

Company Update

Reason: Re-initiation of coverage

10 May 2024

Buy

from Not rated

Share price: EUR 3.84

closing price as of 09/05/2024

Target price: EUR 12.30

Upside/Downside Potential 220.3%

Reuters/Bloomberg

CLRE.MC/CLR SM

Market capitalisation (EURm) 54

Current N° of shares (m) 14

Free float 44%

Daily avg. no. trad. sh. 12 mth (k) 26

Daily avg. trad. vol. 12 mth (k) 22.01

Price high/low 12 months 5.00 / 2.57

Abs Perfs 1/3/12 mths (%) 2.67/-7.91/39.13

Key financials (EUR) 12/23 12/24e 12/25e

Sales (m) 19 31 81

EBITDA (m) 6 11 18

EBITDA margin 34.6% 37.4% 22.1%

EBIT (m) 5 10 16

EBIT margin 27.7% 31.7% 19.8%

Net Profit (adj.)(m) 3 5 12

ROCE 23.6% 64.9% 272.4%

Net debt/(cash) (m) 12 3 (12)

Net Debt Equity 2.0 0.2 -0.4

Net Debt/EBITDA 1.9 0.3 -0.7

Int. cover(EBITDA/Fin.int) 7.8 4.5 5.9

EV/Sales 3.8 1.9 0.5

EV/EBITDA 11.1 5.0 2.3

EV/EBITDA (adj.) 11.1 5.0 2.3

EV/EBIT 13.9 5.9 2.6

P/E (adj.) 17.7 11.0 5.7

P/BV 8.8 3.5 2.3

OpFCF yield -4.4% 9.8% 27.9%

Dividend yield 0.0% 0.0% 0.0%

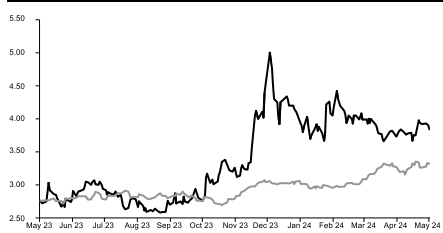
EPS (adj.) 0.24 0.35 0.67

BVPS 0.48 1.10 1.68

DPS 0.00 0.00 0.00

Shareholders

Romero Family 27%; Trina World Wide 10%; Alejandro Cremares 8%;



Source: FactSet

CLERHP ESTRUCTURAS IGBM (Rebassed)

Analyst(s)

Rafael Fernández de Heredia

rafael.fernandezdeheredia@gvcgaesco.es

+34 91 436 78 08

Larimar, el valor oculto de CLERHP.

La transformación de CLERHP desde el 2022 ha sido relevante, ha pasado de ser una compañía de ingeniería, a ser ahora también la promotora de un gran proyecto inmobiliario en Punta Cana (Larimar City). Los terrenos de este proyecto ya son urbanizables, su coste ya está cerrado y es reducido. A eso se une la posibilidad de optar al régimen fiscal Confotur que permite a las promotoras no pagar impuestos en República Dominicana. La venta ya ha comenzado (EUR 59,7m 2023, 72,5m a marzo) y la calidad del producto y su posicionamiento, nos llevan a pensar que es posible vender EUR 956m hasta el 2028. Todo esto se traducirá en una imponente generación de cash flow operativo en Larimar hasta 2028 (EUR 238m), que explican el grueso de nuestra valoración de CLERHP (EUR 8,8/Acción, de un total de EUR 12,3) lo que refleja el abultado valor oculto en CLERHP. Retomamos la cobertura del valor con una recomendación de Compra.

- ✓ **Históricamente CLERHP Estructuras** lo formaba un conjunto de sociedades dedicadas a la ingeniería de estructuras y en concreto al diseño, cálculo, construcción de estructuras y asistencia técnica en la construcción. El grueso de su cartera está en República Dominicana (85% del total).
- ✓ En el año 2022 comienza su andadura en la promoción inmobiliaria con **un gran proyecto inmobiliario en Punta Cana (Larimar City)** que supondrá la construcción de 22.000 viviendas a lo largo de 10 años. Es un proyecto situado a 15 km de Punta Cana, principal ciudad turística de República Dominicana y a la misma distancia del principal aeropuerto del país (Aeropuerto Internacional de Punta Cana). Se trata de un proyecto en el interior en donde CLERHP tiene como objetivo crear **una ciudad no sólo turística sino también enfocada a la demanda residencial temporal o permanente**.
- ✓ CLERHP ha promovido la reclasificación urbanística de los terrenos, **ya son urbanizables** y su adquisición se realizará por fases con un precio ya cerrado. Ahora toca solicitar las licencias de las torres de edificios que se irán construyendo, proceso que se hará de forma escalonada y que en principio ya estaría exento de riesgo urbanístico.
- ✓ La construcción recaerá en Inecar (sociedad del grupo) y **CLERHP será el encargado del project management** y de la ingeniería. El movimiento de tierras ya ha comenzado y se esperan las primeras entregas para finales de 2025.
- ✓ **El bajo coste de adquisición de los terrenos y un favorable régimen fiscal (Confotur)** permitirán que el cash flow operativo generado por este proyecto en el período 2023/2028 sea abultado (EUR 238m) asumiendo que se venden 5.599 unidades. A diciembre ya se habían vendido 585 unidades (EUR 60m).
- ✓ **Para valorar Larimar tenemos en cuenta los cash flows que generará el proyecto en el período 2023-2028 y lo descontamos de forma conservadora al 20%**. Obtenemos **EUR 8,8 por acción** de CLERHP al que añadimos una valoración para el negocio de ingeniería de 6x EV/EBITDA24. **En total obtenemos un precio objetivo de EUR 12,3/Acción**.
- ✓ En 2025 esperamos que CLERHP cuente ya con **una posición de caja** derivada de la progresiva generación de caja y del apoyo de las ampliaciones de capital llevadas a cabo en 2023 y 2024.

CONTENTS

De la ingeniería a la promoción inmobiliaria.	3
Larimar a la caza del cliente internacional.	5
El proyecto	5
Las licencias	6
La construcción	7
La comercialización.	7
La competencia.	8
Un coste del terreno bajo y un régimen fiscal favorable maximizan el CF de Larimar.	9
Una gran fuente de creación de valor.	12
Ingeniería, centrada en República Dominicana.	13
Diseño y cálculo de estructuras	13
Asistencia técnica de obra.	13
Project Management.	14
Construcción de estructuras.	14
Una velocidad de crucero de EUR 30m de ventas.	14
Una ingeniería eficiente.	16
Margen EBITDA elevado por costes reducidos.	17
La deuda se reducirá rápidamente.	18
Larimar supone el grueso de la valoración.	20
Riesgos	22

De la ingeniería a la promoción inmobiliaria.

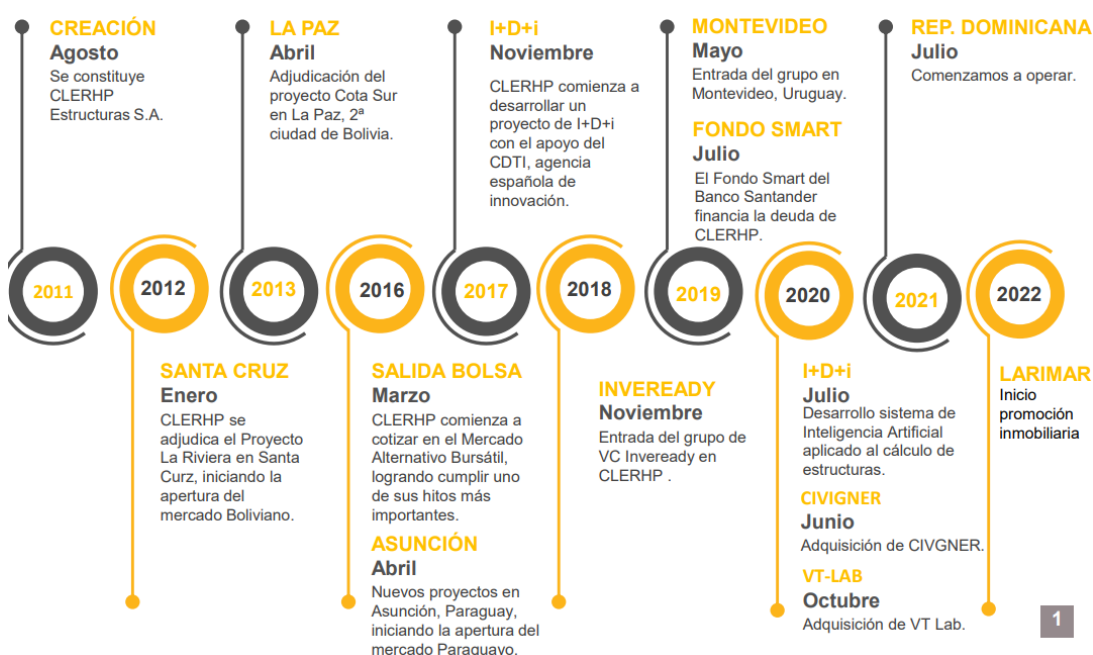
CLERHP Estructuras se constituye en 2011 como un conjunto de sociedades dedicadas a la ingeniería de estructuras y en concreto al diseño, cálculo y construcción de estructuras. También llevaba a cabo servicios de asistencia técnica en la construcción y se diversificó igualmente en el negocio de alquiler de maquinaria de construcción, aunque el grueso de este último negocio era intragrupo.

HISTORICAL PERFORMANCE												
EUR m	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Sales	0.56	0.69	1.46	4.34	4.98	5.27	10.53	13.79	10.58	5.99	14.08	18.52
		22.9%	111.9%	198.0%	14.6%	5.9%	99.6%	31.0%	-23.3%	-43.4%	135.2%	31.5%
EBITDA	-0.07	0.21	0.98	0.52	0.61	0.99	1.98	2.72	1.66	-2.92	4.27	6.41
		-408.8%	375.7%	-47.1%	17.6%	62.7%	99.3%	37.9%	-39.0%	-275.9%	-246.1%	50.1%
Net Income	-0.09	0.11	0.67	0.11	0.11	0.10	0.81	1.03	-1.14	-5.00	1.01	0.74
		-224.7%	528.3%	-83.2%	1.8%	-15.8%	745.3%	26.9%	-210.2%	340.3%	-120.3%	-27.2%

Source: CLERHP

CLERHP es el proveedor de servicios de ingeniería de estructura de arquitectos, constructoras, promotoras, en especial en el segmento de la edificación, habiendo participado en el desarrollo de todo tipo de proyectos entre los que se encuentran edificios de gran altura, oficinas, hoteles, colegios, universidades y viviendas.

El grueso del negocio de CLERHP Estructuras se ha generado en el exterior, dada la elevada competencia y los reducidos precios que se obtenían en el mercado español. En los primeros años de su andadura se instaló en Bolivia, Paraguay y Uruguay y más recientemente (2021) inició su actividad en República Dominicana. Tras el covid, se vendió el negocio en Bolivia (su cobro se producirá en diciembre del 2024) y se cerró Uruguay.



Por sociedades, CLERHP Estructuras España se encarga de las actividades de diseño, cálculo y asistencia técnica. Inecar, es la filial de construcción en República Dominicana y CLERHP Estructuras Paraguay es la filial de construcción en Paraguay, ambas cuentan con su propio parque de maquinaria para la ejecución de la construcción.

El punto de inflexión lo constituye la entrada en República Dominicana en 2021 en el negocio de ingeniería de infraestructuras y en especial en 2022 con el lanzamiento del gran proyecto inmobiliario Larimar City & Resort en Punta Cana. Este proyecto no es un proyecto turístico más, pretende atraer también una demanda residencial que busca una vivienda permanente o temporal.

Este proyecto inmobiliario supondrá la construcción de 22.000 viviendas en un terreno de 3,6 millones de m² que incluirá además amplias zonas verdes con piscinas gigantes, playas artificiales, restaurantes, tiendas, 6 hoteles, un centro comercial, un hospital, una universidad, varios colegios, un campo de golf, una ciudad deportiva, oficinas, centros empresariales y un casino.

CLERHP será la responsable de la construcción de Larimar desempeñando el papel de project manager.

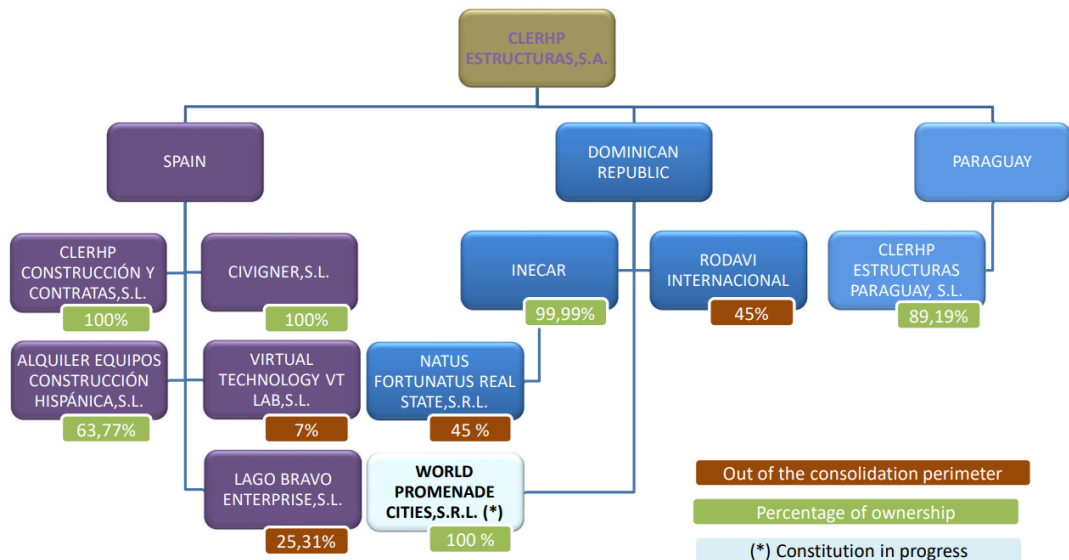
Se trata de una actividad que hasta ahora CLERHP no ha llevado a cabo, pero cuenta con sobrada experiencia en la asistencia técnica de obra. Esta actividad consiste en proporcionar la asistencia técnica en todo el proceso constructivo de la estructura. Incluye el monitoreo del avance de obra y de la calidad en la ejecución, así como el seguimiento de los procesos constructivos y de las técnicas empleadas. Es un servicio específico de la rama de estructuras y complementario a la dirección facultativa. En los grandes proyectos de edificios se lleva a cabo una supervisión separada de cada una de las ingenierías, supervisada por un jefe de proyecto, que coordina la interacción entre todas ellas. CLERHP llevará en Larimar a cabo este último papel.

CLERHP aportará su parque de maquinaria a la construcción de Larimar y subcontratará el resto de las actividades, entre otras a la constructora local Rodavi Internacional en donde CLERHP cuenta con un 45% (será la encargada de aportar mano de obra).

Hay otras empresas dentro del organigrama de CLERHP entre las que se encuentra Natus Fortunatus Real Estate, promotora en República Dominicana especializada en vivienda de bajo coste pero que en principio no participará en Larimar.

También está Civigner empresa tecnológica que cuenta con una aplicación Web con funciones integradas de dibujo 2D/3D, diseño, interoperabilidad, GIS y cálculo orientado a proyectos de ingeniería civil, construcción e industria.

Otra empresa tecnológica es Vt Lab combina la metodología BIM (Building Information Modeling) con tecnologías de realidad aumentada y virtual con el propósito de digitalizar y hacer más eficientes los procesos de distintos sectores.



Larimar a la caza del cliente internacional.

El proyecto

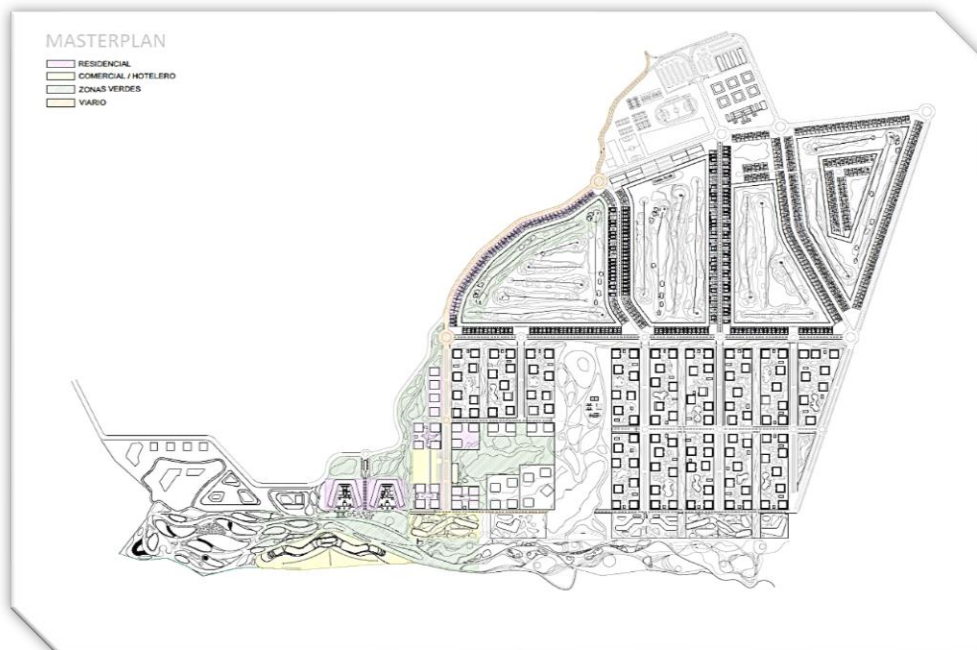
Larimar City & Resort es un gran proyecto inmobiliario en Punta Cana y en concreto en el Farallón de Verón. Está situado a 15 km de Punta Cana, principal ciudad turística de República Dominicana y a la misma distancia del principal aeropuerto del país (Aeropuerto Internacional de Punta Cana).

Se trata de un proyecto en el interior en donde CLERHP tiene como objetivo crear una ciudad no sólo turística sino también enfocada a la demanda residencial temporal o permanente.

El proyecto está sobre un farallón (acantilado de grandes dimensiones) lo que le permite gozar de una preciosa vista de Punta Cana. A lo largo del farallón CLERHP planea la construcción de un paseo marítimo al estilo de las playas del mediterráneo que incluirá extensas zonas verdes, grandes piscinas y playas artificiales rodeadas de zonas verdes, restaurantes y tiendas.



Además, este proyecto contará con: 1) 22.000 apartamentos y villas; 2) equipamientos deportivos; 3) 6 hoteles; 4) un campo de golf de 18 hoyos; 5) un centro comercial; 4) una clínica; 5) una universidad; 6) oficinas y centros de negocios; 7) casino.



Se trata de una ciudad diseñada con todo tipo de servicios para que los clientes no tengan que salir de ella y que recoja lo mejor de la playa y de la ciudad. Se potenciará la oferta

gastronómica y comercial para intentar captar también a clientes externos a Larimar y que decidan pasar un día en esta nueva ciudad.

El proyecto va destinado entre otros al cliente americano y entre ellos al de origen dominicano que en EEUU suponen una población de 2,4 millones de habitantes con 0,9 millones en NY. Sería un cliente que huye de la creciente inseguridad de México y que busca una buena calidad precio.

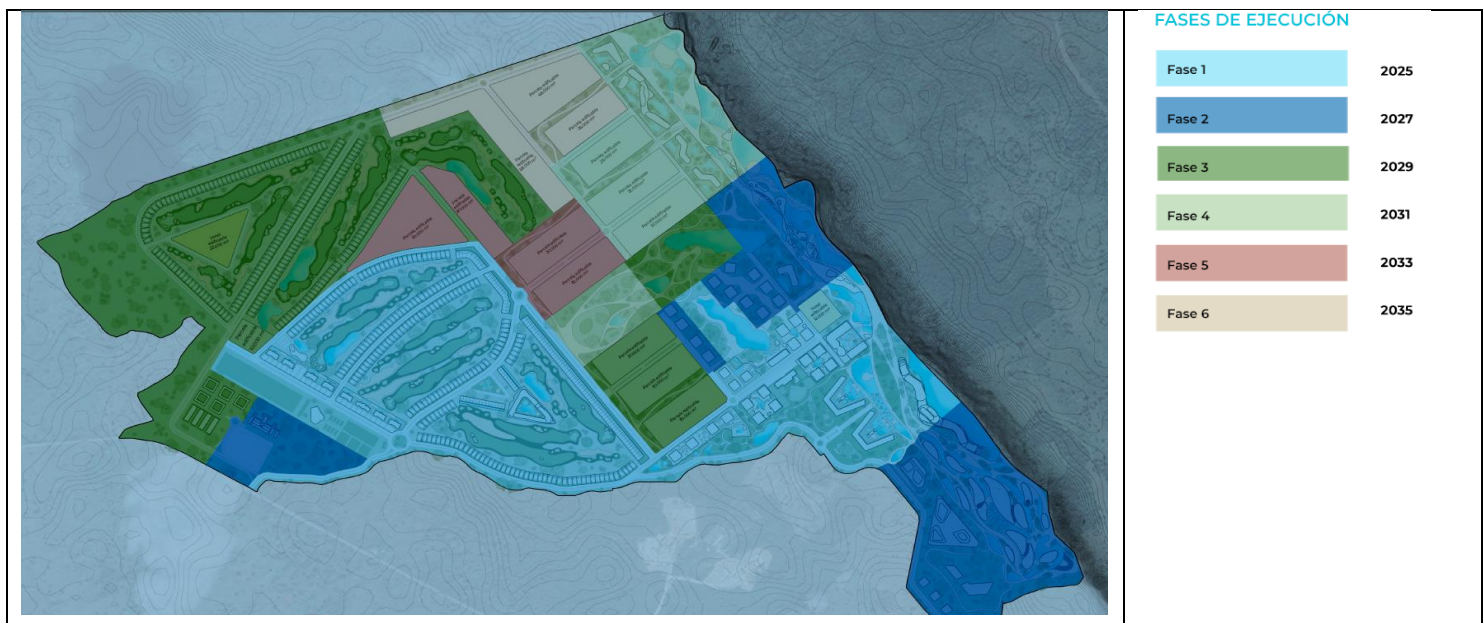
La construcción de este proyecto se extenderá durante diez años y constará de seis fases que se irán superponiendo. CLERHP ha comunicado los detalles de la primera fase que incluye la construcción de 2.550 apartamentos en 14 torres de 16 alturas con apartamentos de 1,2 y 3 dormitorios. En nuestras estimaciones hemos incluido una fase adicional y en total hemos considerado que se venden y se contabilizan en el período (2023-2028) 5.599 viviendas y parcelas. Se trata de un planteamiento conservador dado que desde el punto de vista de caja (que no contable) las fases se superponen y en los años 2027/2028 ya se estarán vendiendo las viviendas a entregar en 2029/20230.

A diciembre las ventas se elevan a EUR 59,7m (EUR 72,5m a marzo) y se habría cobrado \$11,4m (EUR 9,5m), dedicados en gran parte en adquirir la primera fase de los terrenos. Las primeras entregas se esperan para finales del 2025. Otras magnitudes de Larimar en el balance de CLERHP son: 1) existencias de EUR 3m; 2) terrenos por importe de EUR 5,8m (anticipos a proveedores).

El proyecto se contabiliza en dólares.

Lo que no hemos incluido en nuestras estimaciones son otros tipos de ingresos que CLERHP recibirá entre los que se encuentran: 1) la repercusión de los gastos de mantenimiento de la urbanización; 2) los ingresos de los otros activos que se desarrollarán como por ejemplo los hoteles, restaurantes o zonas comerciales; 3) el negocio de la renta corta, que consiste en el alquiler de la vivienda en los períodos cuando el propietario de la vivienda no está.

En ese sentido CLERHP ha llegado a un acuerdo para la gestión de la renta corta de mil viviendas (con Archipelago Internacional).



Las licencias

Ya se ha conseguido la reclasificación de los terrenos de rústicos a urbanizables por parte de los ministerios de Turismo y Medioambiente. La notificación por escrito se recibirá en los próximos días, aunque ya aparece en el sistema de estos ministerios como aprobada con categoría A. Desde el punto de vista urbanístico lo que falta son las licencias para la

construcción de los edificios, que se irán solicitando de forma progresiva en un proceso técnico en el que se comprueban entre otras la estructura del edificio y las distintas instalaciones. De acuerdo a CLERHP sería un proceso exento de riesgo y que depende de la aprobación del ayuntamiento y de un comité técnico (Mivet).

El agua no es un problema en este desarrollo dado que el terreno cuenta con grandes bolsas de agua. Se trata de un agua algo calcárea que requerirá de cierto tratamiento para que sea apta para el consumo humano.

Habrà una planta de tratamiento de aguas residuales que reciclarà el agua para el riego y también una red de pluviales con tanque de tormentas para reutilización del agua de lluvia previo tratamiento.

La construcción

CLERHP llevará a cabo la ingeniería y construcción de estructuras, proporcionará el servicio de project management para el conjunto del proyecto y aportará maquinaria. CLERHP subcontratará la construcción del resto del proyecto y se encargará del aprovisionamiento de los materiales. CLERHP no ha cerrado aún acuerdos con proveedores, con los que buscarán no tener que hacer un gran acopio de materiales y que sea lo más parecido a un método "just in time" con proveedores que serán sobre todo internacionales.

Los trabajos en el terreno ya han comenzado con la apertura de vías, con la limpieza de terrenos, la topografía, los estudios geotécnicos o el propio movimiento de tierras que CLERHP está llevando a cabo con su propia maquinaria.

CLERHP estima que el proceso de construcción durará entre 13/14 meses, aunque maneja un margen más amplio (hasta 18/19 meses) por si surgieran retrasos. Con ello debería empezar a construir las primeras viviendas en el mes de mayo para entregar las primeras viviendas a finales del 2025.

La comercialización.

La comercialización de las viviendas se lleva a cabo tanto de forma interna como externa. Se ha instalado un call center con vendedores internos de la compañía y el marketing también se lleva a cabo de forma interna. Para la comercialización externa han llegado a acuerdos con brokers internacionales (REMAX, Century21 entre otros) y brokers locales.

Cuatro son los productos que se comercializan en Larimar. La vivienda más económica es la de la Torre Paradise (la primera foto de abajo a la izquierda) cuyo precio medio estaría actualmente en los \$ 120.000 con una superficie de 80m². Les seguirían las viviendas de la Torre Prime (\$ 140.000, 80m²) que aglutinarían el grueso de las preventas. De las cuatro torres en comercialización, 3 están prácticamente vendidas y la cuarta está al 50%.



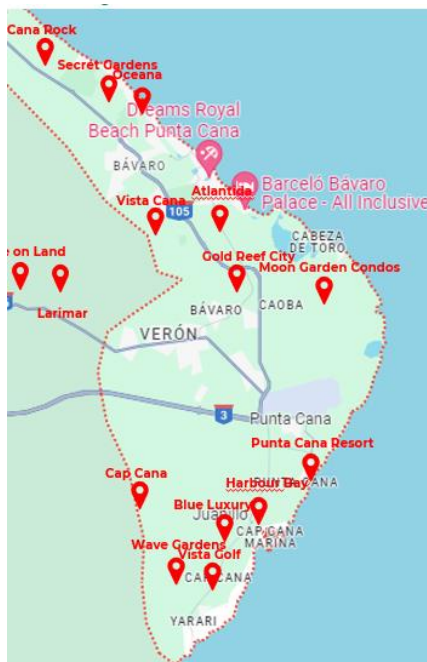
Los precios medios más elevados corresponden a los \$ 160.000 de las Torres Breeze (95m²), o los \$ 285.000 de las Torres Horizon View (120m²), aunque el precio de alguna unidad puede llegar hasta los \$ 800.000.



La competencia.

Larimar tendrá que hacer frente a dos tipos de competencia:

- **Grandes desarrollos.** En este grupo se incluye Cap Cana, proyecto inmobiliario de gran tamaño y larga historia, pero enfocado a un cliente de mayor poder adquisitivo que en el caso de Larimar. Vista Cana es también un gran proyecto dividido a su vez en pequeños proyectos con distintos dueños y un perfil de cliente heterogéneo. En Cana Rock están más enfocados en el concepto de vacaciones mientras que Larimar es una combinación de residencia permanente y algo de vacaciones
- **Proyectos residenciales** promovidos por promotores locales entre los que se encuentra los desarrollos Atlántida, Moon Garden Condos, Cruise on Land o Gold Reef City.



Un coste del terreno bajo y un régimen fiscal favorable maximizan el CF de Larimar.

Esperamos que las preventas de Larimar se eleven hasta los \$1.032m en el período 2023-2028. A diciembre las preventas de Larimar ascendían a 585 unidades y esperamos que en 2024 se incrementen hasta los 1.262 activos y en 2025 hasta los 1.548. En total hasta 2028 esperamos que las viviendas vendidas se eleven hasta las 5.489 a lo que se añadirían la venta de 110 parcelas.

Los precios medios de los distintos proyectos varían desde los \$ 120.000 de las viviendas de las Torres Paradise (80m²), a los \$ 140.000 de las Torres Prime (80m²), los \$ 160.000 de las Torres Breeze (95m²), o los \$ 285.000 de las Torres Horizon View (120m²).

El diferencial de precios con la competencia es amplio con lo que CLERHP está llevando a cabo subidas de precios por encima de la inflación. Nosotros de forma conservadora hemos considerado subidas de precios en línea con la inflación y la evolución del precio medio viene marcada por el mix de producto.

LARIMAR PRESALES							
\$ m	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TOTAL
Housing units	585	1,257	1,503	1,229	487	428	5,489
Land plots	0	5	45	5	45	10	110
TOTAL	585	1,262	1,548	1,234	532	438	5,599
House price (\$)	112,256	183,707	190,828	198,589	206,197	214,800	185,794
Variation		63.6%	3.9%	4.1%	3.8%	4.2%	
Land plots price (\$)	105,000	109,389	113,732	118,249	122,997	127,976	118,825
Variation		4.2%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	
Housing units CF	65.7	230.9	286.8	244.1	100.4	91.9	1,020
Land plots CF	0.0	0.5	5.1	0.6	5.5	1.3	13
TOTAL CF	65.7	231.5	291.9	244.7	106.0	93.2	1,033
Average size unit (sq.m.)	80	89.4	91.3	92.0	92.2	92.3	
Price sq.m.	1,403	1,959	2,036	2,118	2,201	2,291	

Source: GVC Gaesco estimates

Para determinar el calendario de entrada de caja de estas preventas tenemos en cuenta que en el momento de la firma se recibe el 20% del precio de la vivienda, durante la construcción un 35% y a la entrega un 45%.

PRESALES CASH FLOW SCHEDULE							
\$ m	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TOTAL
Deliveries 25	11.3	15.9	22.2				49.4
Deliveries 26	0.0	60.7	106.3	136.7			303.7
Deliveries 27			64.0	112.0	144.0		319.9
Deliveries 28				69.4	121.4	156.1	346.9
TOTAL	11.3	76.6	192.5	318.0	265.4	156.1	1,019.8
Land plots	0.0	0.5	5.1	0.6	5.5	1.3	13.1
TOTAL	11.3	77.1	197.6	318.6	270.9	157.4	1,032.9

Source: GVC Gaesco estimates

Entre los costes que hemos tenido en cuenta destacan:

- **Terrenos.** El coste de los terrenos (\$53m) se irá desembolsando por fases, aunque se trata de un precio ya cerrado. Se ha adquirido los terrenos de la fase I y se están adquiriendo los de la fase II. El título de propiedad de los terrenos de la fase I deberían estar a nombre de la sociedad en el mes de mayo. Se trata de un coste reducido (\$ 53m) y para el período 2023-2028 el coste contable de los terrenos (\$13m) únicamente representa el 1% de las ventas contables.

- **Coste de construcción.** Este coste supone el 48% de las ventas contables del período 2023-2028. Asumimos un coste de construcción de (\$ 850/m²) y lo hemos hecho crecer al igual que los precios de venta de vivienda en línea con la inflación.
- **Coste de urbanización.** El coste de urbanización de estas dos primeras fases ascenderá a EUR 80m, lo que supone el 8% del total. Aquí hemos tomado la referencia dada por la compañía.
- **Otros costes.** Entre los que se incluyen las comisiones de ventas y una variada gama de costes entre los que se encuentran entre otros los de administración, la redacción de proyectos o las licencias.
- **Impuestos.** Los proyectos en ciertos polos turísticos de República Dominicana pueden evitar el pago de impuestos si cumplen las condiciones establecidas para acogerse al régimen fiscal Confotur. CLERHP solicitará acogerse a este sistema fiscal, primero para el conjunto de la urbanización y luego edificio a edificio por lo que no hemos incluido importe alguno de impuestos. CLERHP va a solicitar este mes acogerse a este régimen fiscal para el conjunto de la urbanización una vez se ha conseguido la aprobación del proyecto por parte del ministerio de medioambiente.
- CLERHP está trabajando en captar **financiación** para hacer frente a meses en donde las entradas de caja por las preventas, no cubre el pago de los distintos costes, en especial por el coste de urbanización. En nuestras estimaciones hemos considerado una financiación máxima de \$25m en 2025 que tiene su reflejo en los costes financieros que hemos tenido en cuenta (11% de coste).

LARIMAR CASH FLOW						
\$ m	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TOTAL
Sales	77.1	197.6	318.6	270.9	157.4	1,021.6
Construction cost	-15.0	-88.6	-150.1	-159.4	-82.9	-495.9
Land Plots	-11.9	-24.1	-11.7	0.0	0.0	-47.7
Urbanization	-9.9	-34.1	-6.4	-15.0	-15.0	-80.3
Commissions	-22.9	-24.8	-20.8	-9.0	-7.9	-85.4
Indirect costs	-12.3	-11.5	-10.7	-10.7	-10.7	-55.8
OPERATING CASH FLOW	5.3	14.6	118.9	76.8	40.9	256.5
Financial cost	-0.8	-2.2	0.0	0.0	0.0	-3.0
Financial income	0.2	0.6	1.8	3.5	4.8	10.8
Guarantees	-0.6	-0.5	-1.5	-1.0	0.0	-3.5
CF	4.1	12.5	119.3	79.4	45.6	260.8
Net Debt (+), Net Cash (-)	-4.1	-16.5	-135.8	-215.2	-260.8	

Source: GVC Gaesco estimates

En total esperamos que la generación de cash flow en las dos primeras fases, sin tener en cuenta las preventas de unidades a entregar en 2029/2030, se eleve a \$256m, antes de resultado financiero. El año de mayor cash flow será el 2026, al ser el año con mayor cifra de preventas.

En una promotora la evolución del cash flow difiere de la evolución del EBITDA contable.

Las principales diferencias entre el EBITDA contable y el CF proceden de: 1) El EBITDA contable recoge el total del coste cuando hay una parte del mismo que se ha ido desembolsando antes de la entrega de la vivienda; 2) Hay ingresos contables que ya se han recibido con anterioridad desde el punto de vista de caja.

En nuestro modelo de CLERHP este diferente comportamiento entre el EBITDA contable de Larimar y el movimiento de CF lo recogemos a través del circulante.

FROM LARIMAR EBITDA TO CF					
\$ m	2024	2025	2026	2027	2028
Accounted EBITDA	0.5	7.8	84.1	98.9	105.8
Cash Flow	5.3	14.6	118.9	76.8	40.9
WC MOVEMENT	4.8	6.8	34.8	-22.1	-64.9

Source: GVC Gaesco estimates

ACCOUNTED SALES						
\$ m	2024	2025	2026	2027	2028	TOTAL
Housing units		440	1,698	1,658	1,693	5,489
Land plots	5	45	5	45	10	110
UNITS	5	485	1,703	1,703	1,703	5,599
Housing units sales		49.4	303.7	319.9	346.9	1,019.8
Land plots	0.5	5.1	0.6	5.5	1.3	13.1
TOTAL SALES	0.5	54.5	304.3	325.4	348.1	1,032.9
Price per housing unit		112,256	178,847	192,940	204,876	
		0.0%	59.3%	7.9%	6.2%	

Source: GVC Gaesco estimates

Estimamos que las primeras entregas se produzcan en 2025 (las entradas de caja ya se iniciaron en 2023) y que alcancen las 485 unidades. En los años siguientes es cuando se aglutina el grueso de las entregas con algo más de 1.700 unidades por año.

Si comparamos la evolución de los costes desde el punto de vista de caja y contable se aprecia como la diferencia proviene del coste de los terrenos (EUR 53m incluyendo lo desembolsado en 2023). Desde el punto de vista contable se imputa la parte que corresponde con las entregas (EUR 13m) mientras que en el cash flow se incluye el total del coste.

El margen EBITDA esperado es muy elevado (28%/30% en 2026/2028) como consecuencia en especial del reducido coste del terreno, un 1% del total de las ventas contables.

En total esperamos que en el período 2024-2028 el beneficio acumulado alcance los \$ 301m, con el mayor importe registrado en 2028.

LARIMAR RESULTS ACCOUNT						
\$ m	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TOTAL
Sales	0.5	54.5	304.3	325.4	348.1	1,032.9
Construction cost	0.0	-29.9	-147.2	-152.9	-165.8	-495.9
Land Plots	0.0	-1.1	-4.2	-4.1	-4.2	-13.5
Urbanization	0.0	-6.5	-24.9	-24.3	-24.8	-80.5
Commissions	0.0	-4.6	-25.9	-27.7	-29.6	-87.8
Indirect costs	0.0	-4.7	-18.0	-17.6	-17.9	-58.1
EBITDA	0.5	7.8	84.1	98.9	105.8	297.1
Financial cost	-0.8	-2.2	0.0	0.0	0.0	-3.0
Financial income	0.2	0.6	1.8	3.5	4.8	10.8
Guarantees	-0.6	-0.5	-1.5	-1.0	0.0	-3.6
Net income	-0.7	5.7	84.5	101.4	110.6	301.3

Source: GVC Gaesco estimates

Una gran fuente de creación de valor.

Para valorar Larimar tomamos nuestras estimaciones de cash flow operativo que asumen unas preventas de 5.599 viviendas y parcelas y no hemos tenido en cuenta venta alguna de las viviendas a entregar en 2029 y 2020.

Si bien Larimar cuenta ya con la recalificación de los terrenos y con las licencias de los Ministerios de Turismo y Medio Ambiente, pensamos que es un proyecto no exento de varios riesgos (de ejecución, geopolítico) por lo que tenemos en cuenta una tasa de descuento elevada (20%).

Mediante un descuento de cash flows obtenemos un equity de EUR 151m (diciembre 2024) teniendo en cuenta una caja neta estimada de EUR 4m.

El número de acciones que tenemos en cuenta para CLERHP incluye el número actual de acciones 14 millones y le añadimos:

- 0,7m de acciones de la conversión de obligaciones convertibles anunciada en enero 2024
- 1,5 millones de acciones procedentes del préstamo de valores
- 0,9 millones de acciones estimados por la futura conversión de los 11 convertibles restantes.
- Deducimos la autocartera

Con ello valoraríamos Larimar en EUR 8,8 por acción diluida de CLERHP. Un incremento del 5% en la tasa de descuento supondría una caída del 7% en nuestro TP de CLERHP. Si Larimar no pudiera acogerse al régimen fiscal Confotur, el impacto en el precio objetivo de CLERHP sería del 21% (EUR 6,2/Acción para Larimar).

LARIMAR DISCOUNTED CASH FLOW					
EUR m	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
CF	4.9	13.5	110.1	71.1	37.8
Discount rate	20.0%				
Discount factor	1.0	0.8	0.7	0.6	0.5
Discounted cash flow		11.2	76.5	41.2	18.2
December 2024 EV	147.1				
2024 net cash	-3.8				
Equity	150.9				
CLERHP diluted shares	17.2				
Contribution to CLERHP TP (EUR/Share)	8.8				

Source: GVC Gaesco estimates

Ingeniería, centrada en República Dominicana.

CLERHP Estructuras España lleva a cabo la ingeniería de estructuras y en concreto el diseño, cálculo y construcción de estructuras. También proporciona el servicio de project manager tanto de forma interna (Larimar) como externa (Shalem Palm Village).

Diseño y cálculo de estructuras

¿Qué es el diseño estructural? Consiste en definir la geometría de la estructura, la dimensión de los elementos que la conforman y la resistencia de estos ante diferentes esfuerzos de carga. Además, se especifican los detalles de construcción para que el proyecto se comporte según lo planificado en los cálculos.

El cálculo estructural de un edificio consiste en el uso de ecuaciones matemáticas que testan la resistencia de los materiales, y así poder encontrar las deformaciones, las tensiones y los esfuerzos internos que actúan sobre una estructura, ya sea esqueletos resistentes o edificaciones. De igual manera, el cálculo estructural de un edificio utiliza un análisis dinámico, el cual evaluará la conducta dinámica de las estructuras anteriormente mencionadas y la aparición de eventuales vibraciones perjudiciales para determinada estructura edilicia.

CLERHP realiza trabajos de ingeniería de estructuras para sus filiales. Dispone de un departamento técnico centralizado que lleva a cabo el diseño y cálculo de las estructuras, a la vez que realiza las funciones de I+D+i. Cuenta con técnicos altamente capacitados para el diseño y cálculo de estructuras, un equipo capaz de ejecutar la construcción de dichas estructuras y de personal para formar a las subcontratas locales en el empleo de técnicas y herramientas adecuadas para obtener la máxima calidad, seguridad y eficiencia.

CLERHP es el proveedor de servicios de cálculo y diseño de estructuras para arquitectos, constructoras y promotoras y el objetivo que persigue la ingeniería de estructuras es la optimización de la estructura tanto en cuanto a su comportamiento, su facilidad de ejecución y su coste. Se desarrolla el diseño y cálculo de todos los elementos estructurales tanto en hormigón armado como en acero y madera. Estos servicios se llevan a cabo en proyectos nuevos o pueden ser también servicios de verificación de proyectos realizados por terceros.

La principal competencia viene de la mano de ingenierías locales que suelen tener una elevada cuota de mercado o de ingenieros locales que trabajan directamente para el cliente. CLERHP crece de forma autónoma, aunque también lleva a cabo colaboraciones con alguna de estas ingenierías locales e ingenieros. Con esta estrategia, CLERHP obtiene una rápida penetración en el mercado, a la vez que carga de trabajo a esta actividad y la de asistencia técnica. La ingeniería local participa en un proyecto con una tecnología que no existe aún en su mercado, lo que le permite venderse como una pionera en este tipo de proyectos.

CLERHP ha desarrollado herramientas informáticas propias como por ejemplo el sistema de gestión ERP que corrige automáticamente las predicciones de costes de un proyecto, lo que permite reaccionar de forma anticipada para corregir las desviaciones. El sistema es capaz de identificar excesos de costes por retrasos de actividad y la necesidad de aumentar la capacidad productiva o re-planificar obras para ajustarlas a los medios disponibles.

Asistencia técnica de obra.

Es un servicio complementario al anterior y consiste en proporcionar la asistencia técnica en todo el proceso constructivo de la estructura. Consiste en el monitoreo del avance de obra y de la calidad en la ejecución, así como el seguimiento de los procesos constructivos y de las técnicas empleadas.

Es un servicio específico de la rama de estructuras y complementario a la dirección facultativa. En los grandes proyectos de edificios se lleva a cabo una supervisión separada de cada una de las ingenierías, supervisada por un jefe de proyecto, que coordina la interacción entre todas ellas.

CLERHP factura de forma conjunta los servicios de diseño y cálculo y los de asistencia técnica, aunque se trata de actividades diferenciadas en término de costes, como de naturaleza. Esto responde a una estrategia comercial que ofrece al cliente un servicio conjunto, con un ahorro de costes ya que del cálculo derivan gran parte de los trabajos técnicos de la construcción y se evitan duplicidades.

Esta estrategia comercial se complementa con alianzas estratégicas con ingenierías locales para lograr una mayor captación de clientes a los que se ofrecen toda la gama completa de servicios.

Aquí la competencia viene de ingenierías locales pequeñas e ingenieros más centrados en proyectos de pequeña dimensión.

Project Management.

Se trata de una nueva actividad en la compañía, pero CLERHP cuenta con la experiencia de proporcionar el servicio de asistencia técnica en la construcción de estructuras. Proporcionará este servicio de forma interna (Larimar) y externa (Shalem Palm Village).

Se encargará de la planificación del proyecto, no ejecutará la construcción (de ello se ocupará Inecar, sociedad del grupo) pero se encargará de supervisar su ejecución y coordinará a todos los agentes involucrados, desde arquitectos e ingenieros hasta subcontratas y proveedores.

Los servicios de project management que CLERHP prestará a Larimar pueden suponer unos ingresos de EUR 25m, pero este ingreso no se verá en el ingreso consolidado por los ajustes intragrupo.

Los ingresos que sí aparecerán en ventas serán los que provendrán del contrato de Shalem Palm Village en Boca Chica y que supondrá unos ingresos en 10 años de EUR 57m.

Construcción de estructuras.

Consiste en la construcción de las estructuras proyectadas. Aporta la tecnología, los equipos, el personal formador y técnico, mientras que la constructora local proporciona la mano de obra no cualificada. En el caso de Paraguay cuenta con una plantilla propia de operarios

CLERHP factura por el servicio de construcción siendo el cliente el responsable de la adquisición de los materiales necesarios. Todo lo que se queda en el edificio es aportado por el cliente y lo necesario para la construcción de la estructura lo aporta CLERHP. De esta forma se controla de mejor manera el nivel de riesgo asumido con los clientes reduciendo el impacto de un posible impago.

Esta actividad la llevan a cabo las filiales existentes en los distintos mercados.

La competencia procede de constructoras locales que ofertan la construcción completa y no están especializados en la construcción de estructuras propiamente dicha. En ocasiones estas constructoras son clientes de CLERHP. En otras forman parte del consorcio en el que participa CLERHP para proyectos llave en mano.

CLERHP trabaja de forma externalizada con empresas locales con las que no tiene vinculación jurídica. Son varias las empresas con las que trabaja, evitando así la dependencia. Para servicios menores cuenta con una amplia gama de proveedores.

En el caso del suministro de materiales, CLERHP actúa como asesor ofreciendo a los clientes una variada gama de proveedores. Pero no intermedia directamente ni aporta recursos para la compra.

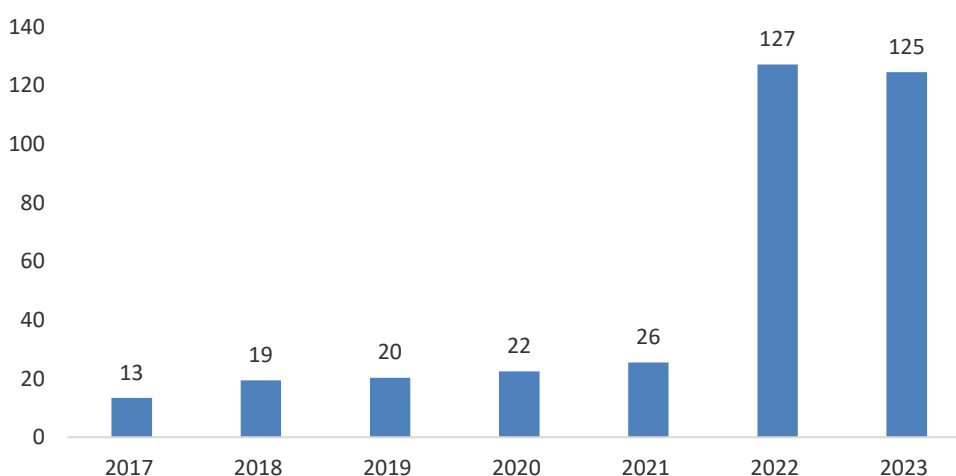
Una velocidad de crucero de EUR 30m de ventas.

Históricamente CLERHP contaba con presencia en Bolivia, Uruguay, Paraguay y más recientemente República Dominicana. Se ha vendido Bolivia (el pago ha sido en maquinaria), se cerró años atrás Uruguay y en Paraguay se mantiene la actividad, aunque es limitada (EUR 4m de ventas, EUR 16m de cartera).

A diciembre 2023 la cartera ascendía a EUR 125m (EUR 124m a marzo 2024) de los cuales el grueso (EUR 96m, 85%) procedía de República Dominicana y el resto de Paraguay.

Dentro de esta cartera destaca por su importancia el contrato de Shalem Palm Village en Boca Chica en donde se prevé la construcción de 24.000 apartamentos y otro tipo de edificaciones (hoteles, centro comercial, hospital, colegios). Se estima que dure 10 años y la primera fase comprenderá el desarrollo de 2.400 apartamentos. En la sociedad promotora (Shalem Palm Village SRL) CLERHP participa con un 26% de la sociedad, aunque no la consolida, y su papel aquí es el de ingeniero y constructor de las estructuras y project manager. El primer contrato es para la ingeniería y construcción de estructuras de la primera fase de este proyecto (EUR 14m y plazo de ejecución de 14 meses). El segundo es el contrato de project management del total del proyecto por importe de EUR 57m. En total estos dos contratos representan el 63% del total de la cartera a diciembre.

E/C/PM Backlog



Con esta cartera, CLERHP tendría ya más que contratadas las ventas a contabilizar del 2024 y tendría el 84%/77% de las ventas de 2025/2026 suponiendo que no hay retrasos en el calendario previsto de ejecución.

En nuestras estimaciones incluimos unas ventas en línea con la compañía en 2023 y para los años siguientes en el entorno de EUR 30m de ventas, con un margen EBITDA tendente al 30%.

Los costes de la actividad de ingeniería crecen de forma moderada por la capitalización de parte de ellos a medida que se desarrolla Larimar.

ENGINEERING ACCOUNT									
EUR m	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Sales	10.6	6.0	14.1	18.5	30.0	30.6	31.2	31.8	32.5
Direct costs	-5.6	-2.7	-3.3	-5.9	-11.4	-11.6	-11.9	-12.1	-12.3
Gross Margin	4.9	3.3	10.7	12.6	18.6	19.0	19.4	19.7	20.1
Other Income	1.0	1.0	0.6						
Operating costs	-2.2	-3.6	-3.9	-3.7	-3.8	-4.0	-4.2	-4.5	-4.7
Structure Personnel	-2.1	-3.6	-3.2	-3.5	-3.9	-4.3	-4.5	-4.8	-5.0
EBITDA	1.7	-2.9	4.3	6.4	11.0	10.7	10.6	10.5	10.4
DC margin	46.7%	54.5%	76.2%	68.3%	62.0%	62.0%	62.0%	62.0%	62.0%
Operating costs	-20.8%	-59.6%	-27.5%	-20.0%	-12.5%	-13.0%	-13.5%	-14.0%	-14.5%
Structure Personnel	-19.6%	-60.5%	-22.8%	-18.9%	-13.0%	-14.0%	-14.5%	-15.0%	-15.5%
EBITDA Margin	15.7%	-48.8%	30.3%	34.6%	36.5%	35.0%	34.0%	33.0%	32.0%

Source: CLERHP. GVC Gaesco Estimates

Una ingeniería eficiente.

El modelo de negocio de CLERHP persigue la reducción de agentes dentro del proceso constructivo. En el sistema tradicional el promotor encarga el diseño del proyecto a un arquitecto por un lado y a un constructor por otro. Por su parte el arquitecto requiere de los servicios de un ingeniero para el diseño y cálculo de estructuras.

CLERHP puede ejecutar tanto el diseño y cálculo de estructuras como la construcción de la estructura.



Las ventajas competitivas de este sistema es que se acorta el plazo de ejecución de la obra al reducirse el número de agentes implicados y se recorta el coste. También el poseer una ingeniería propia le permite configurar un producto de alto valor añadido, por lo que se diferencia de las constructoras de ciclo completo, pero no especializadas en la ingeniería de estructuras.

Ventajas competitivas Grupo Clerhp



CLERHP está altamente especializado y centrado en un pequeño número de actividades relacionadas con la ingeniería de estructuras que complementa con la inversión en un servicio estratégico para el desarrollo de la ingeniería de estructuras como es el del alquiler de maquinaria pesada. En países en donde está presente CLERHP el no contar con un buen parque de maquinaria puede traducirse en una elevada barrera de entrada o bien puede afectar a la calidad del servicio de la ingeniería de infraestructuras.

En los distintos mercados en los que está presente CLERHP proporciona un servicio de proyecto llave en mano de la ingeniería de estructura, que incluye el diseño y el cálculo, la asistencia técnica y la construcción. Los servicios de ingeniería propiamente dichos se llevan a cabo en el departamento central técnico mientras que el trabajo de construcción se lleva a cabo por subcontratas o directamente por CLERHP como es el caso de Paraguay.

Apoyándose en el departamento técnico central, CLERHP puede ejecutar el proyecto en un menor tiempo, coste y mayor seguridad que sus competidores locales. Por lo general estos competidores locales no están especializados y se da el caso de que algunos de ellos acaban convirtiéndose en clientes, al subcontratar a CLERHP los trabajos de ingeniería de estructuras y ejecutando ellos el resto de los trabajos.

Margen EBITDA elevado por costes reducidos.

Esperamos que en el período 2023-2028 se genere EUR 335m de EBITDA con un margen medio del 30%. Este alto margen responde a un reducido coste de los terrenos (1% de las ventas) y a la contención de los costes de estructura y generales. Además, este margen alto en los primeros años responde en cierta medida al hecho de que parte de los costes de explotación y de los costes de estructura se van capitalizando, esto es, se van incluyendo como obra en curso en existencias a medida que se va desarrollando Larimar.

EBITDA BREAKDOWN							
EUR m	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TOTAL
Larimar Sales		0.5	50.5	281.7	301.3	322.3	956.4
			9866.4%	458.2%	7.0%	7.0%	
Larimar EBITDA		0.5	7.2	77.9	91.6	98.0	275.1
			1452%	983%	18%	7%	
Engineering Sales	18.5	30.0	30.6	31.2	31.8	32.5	174.6
			2%	2%	2%	2%	
Engineering EBITDA	6.4	11.0	10.7	10.6	10.5	10.4	59.6
			-2%	-1%	-1%	-1%	
TOTAL SALES	18.5	30.5	81.1	312.9	333.2	354.8	1,131.0
			166%	286%	6%	7%	
TOTAL EBITDA	6.4	11.4	17.9	88.5	102.1	108.4	334.7
			57%	394%	15%	6%	
EBITDA Margin	34.6%	37.4%	22.1%	28.3%	30.6%	30.5%	29.6%

Source. GVC Gaesco Estimates

El total del beneficio generado en el período 2023-2028 se eleva a EUR 305m, beneficiado por un resultado financiero que se torna en positivo a medida que se va generando caja en Larimar y también por el hecho de que hemos asumido que Larimar contará con el régimen fiscal (Confotur) que le permitirá no pagar impuestos, con lo que los impuestos considerados corresponden a la actividad de ingeniería.

RESULTS ACCOUNT							
EUR m	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TOTAL
Sales	18.5	30.5	81.1	312.9	333.2	354.8	1,131.0
EBITDA	6.4	11.4	17.9	88.5	102.1	108.4	334.7
D&A/Other	-1.3	-1.7	-1.8	-2.0	-2.1	-2.2	-11.2
Financial result	-0.8	-2.5	-3.0	-2.1	0.7	2.2	-5.6
BAI	1.0	7.1	13.0	84.4	100.7	108.4	314.6
Taxes	-0.3	-1.7	-1.5	-1.6	-2.3	-2.6	-9.9
Net income	0.7	5.5	11.6	82.8	98.4	105.8	304.7
EBITDA margin	34.6%	37.4%	22.1%	28.3%	30.6%	30.5%	29.6%

Source. GVC Gaesco Estimates

La deuda se reducirá rápidamente.

Esperamos que la deuda neta se reduzca rápidamente pasando de los EUR 12,2m de 2023 hasta una posición de caja de EUR 243m en 2028, esto es, una generación de caja de EUR 257m.

CASH FLOW							
EUR m	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TOTAL
EBITDA	6.4	11.4	17.9	88.5	102.1	108.4	334.7
Working Capital	-0.3	4.5	6.3	32.2	-20.4	-60.1	-37.8
Adjustments	-5.4	-4.4	-2.7	-2.7	-2.6	-2.6	-20.3
Operating CF	0.7	11.5	21.6	118.1	79.1	45.7	276.6
Financial result	-0.8	-2.5	-3.0	-2.1	0.7	2.2	-5.6
Dividends	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Taxes	-0.1	-1.7	-1.5	-1.6	-2.3	-2.6	-9.7
CF	-0.2	7.3	17.1	114.3	77.5	45.3	261.2
Investments	-2.3	-2.0	-2.0	-2.0	-2.0	-2.0	-12.3
Divestments	0.2						
Other/Share issue	3.7	4.0	0.0	0.0	0.0	0.0	7.7
FREE CASH FLOW	1.3	9.3	15.1	112.3	75.5	43.3	256.8
Net Debt (+), Net Cash (-)	12.2	2.9	-12.2	-124.5	-200.0	-243.3	

Source. GVC Gaesco Estimates

Las principales diferencias entre el EBITDA contable y el CF proceden de: 1) El EBITDA contable recoge el total del coste cuando hay una parte del mismo que se ha ido desembolsando antes de la entrega de la vivienda; 2) Hay ingresos contables que ya se han recibido con anterioridad desde el punto de vista de caja.

En nuestro modelo de CLERHP este diferente comportamiento entre el EBITDA contable y el movimiento de CF lo recogemos a través del circulante.

Así frente un aumento de EUR 335m de EBITDA en el período 2023-2028, el aumento del cash flow operativo es de EUR 277m y la diferencia se explica porque en el CF se incluye el coste de todos los terrenos (EUR 53m) mientras que desde el punto de vista contable se imputa únicamente la parte que corresponde con este período (EUR 13m). También hay EUR 20m de deterioro de WC que hemos incluido en el negocio de ingeniería y dentro de la partida de ajustes.

FROM EBITDA TO CF						
EUR m	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TOTAL
EBITDA Larimar	0.5	7.2	77.9	91.6	98.0	275.1
CF Larimar	4.9	13.5	110.1	71.1	37.8	237.5
WC adjustment	4.5	6.3	32.2	-20.4	-60.1	-37.6
Engineering EBITDA	11.0	10.7	10.6	10.5	10.4	53.2
Operating CF	15.9	24.2	120.7	81.7	48.3	290.8
EBITDA	11.4	17.9	88.5	102.1	108.4	328.3

Source. GVC Gaesco Estimates

En el año 2023 se produjo una ampliación de capital por importe de EUR 3,7m que procedía de la conversión de obligaciones convertibles en acciones y la capitalización de préstamos de acciones. En 2023 también se obtuvieron fondos por importe de EUR 1,6m provenientes del préstamo de valores.

En 2024 incluimos EUR 1m de ampliación de capital por la conversión de convertibles anunciada en enero 2024 y por la conversión de préstamos de acciones (EUR 4,6m, 1,5 millones de acciones). Desde el punto de vista de caja deducimos a este último importe EUR 1,6m que corresponde con 0,75 millones de acciones que ya se emplearon en mejorar la situación financiera del 2023.

El resultado financiero recoge el coste financiero de la matriz y la financiación que CLERHP va a captar para frente a meses en donde las entradas de caja por las preventas, no cubre el pago de los distintos costes. En nuestras estimaciones hemos considerado una financiación máxima de \$25m en 2025 que tiene su reflejo en los costes financieros que hemos tenido en cuenta (11% de coste). A medida que se va acelerando la generación de caja, el resultado financiero se torna positivo gracias a un mayor ingreso financiero. En esta partida también se incluye el coste de las cantidades avaladas por los anticipos recibidos en Larimar.

Los impuestos corresponden a los que se pagarán en la división de ingeniería dado que para Larimar hemos asumido que CLERHP se acoge al régimen fiscal Confotur.

En inversiones incluimos un importe anual de EUR 2m para la compra de maquinaria.

Dentro de la deuda bruta existen varios tipos de deuda:

- **Convertibles.** En 2023 había EUR 1,8m de convertibles que corresponderían a 11 bonos de la segunda emisión. La intención de CLERHP es ir recomprando estos bonos para no tener que emitir nuevas acciones, aunque la potestad la tiene Inveready.
- **Deuda bancaria.** Se refinanciaron EUR 5,9m y se cancelaron EUR 0,9m. El coste es de Euribor 12 meses más un 2,5%. El vencimiento es diciembre del 2026 aunque hay amortizaciones parciales (7,5% en 23, 25% en 24, 30% en 2025 y 37,5% en 2026).
- **Otro tipo de deuda.** Aquí se incluye la deuda con el CEO por el préstamo de valores que facilita a la compañía y que permite la reducción de deuda.

EUR m	2022	2023	Coments
Convertible bonds	3.1	1.8	Rate 8.8% (PIK 4.4%). Rate 7.85% (PIK 3.85%). Maturity 2026. Conversion price EUR 1.4/Share.
Bank loans	9.6	8.2	5.9m refinanced debt. Maturity 2026. Euribor 12m + 1,5%
Other debt	3.7	4.9	Debt with CEO (EUR 2,2m), Enisa (0,2m), CDTI (0,3m)
Leases debt	0.0	0.0	Financial leases debt
GROSS DEBT	16.4	14.9	
Cash and FI	2.9	2.7	EUR 1,5m from Bolivia sale not included (dic 24 completion)
TOTAL	13.5	12.2	

Source. GVC Gaesco Estimates

DEBT RATIOS	2015 2016 2017 2018 2019 2020 2021 2022 2023 2024e 2025e										
	ND (+), NC (-)	0.7	1.7	1.8	2.5	5.7	11.3	14.9	13.5	12.2	2.9
ND/EBITDA	1.4	2.7	1.8	1.3	2.1	6.8	-5.1	3.2	1.9	0.3	-0.7
ND/Equity	0.4	0.8	1.0	1.0	1.5	5.0	-5.6	3.7	2.0	0.2	-0.4
EBITDA/Fin result	4.9	4.9	8.8	16.0	8.1	3.2	-3.1	3.8	7.8	4.5	5.9
EBITDA/Fin result (CF)	-0.3	4.9	8.8	16.0	9.6	3.2	-3.1	3.8	7.8	4.5	5.9

Source. GVC Gaesco Estimates

Larimar supone el grueso de la valoración.

Llegamos a una valoración de CLERHP en diciembre de 2024 de EUR 211m (EUR 12,3/Acción) en donde el grueso de la misma procede de Larimar (EUR 8,8/Acción) y en la que descontamos los cash flows hasta el año 2028 a una tasa del 20%.

SUM OF THE PARTS VALUATION				
EUR m	EV	ND	Equity	EUR/Share
Larimar	147.1	-3.8	150.9	8.8
Ingeniería	65.7	5.3	60.4	3.5
TOTAL	212.8	1.6	211.3	12.3
Shares			17.2	
TP			12.3	

Net Debt (+), Net Cash (-).

Source. GVC Gaesco Estimates

El resto de las actividades en las que está presente son la ingeniería y construcción de estructuras y también ha comenzado a prestar servicios de project management de forma interna (Larimar) y de forma externa.

En el negocio de ingeniería varias son las compañías que cotizan en España, Técnicas Reunidas, Elecnor y Duro Felguera, ésta última en una difícil situación financiera. En el exterior hay grandes compañías de ingeniería que cotizan a múltiplos más elevados a los que cotizan las compañías españolas.

ENGINEERING COMPANIES PEER GROUP RATIOS													
Company	Market Cap	EV/EBITDA 24	EV/EBITDA 25	P/E 24	P/E 25	P/BV 24	EBITDA Mg 24	EBITDA Mg 25	ND/EBITDA 24	ROE 24	ROCE 24	Dividend	Yield 24
Técnicas Reunidas	721.1	1.9	1.5	6.7	6.3	1.7	4.7%	4.6%	-1.6	22.0%	16.5%		0.0%
Elecnor	1,723.7	6.6	6.7	15.7	14.0	-	7.2%	7.6%	0.2	-	-		2.1%
Saipem	4,347.5	3.5	2.8	13.2	8.7	-	9.8%	10.8%	0.1	-	-		2.3%
Arcadis	5,443.4	11.3	9.6	19.9	16.6	4.4	12.5%	13.3%	1.4	22.1%	-		1.7%
Larsen&Tobro	52,872.0	19.0	16.1	28.5	23.3	4.8	11.8%	12.2%	3.0	17.1%	15.2%		1.0%
Hyundai Engineering	2,700.2	1.6	1.2	6.7	6.3	0.5	3.4%	3.7%	-2.0	6.9%	6.7%		1.7%
Samsung Engineering	3,445.9	3.7	2.9	8.1	7.7	1.3	8.4%	8.3%	-2.2	15.6%	19.3%		0.0%
GS Engineering	930.2	8.4	6.8	6.3	5.3	0.3	3.8%	4.6%	5.6	4.8%	3.7%		5.0%
Fluor	6,194.7	8.3	6.5	13.8	12.1	2.8	3.7%	3.9%	-2.1	20.4%	15.1%		0.0%
Halliburton	30,318.9	6.9	6.0	11.0	9.4	2.9	22.3%	22.9%	0.9	28.2%	21.3%		1.8%
Jacobs Engineering	17,375.9	13.0	11.8	18.6	16.2	2.8	9.0%	9.3%	1.1	14.7%	13.2%		0.8%
Halliburton	30,318.9	6.9	6.0	11.0	9.4	2.9	22.3%	22.9%	0.9	28.2%	21.3%		1.8%
AECOM	12,149.5	13.7	12.2	21.5	19.1	5.6	15.0%	15.4%	1.7	26.3%	19.0%		0.2%
Average		8.1	6.9	13.9	11.9	#N/D	10.3%	10.7%	0.5	-	-		1.4%

Source: JCF

Si tenemos en cuenta el M&A en España, nos fijamos en la venta de Cobra a Vinci en la que el ratio EV/EBITDA estimado alcanzó las 6,4x.

Si nos centramos en las constructoras, no hay ninguna cotizada que únicamente lleve a cabo la actividad de construcción. Todas ellas están diversificadas en otras actividades intensivas en capital como las concesiones o los servicios. Estos negocios suponen fuertes inversiones y un reducido EBITDA hasta que madura el activo lo que explica por ejemplo el abultado ratio de Ferrovial.

CONTRACTORS RATIOS					
	EV/EBITDA 24	EV/EBITDA 25	P/E (adj.) 24	P/E (adj.) 25	Net Debt/EBITDA 24
ACS	7.1	6.7	21.6	19.9	0.3
Ferrovial	27.4	24.5	nm	nm	5.9
FCC	6.5	6.0	11.9	11.0	1.5
Sacyr	7.7	7.6	19.0	13.9	5.4
Vinci	6.6	6.0	12.8	11.8	1.1
Eiffage	5.1	4.6	9.5	8.6	2.4
Mota	3.9	3.8	11.9	10.8	2.4
Average	9.2	8.5	14.5	12.7	2.7

Source: ESN, GVC Gaesco

Para nuestra valoración de esta división hemos empleado un ratio de 6x, superior al rango de 4,5/5x que empleamos para valorar la actividad de construcción en nuestras valoraciones por suma de partes de las constructoras españolas.

Este diferencial de ratios lo justificamos por: 1) **modelo de negocio**. CLERHP combina dos actividades que son por separado una commodity (ingeniería, construcción), en una unión que genera valor añadido por la reducción de costes del proyecto, que se reparte entre ambas partes; 2) **rentabilidad** de CLERHP superior al de estas compañías.

Pero por el contrario cuenta con una elevada concentración tanto geográfica como de clientes.

La deuda neta que hemos incluido en nuestra valoración es nuestra estimación para 2024 ajustada por la deuda estimada de los convertibles en el momento de su vencimiento.

El número de acciones que tenemos en cuenta para CLERHP incluye el número actual de acciones 14 millones y le añadimos:

- 0,7 millones de acciones de la conversión de obligaciones convertibles anunciada en enero 2024
- 1,5 millones de acciones procedentes del préstamo de valores
- 0,9 millones de acciones estimados por la futura conversión de los convertibles restantes en el momento de su vencimiento.

Incluimos un análisis de sensibilidad de nuestra valoración a la tasa de descuento que empleamos para valorar Larimar y al ratio EV/EBITDA que consideramos en la división de ingeniería. Un aumento del 5% en la tasa de descuento de Larimar se traduce en un descenso del 7% de nuestro precio objetivo. Y un descenso del ratio EV/EBITDA de 6x a 5x implica un descenso del 5%.

		EV ENGINEERING		
		5x	6x	7x
RATE	15%	12.6	13.2	13.9
	20%	11.7	12.3	12.9
	25%	10.8	11.5	12.1
	30%	10.1	10.8	11.4

Riesgos

Entre estos riesgos destacamos:

Riesgo urbanístico. Ya se ha conseguido la reclasificación de los terrenos de rústicos a urbanizables por parte de los ministerios de Turismo y Medioambiente. La notificación por escrito se recibirá en los próximos días, aunque ya aparece en el sistema de estos ministerios como aprobada con categoría A. Desde el punto de vista urbanístico lo que falta son las licencias para la construcción de los edificios, que se irán solicitando de forma progresiva en un proceso técnico en el que se comprueban entre otras la estructura del edificio y las distintas instalaciones. De acuerdo a CLERHP, sería un proceso exento de riesgo y que depende de la aprobación del ayuntamiento y de un comité técnico (Mivet).

Riesgo Confotur. Los proyectos en ciertos polos turísticos de República Dominicana pueden evitar el pago de impuestos si cumplen las condiciones establecidas para acogerse al régimen fiscal Confotur. CLERHP solicitará acogerse a este sistema fiscal, primero para el conjunto de la urbanización y luego edificio a edificio por lo que no hemos incluido importe alguno de impuestos. CLERHP va a solicitar este mes acogerse a este régimen fiscal para el conjunto de la urbanización una vez se ha conseguido la aprobación del proyecto por parte del ministerio de medioambiente.

Riesgo producto. CLERHP proyecta una ciudad alejada de la playa y enfocada a una combinación de demanda residencial y vacacional, que difiere de los productos actualmente en mercado.

Riesgo de ejecución. Hasta ahora CLERHP no ha llevado a cabo el servicio de project management para la construcción de edificios, pero sí de una parte llevando a cabo la asistencia técnica de obra en la construcción de la estructura de los edificios.

Riesgo de aprovisionamiento de materiales. CLERHP cuenta con experiencia en el aprovisionamiento de los materiales para la construcción de estructuras actuando como asesor ofreciendo a los clientes una variada gama de proveedores. En un proyecto de esta magnitud y novedoso como es Larimar, es esencial que las viviendas se entreguen sin retraso, para lo que el aprovisionamiento de materiales es clave y quizás haya que renunciar a un planteamiento "just in time" aun a costa de financiar un mayor circulante.

Riesgos por concentración de clientes, es importante que CLERHP sea capaz de diversificar la cartera de clientes para disminuir el poder de negociación de los mismos, y para diluir el impacto negativo que podría producirse tras perder a alguno de ellos. Dentro de esta cartera destaca por su importancia el contrato de Shalem Palm Village en Boca Chica en donde se prevé la construcción de 24.000 apartamentos y otro tipo de edificaciones (hoteles, centro comercial, hospital, colegios). Se estima que dure 10 años y la primera fase comprenderá el desarrollo de 2.400 apartamentos. En la sociedad promotora (Shalem Palm Village SRL) CLERHP participa con un 26% de la sociedad, aunque no la consolida, y su papel aquí es el de ingeniero y constructor de las estructuras y project manager. El primer contrato es para la ingeniería y construcción de estructuras de la primera fase de este proyecto (EUR 14m y plazo de ejecución de 14 meses). El segundo es el contrato de project management del total del proyecto por importe de EUR 57m. En total estos dos contratos representan el 63% del total de la cartera a diciembre.

Riesgo de concentración geográfica. A diciembre 2023 la cartera ascendía a EUR 125m de los cuales el grueso (EUR 96m, 85%) procedía de República Dominicana y el resto de Paraguay.

El riesgo geopolítico existe dado que los países en donde CLERHP desarrolla su actividad muestran un grado de desarrollo institucional, político, normativo y económico distinto del que existe en Europa. Por poner un ejemplo, de acuerdo al Índice de Percepción de la Corrupción 2023, República Dominicana ocupa el puesto 108 (de 180) y por ponerlo en contexto España cuenta con una mejor posición (36). Adicionalmente el país vecino (Haití) atraviesa por una difícil situación tras el asesinato del anterior presidente, estando el país en manos de violentos grupos armados.

Riesgo de tipo de cambio. Los ingresos de República Dominicana están dolarizados mientras que la deuda de la matriz está en euros. No cuenta con cobertura al dolar actualmente.

Riesgo de gestión de circulante. Uno de los aspectos claves a la hora de gestionar una compañía constructora es una adecuada gestión del circulante dentro de un negocio cíclico.

Riesgos de cotización, uno de los riesgos de operar en el MAB es que la liquidez suele ser reducida.

El hecho de contar con una reducida estructura se traduce en nuestra opinión en **una elevada concentración de tareas ejecutivas** en manos del CEO de la compañía.

CLERHP Estructuras: Summary tables

PROFIT & LOSS (EURm)	12/2021	12/2022	12/2023	12/2024e	12/2025e	12/2026e
Sales	6.0	14.1	18.5	30.5	81.1	313
Cost of Sales & Operating Costs	-8.9	-9.8	-12.1	-19.1	-63.2	-224.4
Non Recurrent Expenses/Income	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	-2.9	4.3	6.4	11.4	17.9	88.5
EBITDA (adj.)*	-2.9	4.3	6.4	11.4	17.9	88.5
Depreciation	-1.0	-1.0	-1.5	-1.7	-1.8	-2.0
Depreciation of Right-of-Use	0	0	0	0	0	0
EBITA	-3.9	3.2	5.0	9.7	16.1	86.5
EBITA (adj.)*	-3.9	3.2	5.0	9.7	16.1	86.5
EBIT	-3.9	3.1	5.1	9.7	16.1	86.5
EBIT (adj.)*	-3.9	3.1	5.1	9.7	16.1	86.5
Net Financial Interest	-0.9	-1.1	-0.8	-2.5	-3.0	-2.1
Other Financials	0.3	-0.3	-0.9	0.0	0.0	0.0
Associates	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other Non Recurrent Items	-0.5	-0.6	-2.4	0.0	0.0	0.0
Earnings Before Tax (EBT)	-5.0	1.0	1.0	7.1	13.0	84.4
Tax	-0.1	-0.2	-0.3	-1.7	-1.5	-1.6
<i>Tax rate</i>	<i>n.m.</i>	<i>18.7%</i>	<i>28.1%</i>	<i>23.4%</i>	<i>11.2%</i>	<i>1.9%</i>
Discontinued Operations	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
Minorities	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net Profit (reported)	-5.0	1.0	0.7	5.5	11.6	82.8
Net Profit (adj.)	-4.9	1.7	3.1	5.5	11.6	82.8
CASH FLOW (EURm)	12/2021	12/2022	12/2023	12/2024e	12/2025e	12/2026e
Cash Flow from Operations before change in NWC	5.6	3.4	0.1	2.8	10.7	82.1
Change in Net Working Capital	-1.3	-7.3	-0.3	4.5	6.3	32.2
Cash Flow from Operations	4.3	-3.8	-0.2	7.3	17.1	114
Capex	-1.9	-3.0	-2.3	-2.0	-2.0	-2.0
Net Financial Investments	0.1	1.8	0.2	0.0	0.0	0.0
Free Cash Flow	2.5	-5.0	-2.4	5.3	15.1	112
Dividends	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other (incl. Capital Increase & share buy backs)	-6.1	6.4	3.7	4.0	0.0	0.0
Change in Net Financial Debt	-3.6	1.4	1.3	9.3	15.1	112
NOPLAT	-4.0	2.5	3.7	7.4	14.3	84.8
BALANCE SHEET & OTHER ITEMS (EURm)	12/2021	12/2022	12/2023	12/2024e	12/2025e	12/2026e
Net Tangible Assets	3.4	4.0	4.7	5.0	5.1	5.2
Net Intangible Assets (incl. Goodwill)	2.9	2.2	0.5	0.5	0.5	0.4
Right-of-Use Assets (Lease Assets)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net Financial Assets & Other	2.3	2.4	2.7	2.7	2.7	2.7
Total Fixed Assets	8.7	8.6	7.9	8.2	8.3	8.3
Inventories	3.2	3.6	12.2	76.9	203	184
Trade receivables	4.2	7.6	15.1	16.4	43.5	168
Other current assets	0.0	3.9	1.6	0.0	0.1	0.3
Cash (-)	-0.9	-2.9	-2.7	-20.4	-41.4	-124.5
Total Current Assets	8.3	18.0	31.5	114	288	477
Total Assets	17.1	26.6	39.5	121.8	296.5	485.3
Shareholders Equity	-2.7	3.7	6.2	17.2	28.8	112
Minority	0.1	-0.0	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
Total Equity	-2.6	3.6	6.0	17.1	28.6	111
Long term interest bearing debt	4.6	4.2	5.7	0.5	0.5	0.5
Provisions	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Lease Liabilities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other long term liabilities	0.2	0.2	0.2	-5.8	-8.5	-11.1
Total Long Term Liabilities	4.9	4.4	5.9	-5.3	-8.0	-10.7
Short term interest bearing debt	11.2	12.1	9.2	22.8	28.7	-0.5
Trade payables	3.6	6.4	18.3	87.3	247	385
Other current liabilities	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
Total Current Liabilities	14.8	18.6	27.6	110	276	385
Total Liabilities and Shareholders' Equity	17.1	26.6	39.5	121.8	296.5	485.3
Net Capital Employed	12.5	17.3	18.4	14.1	8.0	-24.2
Net Working Capital	3.8	8.7	10.5	6.0	-0.4	-32.6
GROWTH & MARGINS	12/2021	12/2022	12/2023	12/2024e	12/2025e	12/2026e
<i>Sales growth</i>	<i>-43.4%</i>	<i>135.2%</i>	<i>31.5%</i>	<i>64.7%</i>	<i>165.8%</i>	<i>286.0%</i>
EBITDA (adj.)* growth	n.m.	n.m.	50.1%	78.2%	56.8%	394.4%
<i>EBITA (adj.)* growth</i>	<i>n.m.</i>	<i>n.m.</i>	<i>53.0%</i>	<i>95.2%</i>	<i>66.1%</i>	<i>438.7%</i>
<i>EBIT (adj.)* growth</i>	<i>n.m.</i>	<i>n.m.</i>	<i>67.6%</i>	<i>88.6%</i>	<i>66.1%</i>	<i>438.7%</i>

CLERHP Estructuras: Summary tables

GROWTH & MARGINS	12/2021	12/2022	12/2023	12/2024e	12/2025e	12/2026e
Net Profit growth	n.m.	n.m.	76.2%	77.9%	111.8%	616.3%
EPS adj. growth	n.m.	n.m.	49.0%	47.1%	92.5%	616.3%
DPS adj. growth						
EBITDA (adj)* margin	n.m.	30.3%	34.6%	37.4%	22.1%	28.3%
EBITA (adj)* margin	-65.3%	23.0%	26.8%	31.7%	19.8%	27.6%
EBIT (adj)* margin	n.m.	21.7%	27.7%	31.7%	19.8%	27.6%
RATIOS	12/2021	12/2022	12/2023	12/2024e	12/2025e	12/2026e
Net Debt/Equity	n.m.	3.7	2.0	0.2	-0.4	-1.1
Net Debt/EBITDA	-5.1	3.2	1.9	0.3	-0.7	-1.4
Interest cover (EBITDA/Fin.interest)	n.m.	3.8	7.8	4.5	5.9	41.8
Capex/D&A	202.2%	245.1%	183.7%	114.8%	108.6%	99.9%
Capex/Sales	31.8%	21.0%	12.7%	6.6%	2.5%	0.6%
NWC/Sales	63.7%	61.6%	56.5%	19.6%	-0.5%	-10.4%
ROE (average)	2304.4%	355.5%	62.5%	46.6%	50.2%	117.9%
ROCE (adj.)	-38.8%	16.7%	23.6%	64.9%	272.4%	-314.6%
WACC	7.9%	9.2%	9.8%	10.9%	11.8%	6.1%
ROCE (adj.)/WACC	-4.9	1.8	2.4	6.0	23.1	n.m.
PER SHARE DATA (EUR)***	12/2021	12/2022	12/2023	12/2024e	12/2025e	12/2026e
Average diluted number of shares	10.1	10.9	12.9	15.6	17.2	17.2
EPS (reported)	-0.50	0.09	0.06	0.35	0.67	4.82
EPS (adj.)	-0.49	0.16	0.24	0.35	0.67	4.82
BVPS	-0.27	0.34	0.48	1.10	1.68	6.49
DPS	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
VALUATION	12/2021	12/2022	12/2023	12/2024e	12/2025e	12/2026e
EV/Sales	4.8	3.0	3.8	1.9	0.5	n.m.
EV/EBITDA	n.m.	9.8	11.1	5.0	2.3	n.m.
EV/EBITDA (adj.)*	n.m.	9.8	11.1	5.0	2.3	n.m.
EV/EBITA	-7.4	12.9	14.3	5.9	2.6	-0.8
EV/EBITA (adj.)*	-7.4	12.9	14.3	5.9	2.6	-0.8
EV/EBIT	n.m.	13.7	13.9	5.9	2.6	n.m.
EV/EBIT (adj.)*	n.m.	13.7	13.9	5.9	2.6	n.m.
P/E (adj.)	n.m.	15.1	17.7	11.0	5.7	0.8
P/BV	n.m.	7.2	8.8	3.5	2.3	0.6
Total Yield Ratio	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EV/CE	2.8	2.8	4.5	5.0	8.0	2.6
OpFCF yield	17.4%	-24.0%	-4.4%	9.8%	27.9%	208.0%
OpFCF/EV	8.3%	-16.3%	-3.6%	9.4%	36.0%	-159.3%
Payout ratio	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Dividend yield (gross)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EV AND MKT CAP (EURm)	12/2021	12/2022	12/2023	12/2024e	12/2025e	12/2026e
Price** (EUR)	1.36	2.41	4.20	3.84	3.84	3.84
Outstanding number of shares for main stock	10.1	11.8	14.1	14.1	14.1	14.1
Total Market Cap	13.7	28.4	59.1	54.0	54.0	54.0
Gross Financial Debt (+)	15.8	16.3	14.9	23.3	29.2	0.0
Cash & Marketable Securities (-)	-0.9	-2.9	-2.7	-20.4	-41.4	-124.5
Net Financial Debt	14.9	13.5	12.2	2.9	-12.2	-124.5
Lease Liabilities (+)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net Debt	14.9	13.5	12.2	2.9	-12.2	-124.5
Other EV components	0.1	0.0	-0.2	-0.2	0.0	0.0
Enterprise Value (EV adj.)	28.7	41.8	71.1	56.7	41.8	-70.5

Source: Company, GVC Gaesco Valores estimates.

Notes

* Where EBITDA (adj.) or EBITA (adj.) = EBITDA (or EBITA) +/- Non Recurrent Expenses/Income and where EBIT (adj.) = EBIT +/- Non Recurrent Expenses/Income - PPA amortisation

**Price (in local currency): Fiscal year end price for Historical Years and Current Price for current and forecasted years

***EPS (adj.) diluted = Net Profit (adj.) / Avg DIL. Ord. (+ Ord. equivalent) Shs. EPS (reported) = Net Profit reported / Avg DIL. Ord. (+ Ord. equivalent) Shs.

Sector: Materials, Construction & Infrastructure/Construction

Company Description: CLERHP provides structure engineering and construction in building activity. Also executes a big housing development in Dominican Republic.

European Coverage of the Members of ESN 1/2

Automobiles & Parts	Mem(*)	Piaggio	BAK	Bonduelle	CIC	Cnh Industrial	BAK
Brembo	BAK	Richemont	CIC	Campani	BAK	Corticeira Amorim	CBI
Cie Automotive	GVC	Smcp	CIC	Carlsberg As-B	CIC	Ctt	CBI
Ferrari	BAK	Swatch Group	CIC	Danone	CIC	Danieli	BAK
Forvia	CIC	Technogym	BAK	Diageo	CIC	Dassault Aviation	CIC
Gestamp	GVC	Trigano	CIC	Ebro Foods	GVC	Datalogic	BAK
Landi Renzo	BAK	Ubisoft	CIC	Fleury Michon	CIC	De Nora	BAK
Michelin	CIC	Energy	Mem(*)	Heineken	CIC	Desa	GVC
Opmobility	CIC	Averne Group	CIC	Italian Wine Brands	BAK	Edenred	CIC
Pirelli & C.	BAK	Cgg	CIC	Lans on-Boc	CIC	Eleonor	GVC
Renault	CIC	Eni	BAK	Laurent Perrier	CIC	Elis	CIC
Sogefi	BAK	Galp Energia	CBI	Ldc	CIC	Enav	BAK
Stellantis	BAK	Gas Plus	BAK	Lindt & Sprüngli	CIC	Enogia	CIC
Valeo	CIC	Gtt	CIC	Nestle	CIC	Exel Industries	CIC
Banks	Mem(*)	Maurel Et Prom	CIC	Orsero	BAK	Fincantieri	BAK
Banco Sabadell	GVC	Pic	BAK	Pernod Ricard	CIC	Getlink	CIC
Banco Santander	GVC	Repsol	GVC	Remy Cointreau	CIC	Global Dominion	GVC
Bankinter	GVC	Rubis	CIC	Tipiak	CIC	Haulotte Group	CIC
Bbva	GVC	Saipem	BAK	Vs cofan	GVC	Interpump	BAK
Bnp Paribas	CIC	Technip Energies	CIC	Vranken	CIC	Legrand	CIC
Caixabank	GVC	Tecnicas Reunidas	GVC	Healthcare	Mem(*)	Leonardo	BAK
Credem	BAK	Tenaris	BAK	Amplifon	BAK	Lisi	CIC
Credit Agricole Sa	CIC	Totalenergies	CIC	Atrys Health	GVC	Logista	GVC
Intesa Sanpaolo	BAK	Vallourec	CIC	Biomerieux	CIC	Manitou	CIC
Societe Generale	CIC	Fin. Serv. Holdings	Mem(*)	Dias orin	BAK	Nbi Bearings Europe	GVC
Unicaja Banco	GVC	Cir	BAK	El En.	BAK	Nexans	CIC
Basic Resources	Mem(*)	Corp. Financiera Alba	GVC	Essilorluxottica	CIC	Nicolas Correa	GVC
Acerinox	GVC	Eurazeo	CIC	Eurofins	CIC	Osai	BAK
Altri	CBI	First Capital	BAK	Fine Foods	BAK	Prosegur	GVC
Arcelormittal	GVC	Gbl	CIC	Genfit	CIC	Prosegur Cash	GVC
Ence	GVC	Peugeot Invest	CIC	Gpi	BAK	Prysmian	BAK
The Navigator Company	CBI	Tip Tamburi Investment Partners	BAK	Guerbet	CIC	Rexel	CIC
Tubacex	GVC	Wendel	CIC	Imd	BAK	Saes	BAK
Chemicals	Mem(*)	Fin. Serv. Industrials	Mem(*)	Ipsen	CIC	Safran	CIC
Air Liquide	CIC	Dovalue	BAK	Prim Sa	GVC	Salcef	BAK
Arkema	CIC	Euronext	CIC	Reordati	BAK	Schneider Electric Se	CIC
Mgis	BAK	Nexi	BAK	Sartorius Stedim	CIC	Talgo	GVC
Plásticos Compuestos	GVC	Tinxta	BAK	Vetoquinol	CIC	Teleperformance	CIC
Consumer Products & Services	Mem(*)	Financial Services Banks	Mem(*)	Virbac	CIC	Thales	CIC
Abeo	CIC	Amundi	CIC	Vytrus Biotech	GVC	Tikehau Capital	CIC
Beneteau	CIC	Anima	BAK	Industrial Goods & Services	Mem(*)	Verallia	CIC
Capelli	CIC	Azimut	BAK	Airbus Se	CIC	Vidrala	GVC
De Longhi	BAK	Banca Generali	BAK	Als tom	CIC	Zignago Vetro	BAK
Fila	BAK	Banca Ifis	BAK	Antin Infrastructure	CIC	Insurance	Mem(*)
Geox	BAK	Banca Mediolanum	BAK	Applus	GVC	Axa	CIC
Givaudan	CIC	Banca Sistema	BAK	Arteche	GVC	Catalana Occidente	GVC
Groupe Seb	CIC	Bff Bank	BAK	Avio	BAK	Generali	BAK
Hermes Intl.	CIC	Dws	CIC	Biesse	BAK	Linea Directa Asesguradora	GVC
Hexsom	CIC	Fincoobank	BAK	Bollore	CIC	Mapfre	GVC
Interparfums	CIC	Generalfinance	BAK	Bureau Veritas	CIC	Revo Insurance	BAK
Kaufman & Broad	IAC	Illimity Bank	BAK	Caf	GVC	Materials, Construction	Mem(*)
Kering	CIC	Mediobanca	BAK	Catenon	GVC	Abp Novivelli	BAK
L'Oreal	CIC	Poste Italiane	BAK	Cellnex Telecom	GVC	Acs	GVC
Lvmh	CIC	Food & Beverage	Mem(*)	Cembre	BAK	Aena	GVC
Maisons Du Monde	CIC	Ab Inbev	CIC	Chargeurs	CIC	Ariston Holding	BAK
Ovs	BAK	Advini	CIC	Clasquin	IAC	Buzzi	BAK

29 April 2024

European Coverage of the Members of ESN 2/2

Cementir	BAK	Winfarm	CIC	Lottomatica Group	BAK
Cementos Mblins	GVC	Real Estate	Mem(*)	Melia Hotels International	GVC
Clerhp Estructuras	GVC	Igd	BAK	Nh Hotel Group	GVC
Orh	CIC	Inmobiliaria Colonial	GVC	Pluxee	CIC
Eiffage	CIC	Inversa Prime	GVC	Sicity By Car	BAK
Fcc	GVC	Ktes ios Socimi	GVC	Sodexo	CIC
Ferrovial	GVC	Lar España	GVC	Utilities	Mem(*)
Fluidra	GVC	Merlin Properties	GVC	A2A	BAK
Groupe Adp	CIC	Realia	GVC	Acciona	GVC
Groupe Poujoulat	CIC	Retail	Mem(*)	Acciona Energia	GVC
Heidelberg Materials	CIC	Aramis Group	CIC	Acea	BAK
Herige	CIC	Burberry	CIC	Audax	GVC
Holcim	CIC	Fnac Darty	CIC	Derichebourg	CIC
Imerys	CIC	Inditex	GVC	Edp	CBI
Maire Tecnimont	BAK	Unieuro	BAK	Enagas	GVC
Mbla Engil	CBI	Technology	Mem(*)	Encavis Ag	CIC
Obrascon Huarte Lain	GVC	Agile Content	GVC	Endesa	GVC
Sacyr	GVC	Almawave	BAK	Enel	BAK
Saint-Gobain	CIC	Alten	CIC	Engie	CIC
Sergeferrari Group	CIC	Amadeus	GVC	Erg	BAK
Sika	CIC	Atos	CIC	Greenvolt	CBI
Spie	CIC	Axway Software	CIC	Hera	BAK
Tarkett	CIC	Capgemini	CIC	Holaluz	GVC
Thermador Groupe	CIC	Dassault Systemes	CIC	Iberdrola	GVC
Vicat	CIC	Digital Value	BAK	Iren	BAK
Vinci	CIC	Esi Group	CIC	Italgas	BAK
Webuild	BAK	Gigas Hosting	GVC	Naturgy	GVC
Media	Mem(*)	Indra Sistemas	GVC	Neoen	CIC
Arnoldo Mondadori Editore	BAK	Izeris	GVC	Opdenenergy	GVC
Atresmedia	GVC	Lleida.Net	GVC	Redeia	GVC
Believe	CIC	Neurones	CIC	Ren	CBI
Deezer	CIC	Ovhcloud	CIC	Seche Environnement	CIC
Digital Bros	BAK	Sopra Steria Group	CIC	Snam	BAK
Fill Up Media	CIC	Spindox	BAK	Solaria	GVC
GI Events	CIC	Tier1 Technology	GVC	Solarprofit	GVC
Il Sole 24 Ore	BAK	Vs iativ	CIC	Terna	BAK
Ipsos	CIC	Vogo	CIC	Veolia	CIC
Jodecaux	CIC	Worldline	CIC	Volitalia	CIC
Lagardere	CIC	Telecommunications	Mem(*)		
MB	CIC	Bouygues	CIC		
Mogroup	GVC	Nos	CBI		
Nrj Group	CIC	Orange	CIC		
Prisa	GVC	Parlem Telecom	GVC		
Publicis	CIC	Telefonica	GVC		
Tf1	CIC	Unidata	BAK		
Universal Music Group	CIC	Travel & Leisure	Mem(*)		
Vivendi	CIC	Accor	CIC		
Vocento	GVC	Compagnie Des Alpes	CIC		
Personal Care, Drug & Grocery	Mem(*)	Edreams Odigeo	GVC		
Bic	CIC	Elior	CIC		
Carrefour	CIC	Fdj	CIC		
Casino	CIC	Groupe Paribouche	IAC		
Jeronimo Martins	CBI	Hunyuers	CIC		
Marr	BAK	I Grandi Viaggi	BAK		
Sonae	CBI	Ibersol	CBI		
Unilever	CIC	Int. Airlines Group	GVC		

29 April 2024

LEGEND:	BAK: Banca Akros	CIC: CIC Market Solutions	CBI: Caixa-Banco de Investimento	GVC: GVC Gaesco Valores
---------	------------------	---------------------------	----------------------------------	-------------------------

List of ESN Analysts (**)

Andrea Belloli	BAK	+39 02 4344 4037	andrea.belloli@bancaakros.it
Gianmarco Bonacina	BAK	+39 02 4344 4065	gianmarco.bonacina@bancaakros.it
Andrea Bonfà	BAK	+39 02 4344 4269	andrea.bonfa@bancaakros.it
Arnaud Cadart	CIC	+33 1 53 48 80 84	arnaud.cadart@cic.fr
Pierre Chédeville	CIC	+33 1 53 48 80 97	pierre.chedeville@cic.fr
Emmanuel Chevalier	CIC	+33 1 53 48 80 72	emmanuel.chevalier@cic.fr
David Da Maia	CIC	+33 1 53 48 89 36	david.damaia@cic.fr
Dominique Descours	CIC	+33 1 53 48 81 12	dominique.descours@cic.fr
Christian Devismes	CIC	+33 1 53 48 80 85	christian.devismes@cic.fr
Hervé Drouet	CIC	+33 1 53 48 23 45	herve.drouet@cic.fr
Enrico Esposti, CIIA	BAK	+39 02 4344 4022	enrico.esposti@bancaakros.it
Rafael Fernández de Heredia	GVC	+34 91 436 78 08	rafael.fernandezdeheredia@gvgaesco.es
Gian Marco Gadini	BAK	+39 02 4344 4236	gianmarco.gadini@bancaakros.it
Gabriele Gambarova	BAK	+39 02 43 444 289	gabriele.gambarova@bancaakros.it
Ebrahim Homani	CIC	+33 1 53 48 80 94	ebrahim.homani@cic.fr
Carlos Jesus	CBI	+351 21 389 6812	carlos.jesus@caixabi.pt
Eric Lemarié	CIC	+33 1 53 48 64 25	eric.lemarie@cic.fr
João Miguel Lourenço	CBI	+35 121 389 6841	joao.lourenco@caixabi.pt
Marisa Mazzo, Ph.D, CFA	GVC	+34 91 436 7817	marisa.mazzo@gvgaesco.es
Carmen Novel	BAK	+39 02 4344 4595	carmen.novel@bancaakros.it
Arnaud Palliez	CIC	+33 1 41 81 74 24	arnaud.palliez@cic.fr
Victor Peiro Pérez	GVC	+34 91 436 7812	victor.peiro@gvgaesco.es
Juan Peña	GVC	+34 91 436 78 16	juan.pena@gvgaesco.es
Alexandre Plaud	CIC	+33 1 53 48 80 90	alexandre.plaud@cic.fr
Francis Prêtre	CIC	+33 4 78 92 02 30	francis.pretre@cic.fr
Eric Ravary	CIC	+33 1 53 48 80 71	eric.ravary@cic.fr
Iñigo Recio Pascual	GVC	+34 91 436 7814	inigo.recio@gvgaesco.es
Jean-Luc Romain	CIC	+33 1 53 48 80 66	jeanluc.romain@cic.fr
Virginie Royère, CFA	CIC	+33 1 53 48 76 52	virginie.royere@cic.fr
Paola Saglietti	BAK	+39 02 4344 4287	paola.saglietti@bancaakros.it
Francesco Sala	BAK	+39 02 4344 4240	francesco.sala@bancaakros.it
Luigi Tramontana	BAK	+39 02 4344 4239	luigi.tramontana@bancaakros.it

(**) excluding: strategists, macroeconomists, heads of research not covering specific stocks, credit analysts, technical analysts

Information regarding Market Abuse and Conflicts of Interests and recommendation history available in our web page: www.gvcgaesco.es. GVC Gaesco Valores S.V., S.A., is a company regulated by the CNMV and is registered under number 182 in the Official Register of Securities Companies and Agencies of the CNMV.

All the information contained in this report has been compiled and prepared in good faith by GVC Gaesco Valores S.V., S.A. from sources we believe to be reliable (including public accounts and audits). The opinions expressed in this report are those of our research department at the time of publication and may be changed at any time without notice and without communication. There is no scheduled frequency for updating the recommendations. The recommendation contained in this document has not been communicated in advance to the issuer. This document does not constitute an invitation to buy or sell securities. GVC Gaesco Valores S.V., S.A. accepts no responsibility for the use of this report. GVC Gaesco Valores S.V., S.A. has no proprietary investment positions in the securities mentioned in this report. There may be a business relationship between GVC Gaesco Valores S.V., S.A., and the issuer on which this report is issued, and if so, this is detailed in the following section. This and other documents are only one source of information, among others, which is not intended in itself to constitute an investment decision tool. In no way can this or any other analysis documents produced by us be used for investment decisions. Each investor is responsible for his or her own decisions and this document or others are only a source of supplementary information. This document has been distributed only to professional, qualified and selected investors or potential investors and has not been distributed in a generic form. Any use of this document implies an understanding and explicit acceptance of these warnings.

As of the date of this report, GVC Gaesco Valores S.V., S.A.,

- acts as registered advisor, agent or liquidity provider for the following companies: Catenon SA; Clever Global SA; Facephi Biometria SA., Griñó Ecologic SA, NBI Bearings Europe S.A.; Trajano Iberia (Socimi), SA; IFFE Futura, S.A.; Secuoya Grupo de Comunicación SA; Mercal Inmuebles (Socimi); TIER1 Technology; Excem Capital Partners Sociedad de Inversión Residencial (Socimi YEXR); Agile Content; Holaluz Clidom SA; S.A. Pangaea Oncology, S.A.; Investment Media Optimization S.A., Inmobiliaria del Sur S.A., Club de Futbol Intercity, S.A.D (CITY); Profithol S.A. (SPH); Vytrus Biotech.; Labiana Health, S.A.; Axon Partners Group, S.A., Biotechnology Assets S.A., Grupo Greening 2022, S.A.; Ktesios Real Estate Socimi, S.A., Gigas Hosting, S.A., Parlem Telecom, S.A., Vanadi Coffee
- has participated and/or participates as lead or co-lead manager in corporate operations with the following companies Plásticos Compuestos SA; Holaluz Clidom SA; ASPY Global Services, S.A; The Nimo's Holding; Parlem Telecom Companyia de Telecomunicaciones SA; Inversa Prime Socimi SA; Profithol S.A. (SPH); Hannum S.A., OPDEnergy Holding S.A; Labiana Health S.A., Axon Partners Group S.A., Deoleo S.A., Audasa, S.A., Agile Content, S.A, GIGAS Hosting, S.A., TIER 1 Technology, S.A., Atrys Health, S.A, Pangea Oncology, S.A, Obras y Servicios COPASA, Inmobiliaria del Sur, S.A.G
- has a liquidity contract as outlined by the CNMV's Circular 1/2017 with: Melia Hotels International; Española de Viviendas en Alquiler S.A. (CEVASA); ENCE Energia y Celulosa; Cementos Molins; Desarrollo Especiales de Sistemas de Anclaje, S.A. (DESA).
- has signed a Corporate Brokerage agreement that includes a contractually agreed provision of research services that in return, GVC Gaesco Valores receives a compensation. These reports (sponsored) may/could have been previously shown to the companies: Atrys Health; Audax Renovables; Gigas Hosting; Vytrus Biotech; Nicolás Correa; Prim; Ktesios, Cementos Molins.

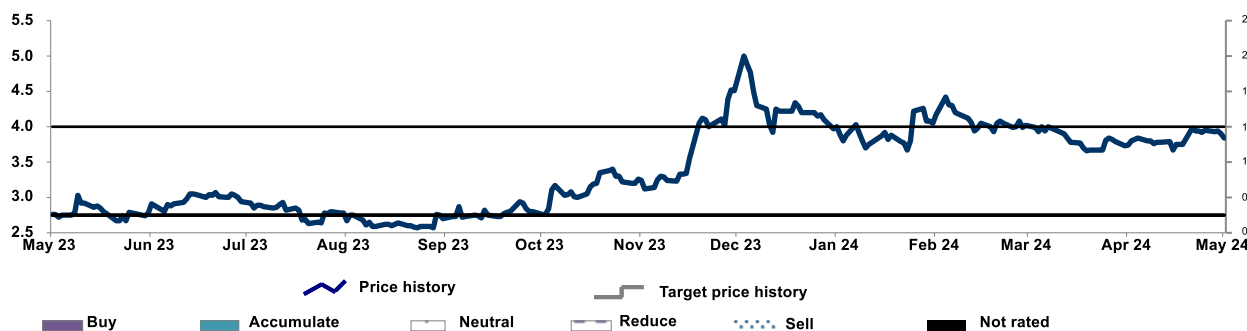
Recommendation history for CLERHP ESTRUCTURAS

Date	Recommendation	Target price	Price at change date
11-Nov-22	Not rated		1.92
02-Nov-21	Rating Suspended		1.17

Source: Factset & ESN, price data adjusted for stock splits.

This chart shows GVC Gaesco Valores continuing coverage of this stock; the current analyst may or may not have covered it over the entire period.

Current analyst: Rafael Fernández de Heredia (since 01/12/2018)



ESN Recommendation System

The ESN Recommendation System is **Absolute**. It means that each stock is rated based on **total return**, measured by the upside/downside potential (including dividends and capital reimbursement) over a **12-month time horizon**. The final responsible of the recommendation of a listed company is the analyst who covers that company. The recommendation and the target price set by an analyst on one stock are correlated but not totally, because an analyst may include in its recommendation also qualitative elements as market volatility, earning momentum, short term news flow, possible M&A scenarios and other subjective elements.



The ESN spectrum of recommendations (or ratings) for each stock comprises 5 categories: **Buy (B), Accumulate (A), Neutral (N), Reduce (R) and Sell (S)**.

Furthermore, in specific cases and for a limited period of time, the analysts are allowed to rate the stocks as **Rating Suspended (RS)** or **Not Rated (NR)**, as explained below.

Meaning of each recommendation or rating:

- **Buy:** the stock is expected to generate total return of **over 15%** during the next 12 months
- **Accumulate:** the stock is expected to generate total return of **5% to 15%** during the next 12 months
- **Neutral:** the stock is expected to generate total return of **-5% to +5%** during the next 12 months
- **Reduce:** the stock is expected to generate total return of **-5% to -15%** during the next 12 months
- **Sell:** the stock is expected to generate total return **under -15%** during the next 12 months
- **Rating Suspended:** the rating is suspended due to: a) a capital operation (take-over bid, SPO, etc.) where a Member of ESN is or could be involved with the issuer or a related party of the issuer; b) a change of analyst covering the stock; c) the rating of a stock is under review by the Analyst.
- **Not Rated:** there is no rating for a stock when there is a termination of coverage of the stocks or a company being floated (IPO) by a Member of ESN or a related party of the Member.

Note: a certain flexibility on the limits of total return bands is permitted especially during higher phases of volatility on the markets

GVC Gaesco Valores, S.V., S.A. Ratings Breakdown

Recommendation	Nr. of stocks covered	%
Buy	63	79%
Accumulate	7	9%
Neutral	8	10%
Reduce	1	1%
Sell	1	1%

For full ESN Recommendation and Target price history (in the last 12 months), please see ESN Website

Date and time of production: **10 May 2024 12**

First date and time of dissemination: **10 May 2024**

Disclaimer:

These reports have been prepared and issued by the Members of European Securities Network LLP ('ESN'). ESN, its Members and their affiliates (and any director, officer or employee thereof), are neither liable for the proper and complete transmission of these reports nor for any delay in their receipt. Any unauthorised use, disclosure, copying, distribution, or taking of any action in reliance on these reports is strictly prohibited. The views and expressions in the reports are expressions of opinion and are given in good faith, but are subject to change without notice. The views expressed in this research report accurately reflect the research analyst's personal views about the subject securities and issuers. These reports may not be reproduced in whole or in part or passed to third parties without permission. The information herein was obtained from various sources. ESN, its Members and their affiliates (and any director, officer or employee thereof) do not guarantee their accuracy or completeness, and neither ESN, nor its Members, nor its Members' affiliates (nor any director, officer or employee thereof) shall be liable in respect of any errors or omissions or for any losses or consequential losses arising from such errors or omissions. Neither the information contained in these reports nor any opinion expressed constitutes an offer, or an invitation to make an offer, to buy or sell any securities or any options, futures or other derivatives related to such securities ('related investments'). These reports are prepared for the professional clients of the Members of ESN only. They do not have regard to the specific investment objectives, financial situation and the particular needs of any specific person who may receive any of these reports. Investors should seek financial advice regarding the appropriateness of investing in any securities or investment strategies discussed or recommended in these reports and should understand that statements regarding future prospects may not be realised. Investors should note that income from such securities, if any, may fluctuate and that each security's price or value may rise or fall. Accordingly, investors may receive back less than originally invested. Past performance is not necessarily a guide to future performance. Foreign currency rates of exchange may adversely affect the value, price or income of any security or related investment mentioned in these reports. In addition, investors in securities such as ADRs, whose value are influenced by the currency of the underlying security, effectively assume currency risk. ESN, its Members and their affiliates may submit a pre-publication draft (without mentioning neither the recommendation nor the target price/fair value) of its reports for review to the Investor Relations Department of the issuer forming the subject of the report, solely for the purpose of correcting any inadvertent material inaccuracies. Like all members employees, analysts receive compensation that is impacted by overall firm profitability. Unless otherwise specified in the research report, no part of the research analyst's compensation was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views contained in the research report. For further details about the analyst certification, the specific risks of the company and about the valuation methods used to determine the price targets included in this report/note, please refer to the specific disclaimer pages prepared by the ESN Members. In the case of a short note please refer to the latest relevant published research on single stock or contact the analyst named on the front of the report/note for detailed information on the valuation methods, earning estimates and risks. A full description of all the organisational and administrative measures taken by the Members of ESN to manage interest and conflicts of interest are available on the website of the Members or in the local disclaimer of the Members or contacting directly the Members. Research is available through the ESN Members sales representative. ESN and/or ESN Members will provide periodic updates on companies or sectors based on company-specific developments or announcements, market conditions or any other publicly available information. Unless agreed in writing with an ESN Member, this research is intended solely for internal use by the recipient. Neither this document nor any copy of it may be taken or transmitted into Australia, Canada or Japan or distributed, directly or indirectly, in Australia, Canada or Japan or to any resident thereof. This document is for distribution in the U.K. only to persons who have professional experience in matters relating to investments and fall within article 19(5) of the financial services and markets act 2000 (financial promotion) order 2005 (the "order") or (ii) are persons falling within article 49(2)(a) to (d) of the order, namely high net worth companies, unincorporated associations etc (all such persons together being referred to as "relevant persons"). This document must not be acted on or relied upon by persons who are not relevant persons. Any investment or investment activity to which this document relates is available only to relevant persons and will be engaged in only with relevant persons. The distribution of this document in other jurisdictions or to residents of other jurisdictions may also be restricted by law, and persons into whose possession this document comes should inform themselves about, and observe, any such restrictions. By accepting this report, you agree to be bound by the foregoing instructions. You shall indemnify ESN, its Members and their affiliates (and any director, officer or employee thereof) against any damages, claims, losses, and detriments resulting from or in connection with the unauthorized use of this document. For disclosure upon "conflicts of interest" on the companies under coverage by all the ESN Members, on the "interests" and "conflicts" of the analysts and on each "company recommendation history", please visit the ESN website

www.esnpartnership.eu

or refer to the local disclaimer of the Members, or contact directly the Members:

www.bancaakros.it regulated by the CONSOB - Commissione Nazionale per le Società e la Borsa

www.caixabi.pt regulated by the CMVM - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

www.cic-marketsolutions.eu regulated by the AMF - Autorité des marchés financiers

www.gvcgaesco.es regulated by the CNMV - Comisión Nacional del Mercado de Valores

Members of ESN (European Securities Network LLP)



CIC Market Solutions
6, avenue de Provence
75441 Paris - Cedex 09
France
Phone: +33 1 5348 8193



GVC Gaesco Valores, S.V., S.A.
Ci- Fortuny, 17
28010 Madrid
Spain
Phone: +34 91 436 7813

