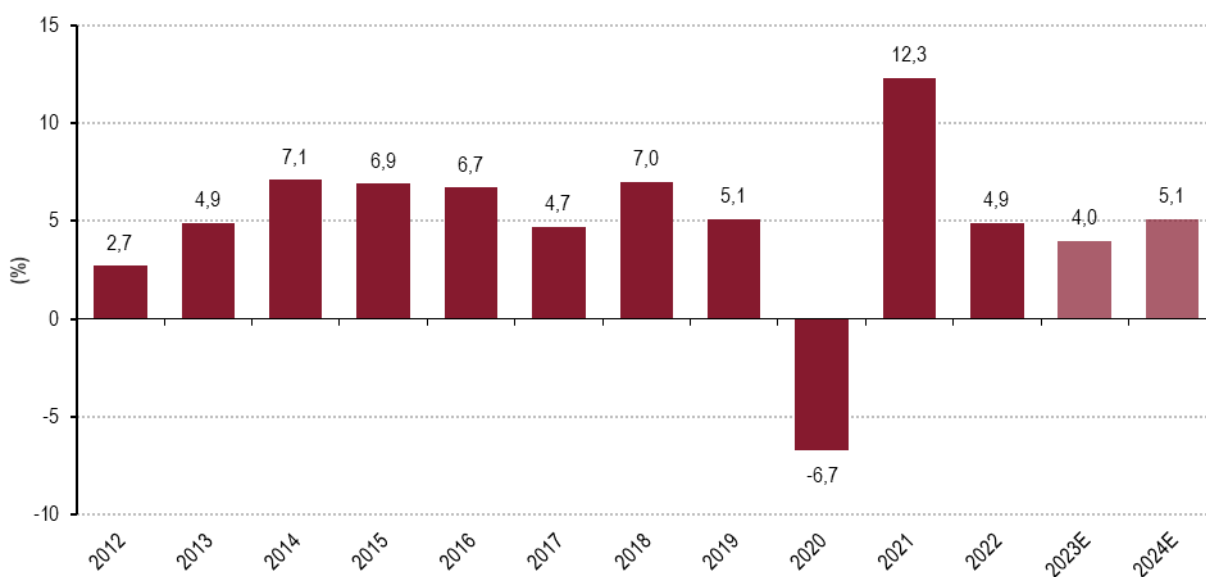
2. Contexto macroeconómico y de mercado.

De acuerdo con lo anteriormente expuesto, el **grueso de la cifra de negocios** por **geografía** de CLERHP procede de **República Dominicana**, representando el **58% del total de los ingresos** generados en 2022 (Cuadro 8). Igualmente, la **cartera de proyectos firmada** a cierre de 2022 concentra **prácticamente el 80%** del total en **dicho país** durante ese mismo ejercicio y el siguiente, llegando a superar el **86% para 2024**. Por todo ello, consideramos oportuno un **análisis** de la **coyuntura macroeconómica y de mercado** específicamente de **República Dominicana**.

2.1. Situación económica en República Dominicana.

Durante la **última década (2012-2022)** la **economía de República Dominicana ha crecido a una tasa promedio anual del +5,1%**. Tras la **crisis** vivida en todo el mundo por la **pandemia de COVID-19**, **República Dominicana consiguió recuperarse ya en 2021** creciendo un **+12,3%** vs 2020 (PIB 2020 -6,7% vs 2019) alcanzando los 94.101,5 mln USD. En este sentido, **el país se situó notablemente por encima en términos de recuperación del crecimiento frente al resto de países de América Latina y Caribe**, que crecieron a una tasa del +6,8% en 2021. Por su parte, la posterior invasión de Ucrania por Rusia, que complicó el contexto político-económico a nivel global, supuso la moderación del ritmo de crecimiento del país (4,9% en 2022). No obstante, las **previsiones** en cuanto al **crecimiento del PIB de República Dominicana de cara a 2023e y 2024e se sitúan por encima del 4,0%**.

Cuadro 11. Tasa de crecimiento interanual del PIB a precios constantes de República Dominicana.

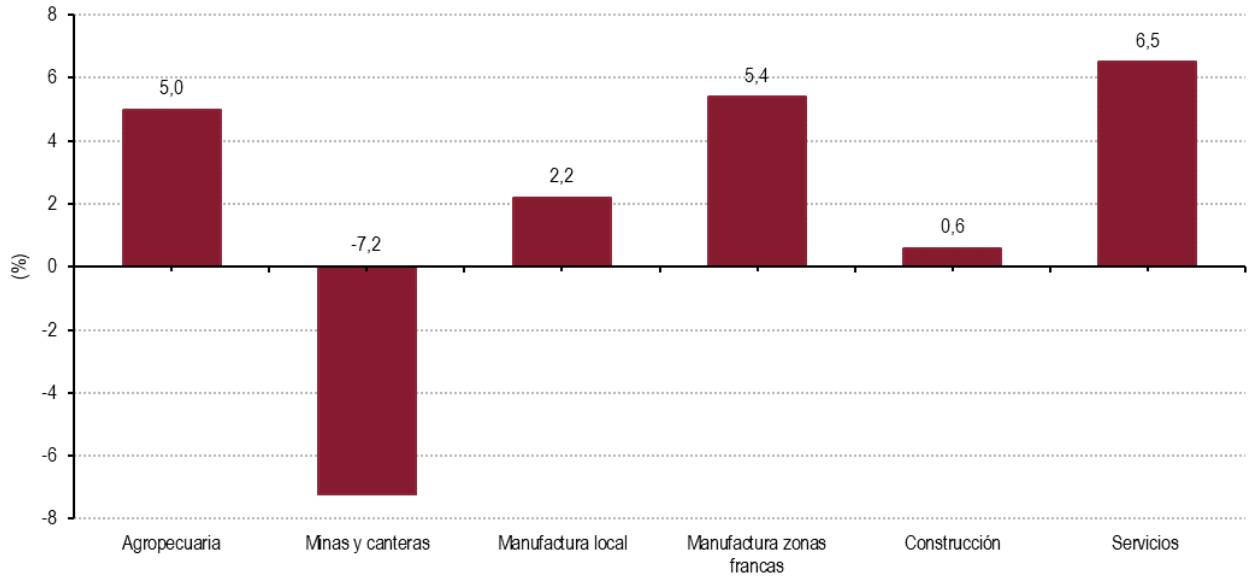


Fuente: CepalStat; Fondo Monetario Internacional y Renta 4 Banco.

En más detalle, la **expansión económica dominicana durante el ejercicio 2021 fue impulsada principalmente por el desempeño de las actividades de hoteles, food & beverage (+39,5%), construcción (+23,4%) y manufactura de zonas francas (+20,3%)**. En 2022, el turismo continuó sobresaliendo dentro del sector servicios, con un crecimiento individual de **hoteles, food & beverage del +24,0%**. En este sentido, el **turismo se configura como la actividad de mayor incidencia en el desempeño del PIB, explicando aproximadamente una cuarta parte del crecimiento de 2022**. Por su parte, el **sector de la construcción**, afectado por el aumento en los

precios de las materias primas, registró una reducción en el ritmo de crecimiento (+0,6% respecto a 2021).

Cuadro 12. Tasa de crecimiento PIB por sectores (2022) en República Dominicana.



Fuente: Banco Central de la República Dominicana y Renta 4 Banco.

Históricamente, el **buen comportamiento del sector de la construcción, estrechamente relacionado con el del turismo, ha facilitado la positiva evolución de la economía de República Dominicana**, considerado como **uno de los países turísticos por excelencia** situado en la cuenca del Caribe.

Cuadro 13. Evolución del sector de construcción en República Dominicana.

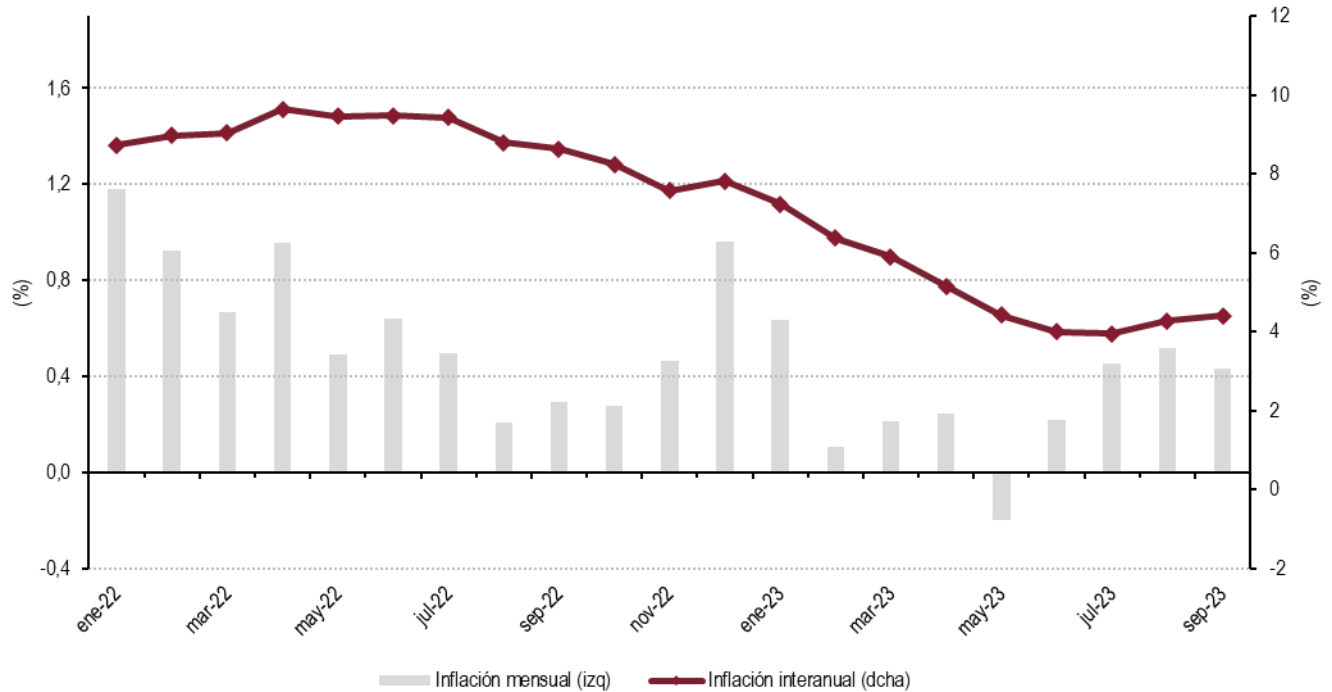


Fuente: Banco Central de la República Dominicana y Renta 4 Banco.

Sin embargo, la complicada situación económica derivada del conflicto Rusia-Ucrania, iniciado en marzo de 2022, se tradujo en consecuencias negativas para éste, experimentando la tasa de

crecimiento más débil en la última década (a excepción de 2020) ante el traslado de las presiones inflacionistas presentes en los precios de los materiales a los costes asumidos por el sector.

Cuadro 14. Inflación interanual y mensual (%) periodo 2022-2023, República Dominicana.



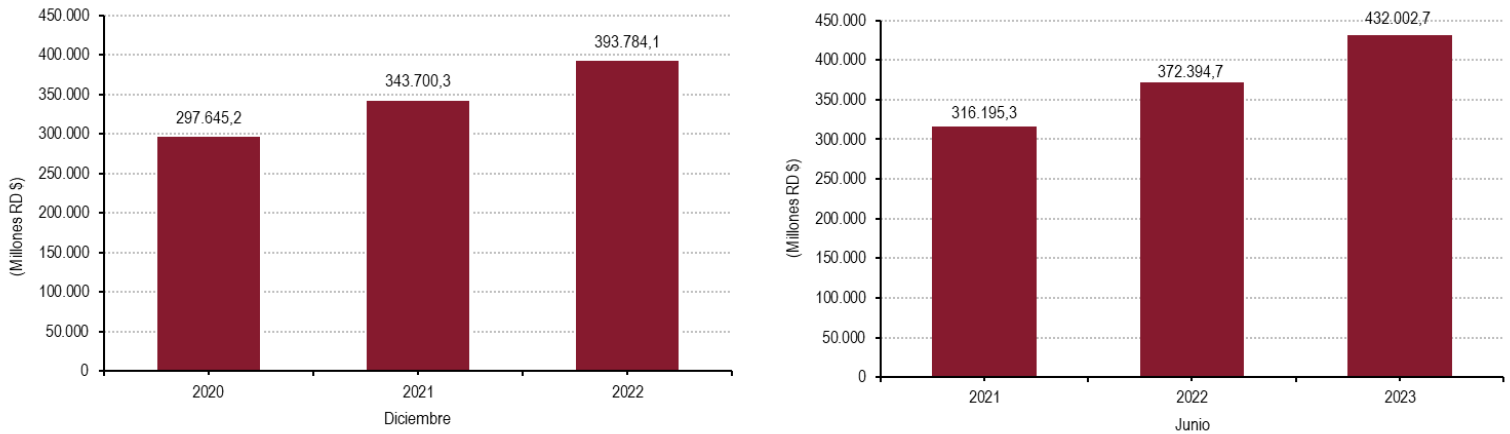
Fuente: Banco Central de la República Dominicana y Renta 4 Banco.

En este contexto, **entre los componentes que más aportaron al aumento de la inflación (+7,83%) a cierre de 2022**, se encontraron los **hoteles y restaurantes (+9,47%) y la vivienda (+9,07%)**.

No obstante, **a partir de la segunda mitad del año, la política monetaria restrictiva implementada por el Banco Central de República Dominicana logró moderar los precios** en casi dos puntos, pasando de +9,64% en abril a +7,83% en diciembre. En este sentido, se ha logrado una caída de la inflación interanual hasta el nivel de +4,41% en el mes de septiembre. De esta forma, la moderación sistemática de la inflación lograda a lo largo de 2023 ha permitido una reducción de los tipos de interés desde mayo de 2023, pasando del máximo 8,5% (abril) hasta 7,5% (septiembre).

Por otra parte, la **ampliación de los recursos destinados al sector privado**, +16,9% a cierre de 2022 y +18,6% a junio de 2023, **aceleran la llegada de un nuevo ciclo de inversión en vivienda y en proyectos de construcción**.

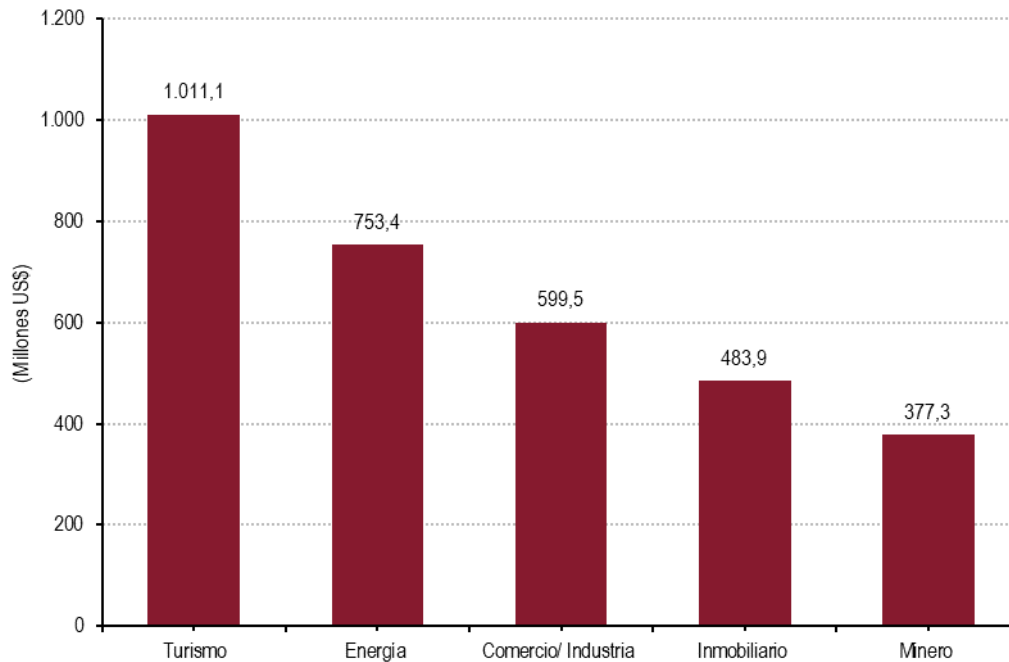
Cuadro 15. Préstamos a la construcción y adquisición de viviendas, en millones RD\$.



Fuente: Banco Central de la República Dominicana y Renta 4 Banco.

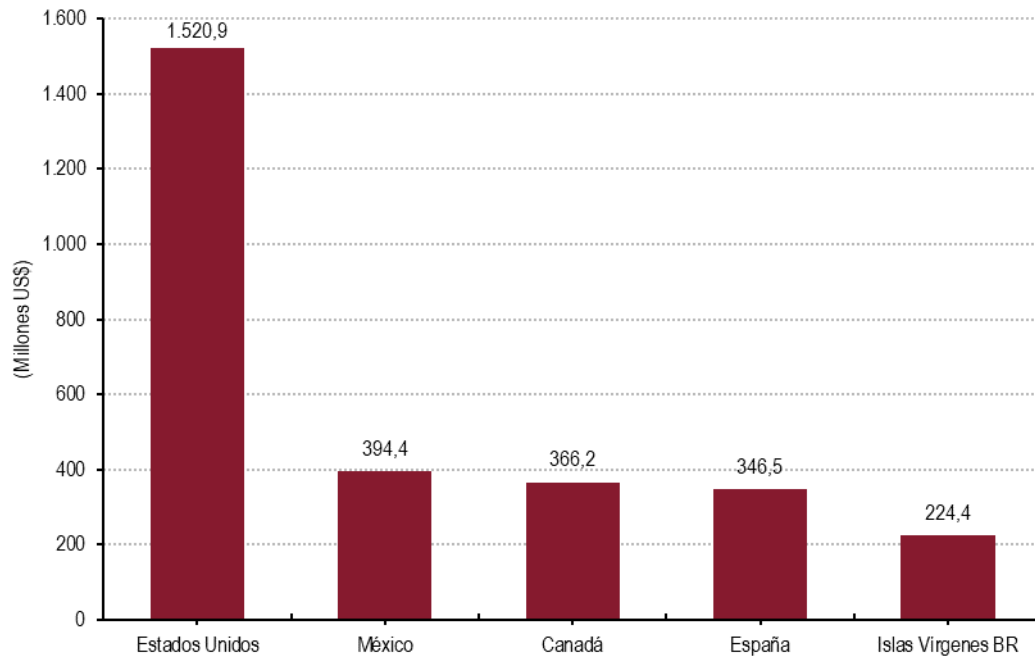
Por su parte, la **inversión extranjera directa (IED)** alcanzó 4.000 mln USD en 2022. **EE.UU. se mantuvo en la primera posición en términos de flujos de inversión extranjera** (1.520,9 mln USD; 38,0% sobre el total de IED), **mientras que el sector turismo se configuró como la principal rama de actividad por destino** (1.011,1 mln USD; 25,3% del total de IED). Este indicador permite comprobar el **aumento de la confianza de los inversores extranjeros en el país**, tanto por las oportunidades que este ofrece como por la protección de garantías ofrecidas en las inversiones.

Cuadro 16. Flujos de la IED hacia República Dominicana por sectores (mln USD; 2022).



Fuente: Banco Central de la República Dominicana y Renta 4 Banco.

Cuadro 17. Flujos de la IED hacia República Dominicana por país (mln USD; 2022).



Fuente: Banco Central de la República Dominicana y Renta 4 Banco.

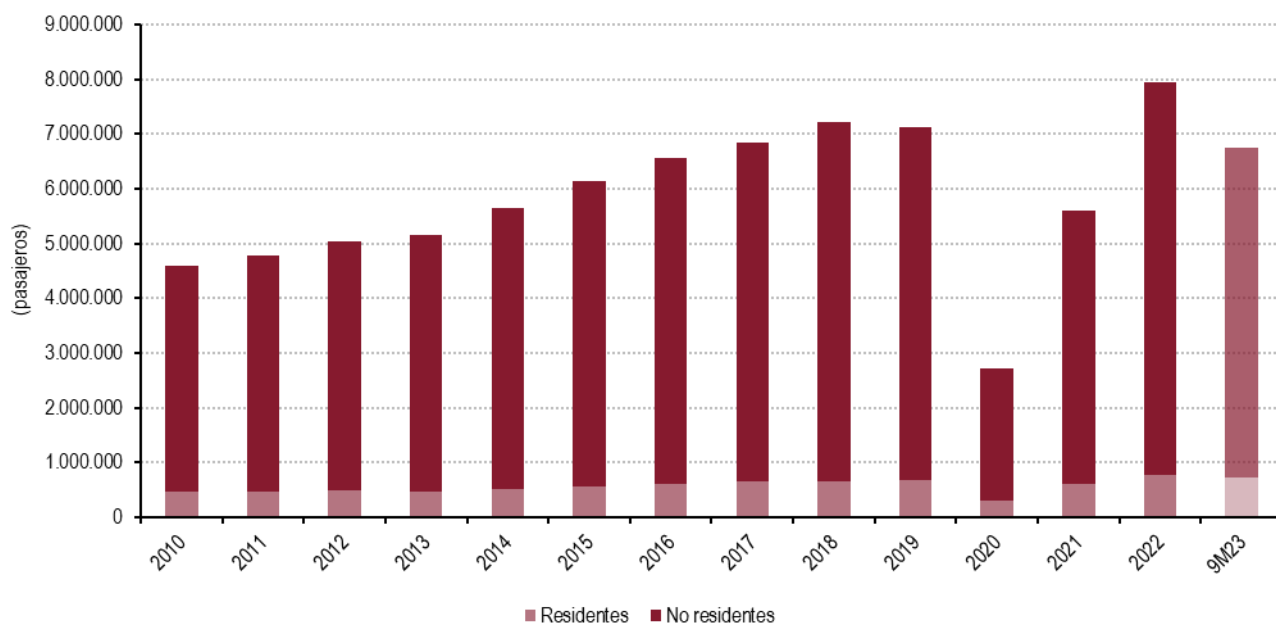
2.2. Sectores turismo, construcción e inmobiliario en República Dominicana.

República Dominicana, como **país turístico de referencia**, tratándose además de un sector que supone un pilar fundamental para su economía y modelo de desarrollo, sufrió notablemente las consecuencias negativas derivadas de las restricciones de movilidad y cierre de fronteras a nivel global a causa de la pandemia del COVID-19.

No obstante, las labores llevadas a cabo por el Gabinete de Turismo del país lograron la reactivación del turismo, que en el año 2021 generó ingresos por valor de 5.680,8 mln USD (+112,5% respecto a 2020).

Igualmente, en **2022 República Dominicana** se posicionó como el **país más rápido** en el proceso de **recuperación de la actividad de turismo pre-pandemia**. A cierre de 2022, la suma total de **llegada de turistas alcanzó los 8,5 mln** (tanto residentes como no residentes, dominicanos y extranjeros), configurándose como el **récord histórico dominicano**.

Cuadro 18: Evolución de la llegada de pasajeros por vía aérea en República Dominicana (2010 – 9M23).

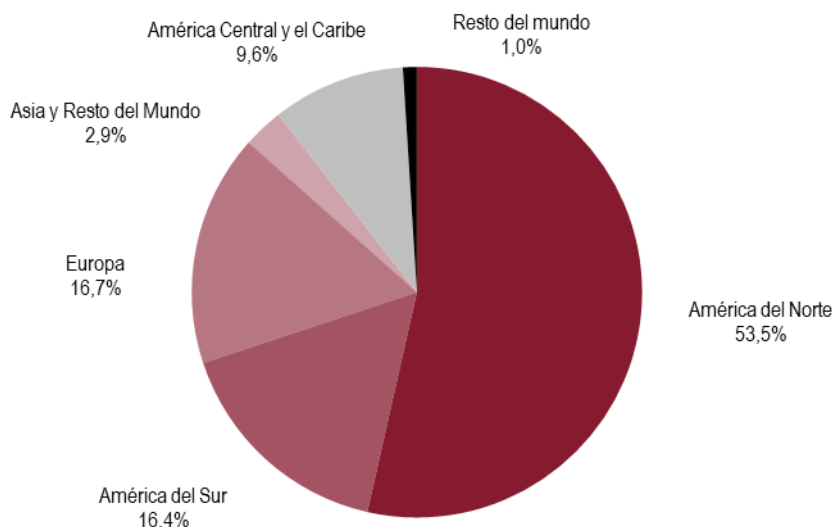


Fuente: Banco Central de la República Dominicana y Renta 4 Banco.

2023 continúa mostrando la solidez del sector, con un **incremento acumulado a septiembre en la llegada de pasajeros por vía aérea del +13,9% vs 2022**.

El dinamismo de las **llegadas** está siendo **impulsado** principalmente por la emisión de pasajeros no residentes **desde Estados Unidos** (2 mln; **39,5% del total de turistas extranjeros no residentes en República Dominicana a 9M23**) y **Canadá** (0,6 mln; 12,6% de la llegada total de turistas por vía aérea).

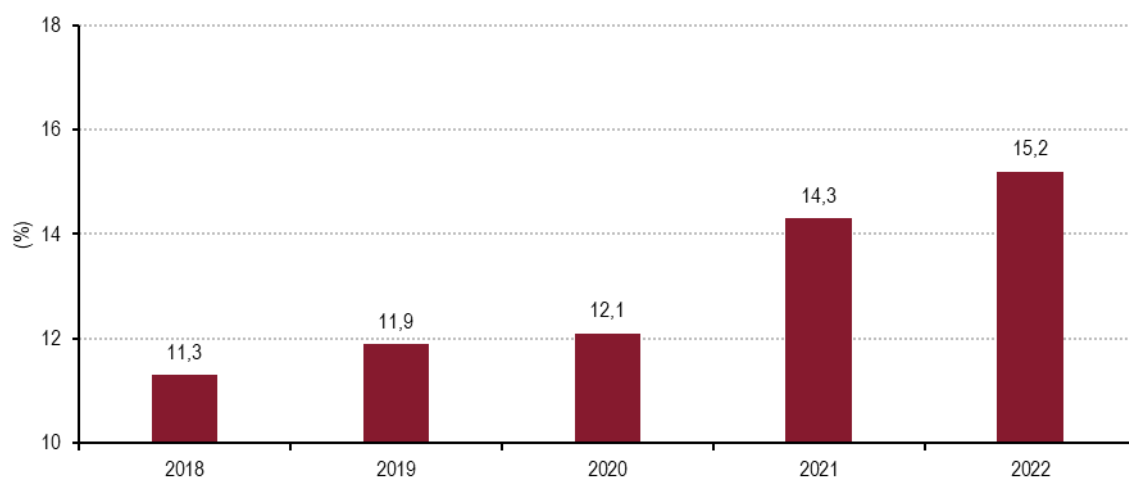
Cuadro 19: Llegada de no residentes extranjeros a República Dominicana a 9M23 por vía aérea.



Fuente: Banco Central de la República Dominicana y Renta 4 Banco.

En paralelo al sector turístico, el **sector de la construcción** se posiciona como **uno de los principales** en la **contribución al PIB del país** (15,2% del PIB en 2022), solo por detrás de servicios (incluye turismo) e industria.

Cuadro 20: Evolución del peso del sector de la construcción sobre el PIB de República Dominicana.

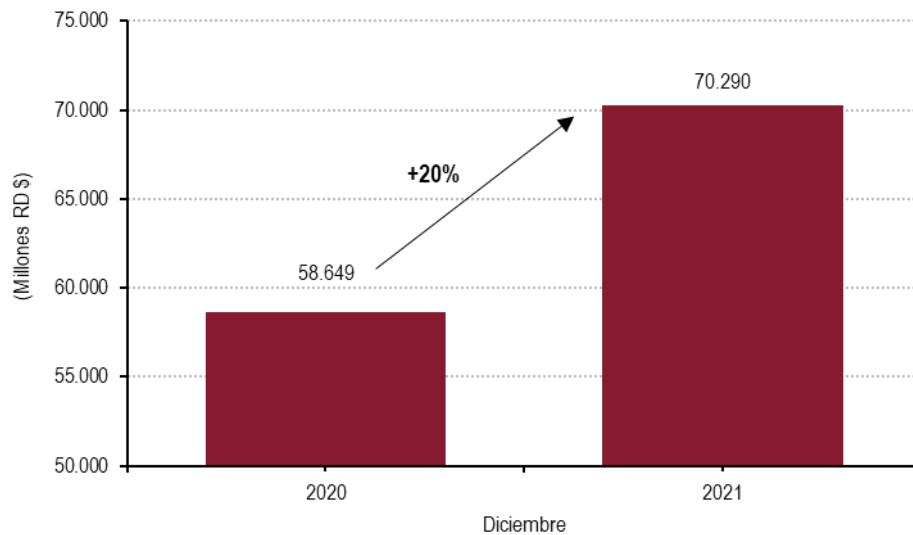


Fuente: Banco Central de la República Dominicana y Renta 4 Banco.

En 2020, fue uno de los sectores que más sufrió las consecuencias negativas derivadas de la pandemia del COVID-19, experimentando una reducción en su crecimiento del -10,7% respecto a 2019. A pesar de ello, las **medidas tomadas por el Banco Central de la República Dominicana**, los **planes de inversión pública y privada** con el fin de reducir el déficit habitacional, y los **esfuerzos monetarios de la banca**, se configuraron como **impulsos** significativos en la **construcción de viviendas**, y por ende en la **dinamización de la economía dominicana**.

Muestra de ello, la **cartera de crédito de la banca al sector de la construcción en 2021 experimentó un crecimiento del +20% respecto a 2020**, situándose en 70.290 millones RD\$ a cierre del ejercicio. Cabe destacar, tal como informa la Asociación de Bancos Múltiples de la República Dominicana (ABA), que tal cantidad no incluye la financiación a la adquisición de viviendas, que ascendió a 167.417 mln RD\$.

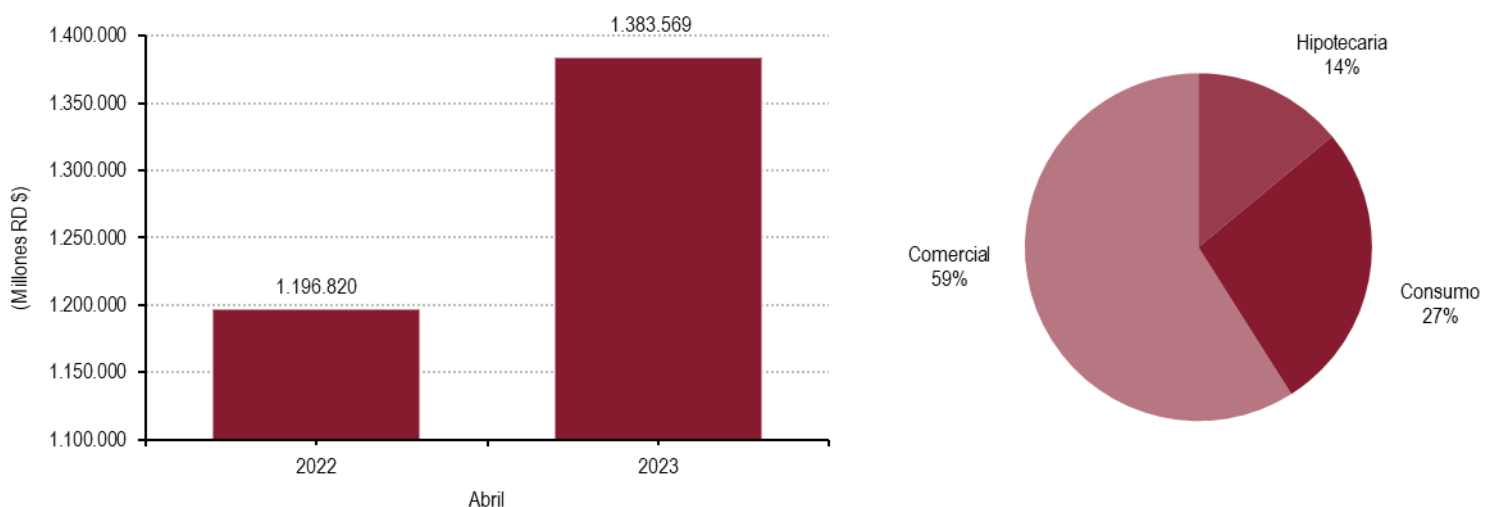
Cuadro 21: Cartera de crédito de la banca múltiple al sector de la construcción (mln RD\$).



Fuente: Asociación de Bancos Múltiples de la República Dominicana, Banco Central de la República Dominicana y Renta 4 Banco.

En este sentido, y de acuerdo con el objetivo de continuar apoyando a los sectores productivos del país, la cartera de crédito total de la banca aumentó un +15,6% i.a. en el mes de abril de 2023. En cuanto al crédito destinado a la adquisición de viviendas creció un 15% en los cuatro primeros meses del año alcanzando los 199.198 millones RD \$.

Cuadro 22: Cartera de créditos neta de la banca 2022-2023 (izquierda) y distribución por segmentos de la cartera de créditos 2023 (derecha).



Fuente: Asociación de Bancos Múltiples de la República Dominicana, Banco Central de la República Dominicana y Renta 4 Banco.

Por otra parte, **es indudable el atractivo del sector inmobiliario dominicano**, tanto por la economía del país, siendo la más grande del Caribe y América Latina, como por su clima cálido y estable durante todo el año, que incentiva un **mayor movimiento de estadounidenses hacia el país caribeño** en los meses de junio y julio (+200.000/mes) y con ello la **venta de viviendas de verano**.

En este sentido, en la última década, se ha consolidado una **tendencia creciente en la inversión extranjera inmobiliaria en el país**, gracias al clima de confianza que ofrece en los contextos político, legal, económico e institucional. Por ello, **República Dominicana se ha configurado como uno de los principales países receptores de la Inversión Extranjera Directa de todo el Caribe**.

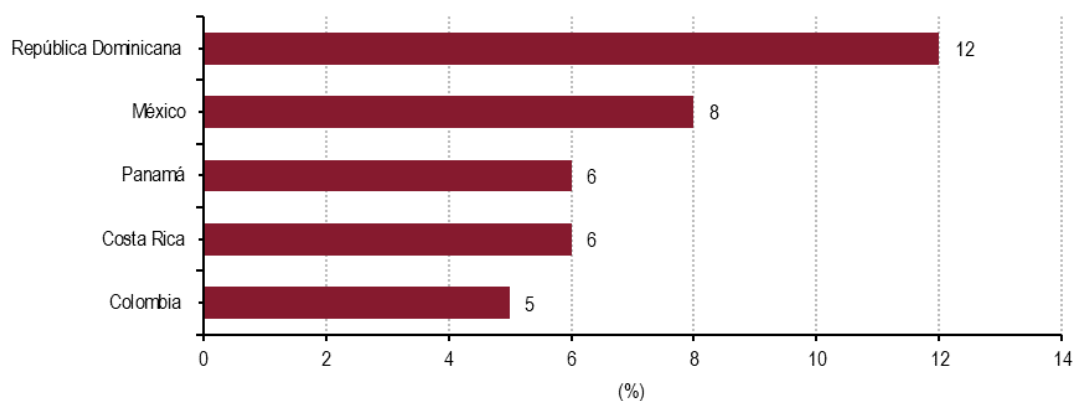
Cuadro 23: Flujos de la Inversión Extranjera Directa por actividad económica (2010-2022; mIn USD).

Actividad Económica	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Turismo	180,0	107,8	162,0	256,5	300,7	671,9	790,0	704,0	854,2	994,2	954,0	974,6	1.011,1
Comercio / Industria	566,1	355,2	1.257,3	403,7	606,9	367,9	413,2	1.365,2	539,8	356,2	440,7	307,4	599,5
Telecomunicaciones	500,2	53,6	-21,2	187,8	256,7	335,9	-263,9	67,1	-240,1	312,4	-123,9	84,3	191,9
Energía	108,1	258,8	304,5	449,6	352,1	-96,3	-8,3	63,7	202,6	276,7	430,6	278,2	753,4
Financiero	93,5	134,3	159,4	152,0	207,2	189,7	124,6	90,9	178,7	94,3	83,1	115,8	169,1
Zonas Francas	71,8	147,8	163,0	149,7	190,9	236,6	223,9	263,9	233,6	259,7	231,7	283,5	361,8
Minero	239,9	1.059,7	1.169,4	92,6	-38,5	6,1	485,7	409,6	184,8	224,9	-6,5	535,9	377,3
Inmobiliario	264,1	159,5	203,0	273,6	305,6	411,7	587,3	545,9	518,3	440,7	453,3	535,8	483,9
Transporte	0,0	0,0	-255,0	25,0	26,9	81,4	54,2	60,4	63,4	61,9	96,6	81,3	62,4
Total Flujos IED	2.023,7	2.276,7	3.142,4	1.990,5	2.208,5	2.204,9	2.406,7	3.570,7	2.535,3	3.021,0	2.559,6	3.196,8	4.010,4

Fuente: Banco Central de la República Dominicana y Renta 4 Banco.

Además, se posiciona como el **país líder de la región en cuanto al crecimiento del mercado inmobiliario en el periodo 2010-2020**. Existen **diversos factores** que dan explicación a su expansión: **1) El rápido crecimiento** de uno de los sectores estratégicos para el país, el **turismo**, aumentando la demanda de proyectos de edificación de apartamentos y viviendas; **2) El apoyo gubernamental** en el **desarrollo y acceso a la vivienda** con el objetivo de **minimizar el déficit habitacional** (lo que junto con una mayor demanda inmobiliaria incentivan la participación de la inversión pública y privada), y; **3) Flujo migratorio interno** del campo a las ciudades, en búsqueda de las oportunidades económicas que éstas ofrecen, acelerando el proceso de urbanización.

Cuadro 24: Crecimiento anual promedio del mercado inmobiliario (2010-2020).



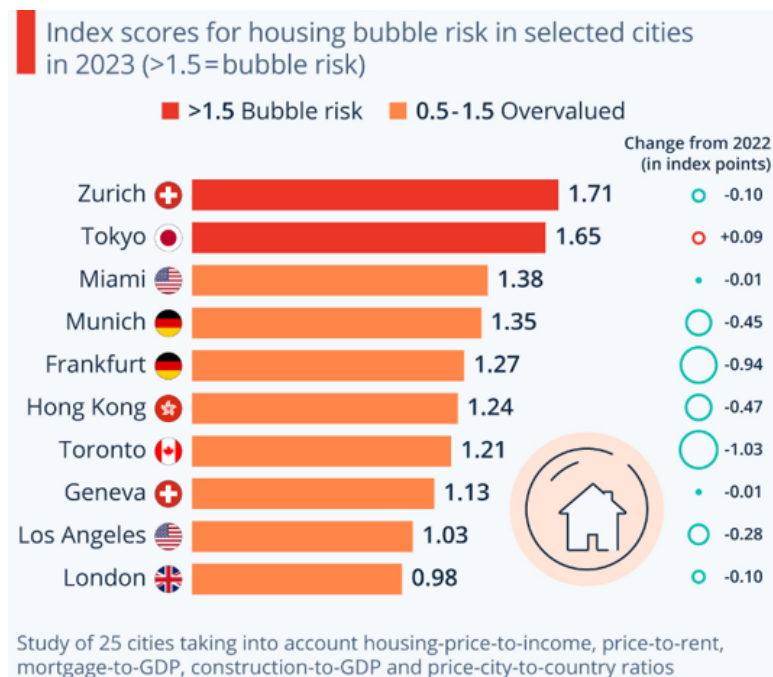
Fuente: Banco Mundial y Renta 4 Banco.

Tras un complicado 2020 en todo el mundo, gracias a la recuperación del turismo, el aumento de la demanda interna y el restablecimiento de las cadenas de abastecimiento, República Dominicana logró en 2021 tanto la **reactivación de la construcción**, como la **reactivación y desarrollo del sector inmobiliario**. Este hecho tuvo su reflejo en las recaudaciones de la Dirección General de Impuestos Internos (DGII), mostrando un **repunte en las cifras de venta de propiedades** que superó los niveles previos a la pandemia.

En este sentido, y junto con la **relajación de las condiciones impuestas a los compradores no residentes para acceder al mercado inmobiliario**, la **inversión internacional en segundas viviendas en República Dominicana se está acelerando**.

De este modo, el país se configura como un **destino óptimo** para estadounidenses (bien para adquisición de 2ª residencia vacacional o destino de jubilación) por **dos razones fundamentales e interconectadas: 1) Cercanía**, con una comunicación aérea directa que por tiempo oscila entre las 2h y 3h de vuelo desde el estado ubicado más al sureste de Estados Unidos (Florida), y; **2) Precios inmobiliarios**: mientras que un apartamento con vistas al mar se puede comprar desde 150.000 USD en República Dominicana, el valor medio de la vivienda en Florida asciende 400.000 USD en 2023. Además, una de las principales ciudades de Florida, Miami, que es un destino turístico clásico, muestra síntomas de riesgo en su mercado inmobiliario.

Cuadro 25: Riesgo global de burbujas inmobiliarias por ciudad.



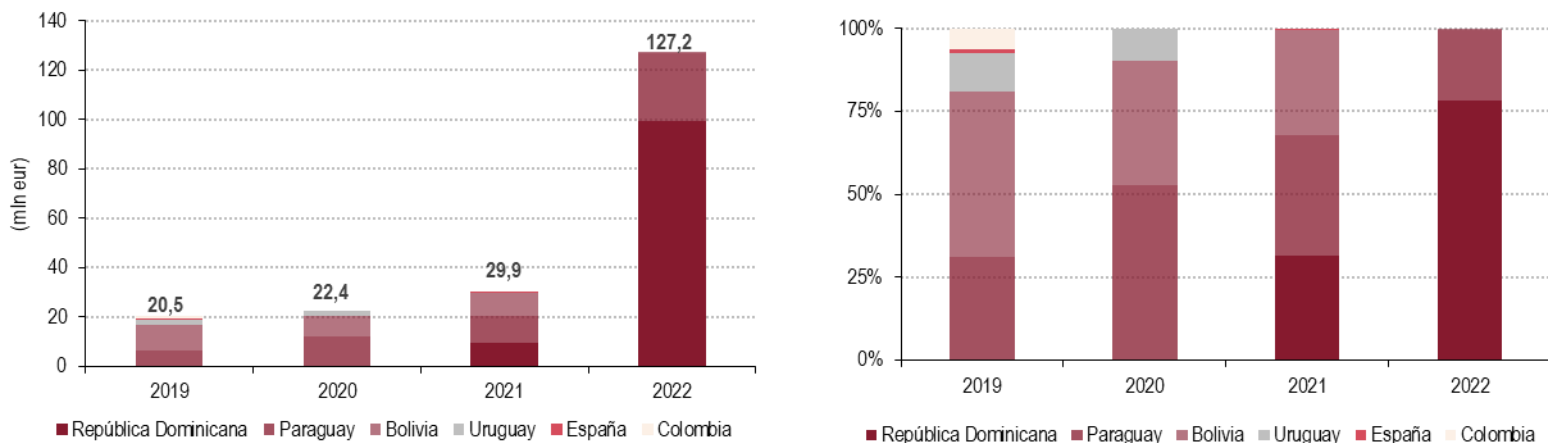
Fuente: UBS.

3. Cartera de proyectos y estimaciones.

3.1. El incremento de la cartera de proyectos firmada...

Tal y como muestra el siguiente cuadro, la **evolución de la cartera de proyectos firmada de CLERHP ha experimentado un significativo salto cuantitativo en 2022** (hasta 127,2 mln eur). Para entender dicha evolución, debemos destacar **dos aspectos determinantes de la estrategia reciente de la Compañía**: 1) La **salida del mercado de Uruguay junto al cambio de estructura operativa en Bolivia**; y 2) La **entrada en República Dominicana**.

Cuadro 26. Evolución de la cartera de proyectos firmada.



Fuente: CLERHP y Renta 4 Banco.

Tal y como puede observarse, **hasta 2022 el Grupo presentaba una cartera de proyectos que oscilaba entre los 20 y 30 mln eur**, manteniendo una **diversificación geográfica entre 5 países** (Bolivia, España, Paraguay, Uruguay y Colombia) con una concentración geográfica máxima del entorno del 50% en un país concreto (caso de Bolivia con un 50% de la cartera en 2019 o Paraguay con un 53% de la cartera en 2020).

Sin embargo, **la irrupción de la pandemia afectó significativamente a CLERHP**, provocando **retrasos en el inicio de nuevos proyectos, deterioros en algunos proyectos en curso y tensiones de tesorería**. Además, el **cierre de fronteras durante 2020 impidió** a las sociedades del Grupo realizar **actividad comercial**. Bajo este contexto, la dirección del Grupo tomó la decisión de **cerrar la filial de Uruguay en 2021 y optar por cambiar su modelo de exposición al mercado de Bolivia**. Así, **el Grupo vendió su filial de Bolivia en 2022** (por importe de 3,8 mln eur), **cambiando a un modelo de franquicia** a través del cual la actividad de construcción se realizará por la empresa local (el capex de Bolivia lo realiza la empresa franquicia) mientras que CLERHP realiza la actividad de Asistencia Técnica.

Por su parte, **la incorporación del mercado de República Dominicana ha supuesto un importante catalizador para la cartera de proyectos del Grupo**, donde actualmente está **concentrando sus esfuerzos comerciales**. Así, la nueva filial de República Dominicana cuenta con una **cartera firmada de 99,5 mln eur** (concentrando geográficamente el 78% del total de la cartera de proyectos actual), habiéndose ya iniciado obras en los proyectos de Oceana, Ocean Bay, Cana Cove, Coral Bahia, Harbor Bay, Atlántida, Secret Gardens, Sausalito e Iguana 45.

Cuadro 27. Calendario de ejecución de la cartera de proyectos firmada (a cierre de 2022).

(mln eur)	País	TOTAL	Cartera firmada				>2027
			2023	2024	2025	2026	
	Bolivia	0,6	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0
	Paraguay	27,1	5,7	4,3	4,3	4,3	8,6
	R. Dominicana	99,5	16,1	27,2	12,9	5,8	37,4
	TOTAL	127,2	22,5	31,5	17,2	10,0	46,1

Fuente: CLERHP y Renta 4 Banco.

Por último, debemos mencionar que **la actividad del Grupo en Paraguay ha evolucionado favorablemente** a lo largo de los años. Desde la apertura de dicho mercado en 2016, la **cartera de proyectos del Grupo en Paraguay** ha pasado de 6,4 mln eur en 2019 a **27,1 mln eur** en la actualidad, **consolidando así su presencia en el país**.

...otorga visibilidad de resultados a corto y medio plazo.

Consideramos que la actual **cartera de proyectos por importe de 127,2 mln eur confiere una buena visibilidad sobre los resultados operativos del Grupo a corto y medio plazo**. Del mismo modo, debemos destacar que **esta cartera no incluye** el desarrollo del **proyecto Larimar City & Resort**, el cual está llamado a ser unos de los mayores desarrollos inmobiliarios (residencial y turístico) del Caribe, contemplando la proyección de 20.000 viviendas, 6 hoteles, Centro Comercial, Universidad, Hospital, así como áreas deportivas y campo de golf.

3.2. Estimaciones Renta 4 Banco.

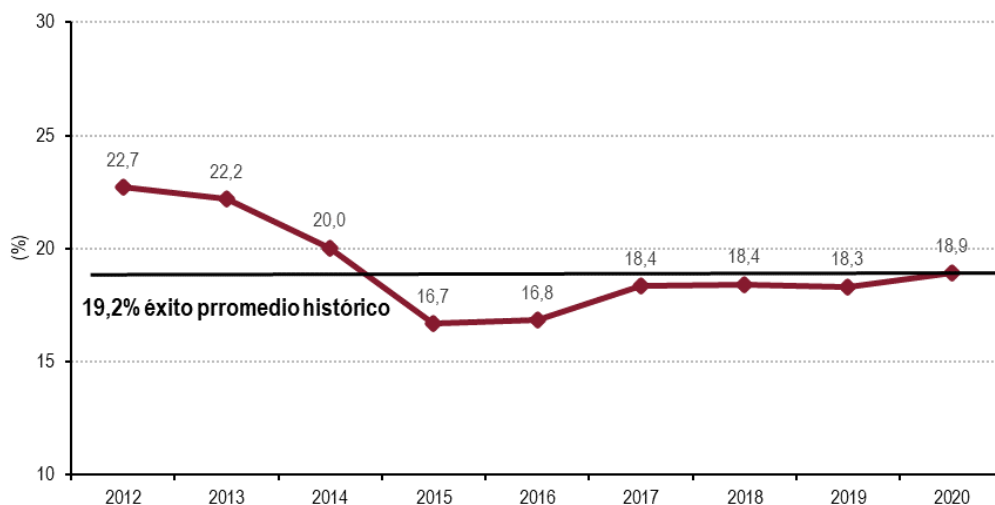
A la hora de realizar nuestras **estimaciones** del Grupo CLERHP, nos **basamos** en las **siguientes hipótesis**:

- 1. Cartera de proyectos firmada:** incorporamos la totalidad de la cartera de proyectos firmada a cierre de 2022 (127,2 mln eur sin incluir Larimar) según el calendario de ejecución comunicado (ver cuadro 27) hasta 2026e. Teniendo en cuenta que el calendario comunicado no desglosa los proyectos ejecutables más allá de 2026e, asumimos una ejecución en 2027e y 2028e muy similar a la de 2026e (10,3 mln eur). En este sentido, **nuestras estimaciones de ingresos totales hasta 2028e incorporan el 80%** (101,6 mln eur) **de la totalidad de la cartera firmada a cierre de 2022**, otorgando así un sesgo conservador a las mismas.
- 2. Concentración en los mercados de Paraguay y República Dominicana:** consideramos que el Grupo concentrará sus esfuerzos comerciales y operativos en estos dos mercados, y, fundamentalmente, en República Dominicana. Tal y como hemos expuesto en el apartado anterior, el **dinamismo de la economía dominicana**, impulsada por un **sector turístico en niveles récord** y motor del crecimiento del país, otorga buenas perspectivas para el sector de la construcción y flujo de inversión extranjera, lo cual consideramos que supondrá una oportunidad para la actividad del Grupo.

3. Nueva contratación estimada:

- a. Respecto al ejercicio en curso, **incluimos los 8,0 mln eur de nuevas contrataciones comunicadas a lo largo de 2023**, pudiendo resultar una **proyección conservadora** ante las **potenciales nuevas adjudicaciones** que puede obtener el grupo en **4T23** (estacionalmente fuerte en términos comerciales; 6,4 mln eur de nuevos contratos comunicados en 4T22).
- b. **Asumimos nuevas contrataciones por importe de 30 mln eur anuales** (5 mln eur en Paraguay y 25 mln eur en República Dominicana) a partir de **2024e**, en la medida en la que **esperamos que el Grupo consolide su posicionamiento en República Dominicana**. Esta contratación supondrá una **ratio book-to-bill de 0,87x de media** en el **periodo 2024e-2028e**, por debajo de la ratio de 1,0x que el Grupo estima poder alcanzar. Igualmente, cabe recordar que la **tasa de éxito media histórica (2012-2020) de contratación** sobre las ofertas presentadas es del **19,2%**. No descartamos que esta tasa de éxito se incremente significativamente a corto y medio plazo, en tanto que la elevada cartera de proyectos debería permitir a la Compañía ser cada vez más selectiva ante los proyectos a los cuales pretende ofertar.

Cuadro 28. Tasa de éxito histórica (hasta 2020).



Fuente: CLERHP y Renta 4 Banco

4. **Tasa de cumplimiento sobre presupuesto proyectado del 85% 2024e-2028e:** asumimos una tasa de cumplimiento sobre el presupuesto proyectado de la cartera total en ejecución (cartera actual de acuerdo con el calendario proyectado + nueva contratación ejecutable en el año) del **85%** (vs 95% registrada en 2022). De este modo, nuevamente asumimos una **posición conservadora** con el objetivo de **contemplar potenciales retrasos en la ejecución de proyectos**, algo relativamente común en la actividad promotora y de construcción. Igualmente, supone **cierto margen ante una menor contratación frente a la estimada**, o eventuales **cancelaciones**. En este sentido, para el año en curso, en tanto que se estarían produciendo algunos retrasos en la ejecución de

determinados proyectos, contemplamos una tasa de cumplimiento sobre el presupuesto proyectado del 80%.

Con todo ello, **bajo este escenario llegamos a las siguientes conclusiones:**

- Ingresos totales:** estimamos un fuerte incremento de los ingresos en 2023e y 2024e consecuencia de la **ejecución de la cartera de proyectos ya firmada** y pendiente de ejecutar, **especialmente en 2024e**, donde **se debería ejecutar el 25% de la cartera total firmada** a cierre de 2022 de acuerdo con el calendario comunicado. En adelante, preveemos que los **ingresos totales del Grupo** se establezcan en un **rango entre los 30 y los 35 mln eur**, con variaciones que dependerán del calendario y plazos de ejecución de los proyectos.

Cuadro 29. Evolución estimada de ingresos totales y contratación y cartera de pedidos (2023e-2026e).

	(mln eur)	2023e	2024e	2025e	2026e
Contratación		8,0	30,0	30,0	30,0
Cartera de pedidos		115,7	107,4	105,8	101,8
Var.		-9,1%	-7,1%	-1,5%	-3,8%
Ingresos totales		19,5	38,2	31,6	34,0
Var.		38,7%	95,8%	-17,4%	7,7%
Ratio book-to-bill (X)		0,41	0,78	0,95	0,88
Cartera de pedios / Ingresos totales (x)		5,92	2,81	3,35	2,99

Fuente: Renta 4 Banco

- EBITDA:** en cuanto a **EBITDA**, estimamos una estabilidad de margen en el entorno del 30% como consecuencia de: **1) Margen Bruto estable**, en tanto que no esperamos grandes variaciones de costes directos y aprovisionamientos, especialmente teniendo en cuenta las medidas de eficiencia implementadas por el Grupo y su estructura corporativa a través de filiales y el modelo de franquicia en Bolivia, y; **2) Adecuación** del personal al volumen de negocio contratado, controlando mejor el apalancamiento del personal cualificado ante el mejor entorno comercial y operativo.

Cuadro 30. Resumen Cuenta de Pérdidas y Ganancias (2017-2026e).

	(mln eur)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Ingresos totales		5,3	10,5	13,8	10,1	6,0	14,1	19,5	38,2	31,6	34,0
Var.		5,9%	99,6%	31,0%	-26,7%	-40,8%	135,2%	38,7%	95,8%	-17,4%	7,7%
Margen Bruto		3,8	7,5	9,9	8,2	3,3	10,5	14,6	28,6	23,7	25,5
Var.		30,3%	95,1%	31,7%	-17,4%	-60,0%	223,5%	38,7%	95,8%	-17,4%	7,7%
Margen Bruto		72,8%	71,2%	71,6%	80,6%	54,5%	74,9%	74,9%	74,9%	74,9%	74,9%
EBITDA		1,0	2,1	2,7	1,2	-2,9	4,3	6,0	11,7	9,7	10,4
Var.		55,3%	107,6%	32,5%	-54,5%	-335,7%	-246,1%	39,6%	96,9%	-17,6%	7,6%
Margen EBITDA		18,8%	19,5%	19,7%	12,3%	-48,8%	30,3%	30,5%	30,7%	30,6%	30,6%
EBIT		0,6	1,6	2,0	0,2	-3,9	3,1	4,8	10,2	8,1	8,9
Var.		186,2%	164,4%	23,4%	-88,8%	-1811,4%	-179,2%	57,5%	112,0%	-20,2%	9,0%
BAI		0,2	1,4	1,4	-0,9	-5,0	1,0	1,6	9,6	7,8	8,8
Var.		5,4%	451,8%	0,6%	-168,2%	427,5%	-119,8%	66,6%	482,8%	-18,5%	13,1%
B° neto		0,1	0,8	1,0	-1,1	-5,0	1,0	1,2	7,2	5,9	6,6
Var.		-15,6%	744,4%	19,9%	-211,6%	360,1%	-120,2%	21,9%	482,8%	-18,5%	13,1%

Fuente: CLERHP y Renta 4 Banco.

Por último, cabe mencionar que esperamos una **significativa mejora a nivel de B⁰ neto a partir de 2024e**, en tanto que estimamos una **reducción de los costes financieros** tras la **refinanciación y reducción de deuda** que se esperamos se acometa a corto plazo, y que abordamos en el siguiente apartado del presente informe.

4. Balance y solvencia.

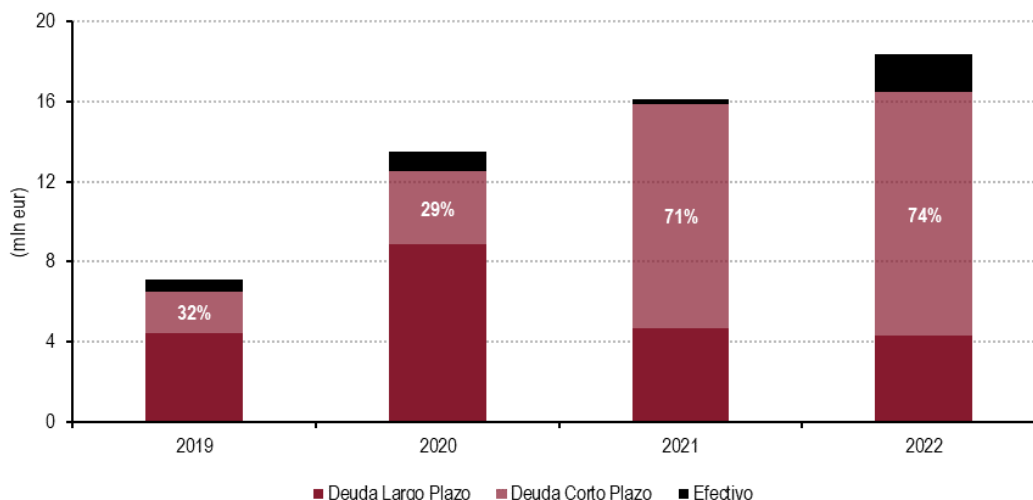
4.1. Tras las tensiones generadas por la pandemia...

Tal y como mencionamos anteriormente, la irrupción de la pandemia **afectó significativamente a CLERHP, tanto desde el punto de vista operativo como financiero, durante 2020 y 2021**, llevando al Grupo a **cerrar el ejercicio 2021 con pérdidas netas (-5,0 mln eur), patrimonio neto negativo (-2,6 mln eur) y fondo de maniobra negativo (-6,5 mln eur)**.

Diversos factores concurrieron provocando unas **tensiones de tesorería** que **terminaron** por resolverse con el anuncio de **un plan de refuerzo del capital y de reestructuración de deuda a finales de 2021** de la mano de la consultora **KPMG**. Entre estos factores cabe destacar: **1) los retrasos en el inicio de nuevos proyectos; 2) los deterioros de proyectos en curso; 3) el mantenimiento de las actividades de I+D; 4) el mantenimiento de las estructuras comerciales y el personal**, con el fin de recuperar los niveles de actividad y contratación previos a la pandemia, y; **5) necesidades de fondos** producidas por el **retraso en el cobro de clientes**.

En el marco del mencionado plan de **recapitalización y reestructuración de la deuda**, el Grupo procedió a realizar una **primera ampliación de capital por compensación de deudas por importe de 2,0 mln eur** con el apoyo de acreedores el 30 de diciembre de 2021. Igualmente, el Grupo aprobó **otra ampliación de capital dineraria de 0,4 mln eur ejecutada el 29 de junio de 2022**. Del mismo modo, CLERHP firmó un **acuerdo de entrada en el capital con Trina Worldwide LTD por un importe de hasta 2,5 mln**. Por último, en cuanto al **capital**, debemos mencionar que, **durante 2023**, el Grupo ha procedido a realizar **dos nuevas ampliaciones de capital: 1) mediante la emisión de 1,7 mln acciones (a 1,7165 eur/acción) en marzo por compensación de créditos con Rhymar Proyects Developer (sociedad participada por el Presidente y CEO del Grupo), y; 2) mediante la emisión de 0,587 mln acciones (a 1,40 eur/acción) en agosto por conversión de obligaciones pertenecientes a Inveready**. Tras las mencionadas ampliaciones, **el número de acciones del Grupo queda fijado en 14.064.272**.

Cuadro 31. Estructura deuda y tesorería (2019-2022).



Fuente: CLERHP y Renta 4 Banco. *El porcentaje de la etiqueta de datos refleja el peso de la Deuda a Corto Plazo sobre la Deuda Bruta total.

Igualmente, recordemos que, **a cierre de 2022, el Grupo contaba con impagos de deudas financieras por importe de 2,7 mln eur**, suponiendo **16% de la deuda bruta total**, lo que ha generado **intereses de demora** por valor de 464k euros en total.

4.2. ...CLERHP encara la recta final de su plan de reestructuración...

Teniendo en cuenta lo anteriormente expuesto, en la actualidad **CLERHP** se encuentra dando los **últimos pasos para completar su plan de reestructuración financiera**, quedando pendiente el **acuerdo definitivo y firma de la reestructuración de deuda con los bancos**.

En este sentido, el pasado **11 de octubre, CLERHP anunció un acuerdo marco vinculante con Banco Santander y Caixabank en el que se establecen los principales términos para la reestructuración de la deuda** derivada de los instrumentos financieros que la compañía mantiene con estas entidades. Los **principales términos del acuerdo** son:

- **Instrumentos a refinanciar:** préstamos sin garantía hipotecaria, pólizas de crédito, confirming, anticipo de facturas, descubiertos de cuentas corrientes y tarjetas de crédito.
- **Deuda total a refinanciar:** 5,965 mln eur.
- **Fecha de vencimiento:** 31 de diciembre de 2023, con el primer pago el 31 de diciembre de 2023. La siguiente tabla recoge los **tramos de amortización**:

Cuadro 32. Tramos de amortización acuerdo de refinanciación.

% Amortización	2023	2024	2025	2026	Total
	7,50%	25,00%	30,00%	37,50%	100,00%

Fuente: CLERHP y Renta 4 Banco.

- **Períodos y pago de interés:** devengo y liquidación mensual con fecha de efectos 30 de junio de 2023.
- **Margen aplicable:** Euribor 12 meses +1,5%.

Además, la Compañía **deberá abonar 378k eur a Caixabank y 539k eur a Banco Santander**, como condición (coste de la refinanciación) para la firma del acuerdo. Asimismo, se establecen como garantías las filiales Clerhp Construcción y Contratas, Alquiler de Equipos de Construcción Hispánica, Clerhp Estructuras Paraguay, INECAR y Civigner, asumiendo el compromiso de incluir como avalista futuro a cualquier empresa subsidiaria que alcance un volumen de ventas y EBITDA relevante.

4.3. ...a la vez que la mejora de negocio continuará ayudando a reducir el apalancamiento.

Con todo ello, de acuerdo con nuestras estimaciones, **además del cierre de la refinanciación de deuda**, con la consiguiente reducción de costes financieros a partir de 2024e (asumimos el coste de la refinanciación en 2023), **el incremento del volumen de negocio previsto** supondrá un **impulso para la reducción del apalancamiento del Grupo**.

En este sentido, estimamos una **generación de flujo de caja libre neto anual de 3,7 mln eur en el promedio 2023e-2026e**, lo cual esperamos permita al Grupo **reducir su apalancamiento financiero hasta registrar caja neta en 2026e**, en línea con lo previsto por parte del equipo gestor de CLERHP.

Respecto al **capital circulante**, nuestras estimaciones contemplan una ratio WC/Ventas del 31,6% en el promedio 2023e-2026e, la cual compara con el 34,6% del histórico normalizado del Grupo (2014-2019; excluyendo los años de la pandemia) o el 46,0% en total.

Del mismo modo, respecto al **capex**, esperamos que CLERHP mantenga un **nivel de inversiones contenido a corto y medio plazo**, en tanto que: **1)** no prevemos que el Grupo entre en nuevos mercados ni realice crecimiento inorgánico, lo que supondría inversiones adicionales, y; **2)** consideramos que, tras las inversiones realizadas en años precedentes, la estructura y volumen de equipos e inmovilizado permitiría acometer satisfactoriamente el incremento de la actividad proyectada.

Cuadro 33. Detalle estimaciones flujo de caja (2017-2026e).

(mln eur)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Beneficio antes de impuestos	0,2	1,4	1,4	-0,9	-5,0	1,0	1,6	9,6	7,8	8,8
Amortización	0,4	0,4	0,7	1,0	1,0	1,0	1,1	1,5	1,5	1,5
Otros (con salida de caja)	0,0	-0,3	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Var. WC	-0,1	0,1	-2,9	-1,5	-1,3	-7,3	-0,8	-1,8	-0,8	-1,5
Impuestos	-0,2	-0,5	-0,4	-0,2	-0,1	-0,2	-0,4	-2,4	-2,0	-2,2
Flujo de caja libre operativo	0,4	1,1	-0,9	-1,7	-5,4	-5,4	1,6	6,9	6,6	6,7
Capex (General, mantenimiento y otros)	-0,6	-2,2	-1,3	-4,6	-1,9	-3,0	-2,5	-1,5	-1,5	-1,5
% Capex mantenimiento / ventas	-10,9%	-21,0%	-9,6%	-45,1%	-31,8%	-21,0%	-12,8%	-4,0%	-4,8%	-4,5%
Desinversiones	0,2	0,1	-0,4	0,5	0,1	1,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Flujo de caja libre neto	0,0	-1,0	-2,6	-5,8	-7,2	-6,6	-0,9	5,4	5,1	5,2
Pago de dividendos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ampliaciones y emisiones	0,2	2,3	1,5	5,9	0,0	5,4	3,7	0,0	0,0	0,0
Otros cambios en caja (no disponibles)	0,0	0,0	0,0	0,0	2,3	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Cambio en deuda	0,1	1,4	-1,1	0,2	-4,9	-0,6	2,9	5,4	5,1	5,2
Deuda Financiera Neta	1,9	2,6	5,9	11,5	15,7	14,6	11,7	6,3	1,3	-3,9
DFN / EBITDA (x)	2,0	1,3	2,2	9,3	-5,4	3,4	2,0	0,5	0,1	-0,4

Fuente: CLERHP y Renta 4 Banco.

Con todo ello, gracias a la **mejora operativa** esperada, **junto** a los avances del **plan de refuerzo del capital y de reestructuración de deuda**, estimamos que ya en 2023, el Grupo sea capaz de **reducir la ratio DFN/EBITDA desde las 3,4x a cierre de 2022 hasta el entorno de las 2,0x a cierre de 2023e**.

5. Valoración y tesis de inversión.

5.1. Valoración DCF: 4,50 eur/acción.

Hemos realizado la valoración de **CLERHP** mediante el método de descuento de flujos de caja (**DFC**) en base a los siguientes **criterios de valoración**:

1. Coste promedio ponderado del capital (**WACC**): **10,2%** (estructura: 39% capital, 61% deuda).
 - a. Ke: 20,0%
 - i. Tasa libre de riesgo (rf): 3,5%.
 - ii. Prima de riesgo (rp): 16,5%.
 - iii. Beta: 1,0.
 - b. Coste de la deuda ajustada por tasa impositiva (Kd): 4,0% (asumiendo el coste tras la refinanciación de Euribor 12 meses -3,8% 2024e- +1,5%).
2. Crecimiento a perpetuidad (**g**): **2,5%**.
3. DFN 2023e: 11,7 mln eur.
4. Nº de acciones (ajustado por un 2% de autocartera y tras las últimas ampliaciones de capital realizadas en 2023): 13,8 mln.

Cuadro 34. DFC.

DFC	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	V. Terminal
EBIT	10,2	8,1	8,9	8,9	8,8	9,0
Impuestos	-2,6	-2,0	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2
NOPAT	7,7	6,1	6,7	6,7	6,6	
Amortizaciones	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	
Capex	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	
Var. Circulante	-1,8	-0,8	-1,5	0,9	-0,5	
FCF	5,9	5,3	5,2	7,5	6,1	6,0
DFCF	5,9	4,8	4,3	5,6	4,1	79,8
Suma DFCF	24,7	33%				
Valor Terminal	49,1	67%				
Valor Empresa	73,8					
DFN 2023e	11,7					
Minoritarios	0,0					
Valor Fondos Propios	62,1					
Nº acciones	14,1					
Autocartera	0,3					
Nº acciones ajustado	13,8					
Precio Objetivo	4,50					

Fuente: Renta 4 Banco.

Cuadro 35. Análisis de sensibilidad P.O. (WACC - g).

Análisis Sensibilidad		W.A.C.C				
T.P.	4,50	8,00%	9,00%	10,20%	11,00%	12,00%
g	1,50%	5,63	4,80	4,06	3,67	3,27
	2,00%	6,04	5,10	4,27	3,84	3,40
	2,50%	6,53	5,44	4,50	4,03	3,55
	3,00%	7,11	5,83	4,77	4,24	3,71
	3,50%	7,82	6,30	5,07	4,48	3,89

Fuente: Renta 4 Banco.

5.2. Recomendamos SOBREPONDERAR en base a la siguiente tesis de inversión.

Nuestro **precio objetivo de 4,50 eur/acción** implica un **potencial del 41%** respecto al precio de cotización actual. Con todo ello, **recomendamos SOBREPONDERAR** en base a la siguiente **tesis de inversión**:

1. El Grupo **CLERHP** está compuesto por un conjunto de sociedades dedicadas a la **ingeniería de estructuras**, ofreciendo un **servicio integral** desde el diseño, cálculo, asistencia técnica en la construcción, hasta la propia construcción de todo tipo de estructuras para cualquier tipología de edificios, así como la provisión de equipos y maquinaria de construcción). **CLERHP** propone un **modelo de negocio** que **reduce el número de agentes en el proceso constructivo**. De este modo, el Grupo es capaz de registrar **márgenes operativos** (EBITDA promedio 2023e-2026e del 30,6%) muy **por encima de constructoras o promotoras tradicionales**.
2. Significativa **alineación entre los intereses del equipo gestor y el accionariado del Grupo, ostentando** el Presidente, fundador y CEO del mismo **8,18% del capital** (1,10% directo y 7,08% indirecto a través de sus participaciones en Rheto Arquitectos y Rhyamar Projects Developer).
3. **Exposición geográfica a República Dominicana** (58% de ingresos totales en 2022; 78% de la cartera de proyectos firmada a cierre de 2022), **uno de los países de Latinoamérica que mejores tasas de crecimiento y perspectivas registra**. En este sentido, el **fuerte atractivo y solidez de su sector turístico** actúa como un claro **catalizador** para la marcha del sector de la **construcción**, lo cual generará **nuevas oportunidades para CLERHP**.
4. La **cartera de proyectos firmada** (127,2 mln eur a cierre de 2022), **junto a las nuevas contrataciones** (estimamos 30 mln eur anuales a partir de 2024e), estimamos que supongan un **claro catalizador para los ingresos totales del Grupo a corto y medio plazo**.
5. **Culminación del plan de refuerzo del capital y reestructuración de deuda**: el pasado **11 de octubre**, **CLERHP anunció un acuerdo marco vinculante con Banco Santander y Caixabank en el que se establecen los principales términos para la reestructuración de la deuda** derivada de los instrumentos financieros que la compañía mantiene con estas entidades.

6. **Reducción orgánica del apalancamiento financiero hasta posición de caja neta en 2026e:** gracias a la **mejora operativa** esperada (**generación de flujo de caja libre neto anual de 3,7 mln eur en el promedio 2023e-2026e**). Del mismo modo, gracias a los avances del **plan de refuerzo del capital y de reestructuración de deuda**, estimamos que ya en 2023, el Grupo sea capaz de **reducir la ratio DFN/EBITDA desde las 3,4x a cierre de 2022 hasta el entorno de las 2,0x a cierre de 2023e**.
7. Teniendo en cuenta el **fuerte incremento de actividad esperado a partir de 2024e**, nuestra **valoración** implica unos **atractivos múltiplos**, con PER > 2024e por debajo de las 10,8x y VE/EBITDA > 2024e por debajo de las 6,7x.
8. **ROCE (>20% R4e) > WACC (10,0% R4e)**.
9. **Nuestras estimaciones y valoración de CLERHP** en el presente informe **no incluyen el potencial de creación de valor del proyecto Larimar** en República Dominicana. Dicho proyecto está llamado a ser unos de los mayores desarrollos inmobiliarios (residencial y turístico) del Caribe, contemplando la proyección de 20.000 viviendas, 6 hoteles, Centro Comercial, Universidad, Hospital, así como áreas deportivas y campo de golf.

Cifras Clave

PYG (mIn eur)	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC 21/25
Ventas	10,1	6,0	14,1	19,5	38,2	31,6	51,6%
Coste de ventas	-2,0	-2,7	-3,5	-4,9	-9,6	-7,9	30,6%
Margen Bruto	8,2	3,3	10,5	14,6	28,6	23,7	64,1%
Gastos operativos	-6,9	-6,2	-6,3	-8,7	-16,9	-14,0	22,7%
EBITDA	1,2	-2,9	4,3	6,0	11,7	9,7	n.a.
EBITDA ajustado	1,2	-2,9	4,3	6,0	11,7	9,7	n.a.
Amortizaciones	-1,0	-0,9	-1,2	-1,1	-1,5	-1,5	12,7%
EBIT	0,2	-3,9	3,1	4,8	10,2	8,1	n.a.
Resultado financiero	-1,2	-1,1	-2,1	-3,2	-0,6	-0,3	-26,7%
Puesta en equivalencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	n.a.
Otros y extraordinarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	n.a.
BAI	-0,9	-5,0	1,0	1,6	9,6	7,8	n.a.
Impuestos sobre beneficios	-0,2	-0,1	-0,2	-0,4	-2,4	-2,0	100,0%
Minoritarios	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-100,0%
Otros	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	n.a.
Bº Neto	-1,1	-5,0	1,0	1,2	7,2	5,9	n.a.
Márgenes y crecimiento (%)	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	
Crec. Ventas	-26,7%	-40,8%	135,2%	38,7%	95,8%	-17,4%	
Margen Bruto	80,6%	54,5%	74,9%	74,9%	74,9%	74,9%	
Crec. EBITDA	-54,5%	n.a.	n.a.	39,6%	96,9%	-17,6%	
Margen EBITDA	12,3%	-48,8%	30,3%	30,5%	30,7%	30,6%	
Crec. EBITDA ajustado	-54,5%	n.a.	n.a.	39,6%	96,9%	-17,6%	
Margen EBITDA ajustado	12,3%	-48,8%	30,3%	30,5%	30,7%	30,6%	
Crec. EBIT	-88,8%	n.a.	n.a.	57,5%	112,0%	-20,2%	
Margen EBIT	2,2%	-64,5%	21,7%	24,7%	26,7%	25,8%	
Crec. BPA	n.a.	360,1%	n.a.	21,9%	482,8%	-18,5%	
Balance (mIn eur)	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	
Inmovilizado material	6,8	6,7	6,4	7,8	7,8	7,8	
Inmovilizado inmaterial	0	0	0	0	0	0	
Inmovilizado financiero	0,6	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4	
Otro activo fijo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Clientes	7,0	6,0	9,4	16,0	26,2	20,8	
Otro activo circulante	2,9	3,9	8,6	4,9	4,9	4,9	
Tesorería y equivalentes	1,0	0,2	1,9	1,9	1,9	1,9	
Total activo	18,3	17,1	26,6	31,0	41,1	35,7	
Recursos propios	1,9	-2,7	3,7	8,6	15,8	21,7	
Minoritarios	0,7	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	
Deuda financiera a largo plazo	8,9	4,7	4,3	4,3	4,3	4,3	
Otros pasivos a largo plazo	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
Deuda financiera a corto plazo	3,7	11,2	12,2	9,3	3,9	-1,2	
Proveedores	3,0	3,6	6,4	8,7	17,1	10,9	
Otros pasivos a corto plazo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Total pasivo	18,3	17,1	26,6	31,0	41,1	35,7	
Principales ratios	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	
Nº acciones (mln)	10,1	10,1	10,1	10,1	10,1	10,1	
Precio (eur)	1,32	1,36	2,41	3,20	3,20	3,18	
BPA (eur/acción)	-0,11	-0,50	0,10	0,12	0,71	0,58	
DPA (eur/acción)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Payout (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Rentabilidad por dividendo (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
VE/ Ventas (x)	2,5	4,9	2,8	2,3	1,0	1,1	
VE/ EBITDA (x)	20,0	n.a.	9,1	7,4	3,3	3,4	
VE/ EBIT (x)	110,0	n.a.	12,7	9,1	3,8	4,1	
PER (x)	n.a.	n.a.	24,0	26,1	4,5	5,5	
ROCE (%)	1,7%	-29,7%	16,8%	23,6%	46,1%	35,5%	
ROE (%)	-56,0%	186,5%	27,7%	14,3%	45,4%	27,0%	
Deuda neta (+) / caja neta (-) (mln eur)	11,5	15,7	14,6	11,7	6,3	1,3	
Deuda neta / EBITDA (x)	9,3	-5,4	3,4	2,0	0,5	0,1	
Cobertura de intereses (x)	0,2	-3,5	1,5	1,5	16,4	25,2	
Capex / ventas (%)	31,6%	14,5%	6,5%	12,8%	4,0%	0,0%	

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

Cifras Clave

EOAF (mIn eur)	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	0,2	-3,9	3,1	4,8	10,2	8,1
Amortización de inmovilizado	1,0	0,9	1,2	1,1	1,5	1,5
Variación fondo de maniobra	-1,9	0,6	-5,2	-0,8	-1,8	-0,8
Resultado financiero	-1,2	-1,1	-2,1	-3,2	-0,6	-0,3
Impuestos	-0,2	-0,1	-0,2	-0,4	-2,4	-2,0
Flujo de caja operativo	-2,1	-3,6	-3,2	1,6	6,9	6,6
Inversiones en activo mat e inmat.	-3,2	-0,9	-0,9	-2,5	-1,5	-1,5
Otras inversiones	-0,3	0,4	-0,2	0,0	0,0	0,0
Flujo de caja libre	-5,6	-4,1	-4,2	-0,9	5,4	5,1
Dividendos (sociedad dominante)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros movimientos de FF.PP.	-0,2	-0,1	5,2	3,7	0,0	0,0
Otros	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Cambio en deuda neta	-5,7	-4,1	1,1	2,9	5,4	5,1
Deuda neta (+) / caja neta (-)	11,5	15,7	14,6	11,7	6,3	1,3

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

Evolución cotización últimos 12 meses.



DISCLAIMER

1. Información objetiva

En el siguiente enlace (<https://www.r4.com/digital/re analisis/empresas.html>) podrá consultar, para este valor y sobre las recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses: (i) la fecha y la hora en la que se finalizó cada uno de los informes publicados; (ii) la recomendación y (iii) el precio objetivo. Nota: la fecha y hora se identifican con las de la primera difusión de la recomendación a la que hacen referencia.

2. Certificación de analistas

El Departamento de Análisis de Renta 4 Banco está integrado por los siguientes analistas: Natalia Aguirre y César Sánchez-Grande (Directores), Álvaro Arístegui, Javier Díaz, Pablo Fernández, Nuria Álvarez, Eduardo Imedio, Ángel Pérez e Iván San Felix (Analistas)

El/los analista/s que participan en la elaboración de la recomendación o recomendaciones de este informe de análisis, identificados en el mismo, certifican por la presente que las opiniones que se expresan reflejan fielmente sus opiniones personales.

Además, certifican que no han recibido, reciben ni recibirán, directa o indirectamente, remuneración alguna a cambio de ofrecer una recomendación determinada en este informe.

El sistema retributivo del/los analista/s del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por Renta 4 Banco, aunque éstos no reciben compensación directamente vinculada a operaciones relativas a servicios de inversión o auxiliares prestados por Renta 4 Banco a cualquier otro tipo de operaciones o comisiones de negociación que Renta 4 Banco o cualquier otra persona perteneciente al Grupo Renta 4 (en adelante "el Grupo") realice o reciba.

3. Información importante

El presente informe no presta asesoramiento financiero personalizado. Ha sido elaborado con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciben. El inversor que tenga acceso al presente informe debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que éstos no han sido tomados en cuenta para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario.

El contenido del presente documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por el departamento de Análisis de Renta 4 Banco con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y está sujeto a cambios sin previo aviso.

Este documento está basado en informaciones de carácter público y en fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por ninguna de las personas del Grupo por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las entidades del Grupo no asumen compromiso alguno de comunicar cambios ni de actualizar el contenido del presente documento. 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 puede servir de base a ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo. Las entidades del Grupo no asumen 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 (high yield securities) 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.

Los empleados del Grupo 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.

Salvo que se indique lo contrario en el presente informe, no existe intención de actualizar esta información.

4. Información respecto a la comunicación de intereses o conflictos de intereses

- ✓ No aplicable: El analista que firma el presente informe de análisis mantiene posiciones en la compañía analizada.
- ✓ Las entidades del Grupo cuentan con barreras de información, conforme a la normativa vigente.

- ✓ El Grupo dispone de medidas organizativas y técnicas para evitar y gestionar los conflictos de intereses. Entre otras, cuenta con un Reglamento Interno de Conducta <https://www.r4.com/normativa> así como con una Política de Conflictos de Interés https://www.r4.com/download/pdf/mifid/mifid_conflictos.pdf, ambos de obligado cumplimiento para todos los empleados. En estos documentos se recogen, entre otros, los procedimientos de control aplicables al departamento de Análisis (normas para evitar el uso de información privilegiada, la independencia en la elaboración de los informes o el régimen de incentivos, de operaciones personales o de remuneraciones).
- ✓ Aplicable: las entidades del Grupo poseen una posición larga o corta neta que sobrepase el umbral del 0,5 % del capital social total emitido por el emisor: Making Science
- ✓ No aplicable: el emisor posee participaciones que sobrepasan el 5 % de su capital social total emitido.
- ✓ No aplicable: cualquiera de las entidades del Grupo es parte en un acuerdo con el emisor relativo a la elaboración de la recomendación.
- ✓ No aplicable: cualquiera de las entidades del Grupo ha sido gestor principal o adjunto durante los doce meses anteriores a cualquier oferta de instrumentos financieros del emisor comunicada públicamente.
- ✓ El sistema retributivo del autor/es del presente informe no está basado en el resultado de ninguna transacción específica de banca de inversiones.
- ✓ Renta 4 Banco tiene contratos de liquidez con atSistemas (asesor registrado), Clínica Baviera, Grupo Ecoener, Castellana Properties (asesor registrado), Izertis (asesor registrado), Llorente y Cuenca (asesor registrado), Millenium Hotels (asesor registrado), Making Science (asesor registrado) e Inversa Prime Socimi (asesor registrado). Asimismo, tiene contrato como asesor registrado con Gigas y de análisis patrocinado con Azkoyen, Inmobiliaria del Sur y Nextil, servicios por los que cobra honorarios.
- ✓ Don Juan Carlos Ureta, Presidente Ejecutivo de Renta 4 Banco S.A., es miembro del Consejo de Administración de GRUPO ECOENER S.A. y de IZERTIS S.A.

5. Sistemas de recomendaciones

La información que se incluye en este informe se ha obtenido de fuentes fiables y, aunque se ha tenido un cuidado razonable para garantizar que la información que incluye y en la que se basa el presente informe no sea ni incierta ni inequívoca en el momento de su publicación, no podemos acreditar que sea exacta y completa y no debe confiarse en ella como si lo fuera.

En este sentido indicamos las principales fuentes que se han utilizado: Compañías objeto de análisis, CNMV, Bloomberg, Factset, Prensa económica (entre otros Expansión, Cinco Días, El Economista, FT, etc.), Prensa General (El Mundo, El País, ABC, La Razón, etc.), Webs de Información económica (Bolsa de Madrid, Sociedad de Bolsas, BME Growth, versiones digitales de prensa económica y general, etc.), Banco de España, Instituto Nacional de Estadística, BCE, FED, Bank of England, Bank of Japan.

Los precios objetivos y recomendaciones se establecen de acuerdo con la evolución esperada hasta el final del año natural, salvo indicación contraria en el propio informe. A partir del mes de diciembre se ofrecerán los precios objetivo y recomendaciones para el final del año siguiente. La metodología de cálculo del precio objetivo está basada, por regla general, en el descuento de flujos de caja, VAN, Descuento de Dividendos, Neto Patrimonial, ratios comparables, Valor Neto Liquidativo.

Se establecen tres categorías o tipos de recomendación: Sobreponderar, potencial de revalorización mayor al del índice de referencia (Ibex 35) en el horizonte definido (final de año corriente, salvo indicación contraria en el propio informe); Infraponderar, potencial de revalorización inferior al del índice de referencia (Ibex35) en el horizonte definido (final de año corriente, salvo indicación contraria en el propio informe); Mantener, potencial de revalorización similar al del índice de referencia (Ibex 35) en el horizonte definido (final de año corriente, salvo indicación contraria en el propio informe). Estas definiciones son indicativas. Las recomendaciones pueden diferir de estas guías cuando esté justificado por factores de mercado, tendencias de la industria, eventos específicos de la compañía, etc.

En el siguiente enlace (<https://www.r4.com/digital/re analisis/empresas.html>) podrá consultar, a fecha actual, de las recomendaciones elaboradas por el Departamento de Análisis de Renta 4 Banco para el universo de compañías en cobertura: (i) la cotización del último informe; (ii) el precio objetivo; (iii) el tipo de recomendación; (iv) la fecha y hora del último informe; (v) el analista; (vi) la validez del precio objetivo y (vi) el porcentaje de las categorías de recomendación (sobreponderar, infraponderar, mantener o en revisión) sobre el total de las recomendaciones realizadas en los últimos 12 meses.

Ninguna parte de este documento puede ser: (1) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (2) redistribuida o (3) citada, sin permiso previo por escrito de Grupo Renta 4. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Renta 4 Banco es una entidad regulada y supervisada por la CNMV.