

GRUPO SAN JOSÉ

19/03/2019

Dto. Research GPM 913 191 684
research@gestionpatrimonios.com

Último precio	6,75€	COMPRAR
Precio objetivo	10,21€/acc.	
Potencial	51%	

San José, mucho más que proyecto Chamartín

Construcción: Grupo San José desde su creación ha conseguido situarse como un referente mundial en el sector. La experiencia y equipo que ha ido adquiriendo a lo largo de estos años, ha conseguido situar al grupo como uno de los más prestigiosos en este nicho de mercado, y lo más importante, más rentable. Analizando los datos de la compañía en las últimas dos décadas, y aislando esta parte de negocio del resto del grupo, siempre, incluso durante la crisis inmobiliaria, fue rentable, generando *cash flow* positivo y deuda negativa, control sobre cobros con un índice de impagos muy por debajo de la media del sector y sobre todo rentabilidades de un dígito prácticamente constantes.

El proyecto "Madrid Nuevo Norte" cada vez más cerca: Años de inversión y espera de uno de los proyectos más importantes no solo de España, de Europa a nivel urbanístico. La politización del mismo y la crisis inmobiliaria, ha hecho que su puesta en marcha se retrase, pero el pasado octubre el gobierno de Carmena aprobó de forma inicial Madrid Nuevo Norte, abriendo el periodo de información pública antes de ser debatido en el Pleno para la final puesta en marcha. Todo esto conlleva un gran valor para el grupo, no solo por los futuribles a nivel construcción sino también por la valoración de un activo que en balance está muy por debajo de su valor real atendiendo a los precios actuales de m2 de oficina en la zona.

Sudamérica y Abu Dabi: Zonas estratégicas de crecimiento de la sociedad en la época de la crisis española, y que ha servido al grupo para posicionarse como uno de los constructores de referencia en edificación, pero especialmente en edificación tanto residencial como no residencial a nivel mundial, clientes estratégicos y una política de expansión vía generación de ebitda deuda 0.

Fin de aventuras inmobiliarias, diversificación no estratégica: El grupo tras aventuras desafortunadas en inmobiliario residencial con la compra de Parquesol, ha diversificado en sectores como energético o servicios, desde un punto de vista complementario a la actividad principal que es la construcción, son puertas de entrada, no un fin. Esto nos permite mejorar la valoración del grupo a nivel riesgo, siendo el inmobiliario un sector cíclico y con alto apalancamiento, eliminamos gran parte de la volatilidad del precio futuro del grupo.

Deuda: 2019 y 2020 son años claves para Grupo San José para la reestructuración final de su deuda, creemos que la compañía será capaz de abordar con éxito y condiciones ventajosas la misma, despejando, la que hoy por hoy, es el peor de los ratios de la compañía.

Nombre de valor	
ISIN	ES0105121000
NIF	A-36046993
Ticker	GSJ
Acciones en circulación	65.026.083
Valor Nominal	0,03€

Datos de Mercado		
Capitalización	401.861.192€	
Precio salida	20/07/2009	12,86€
Último precio	19/03/2019	6,75€
Periodo 2019	Precio máximo 6,2700€	Precio mínimo 4,5850€
Periodo 2018	Precio máximo 6,0900€	Precio mínimo 3,2400€
Volumen (miles acc.)	4.971	
Efectivo (miles €)	28.099	

Rey Principales Accionistas	
Jacinto Rey González	48,291%
Julia Sánchez Ávalos	7,829%
María de las Virtudes Sánchez Ávalos	7,819%



ROA, para que una empresa sea valorada positivamente debe ser superior aproximadamente al 5%.

ROE, beneficio de la empresa por cada euro, si es:

$ROE > ROA$, significa que el hecho de haber financiado parte del activo empresarial con deuda ha supuesto el crecimiento de la rentabilidad financiera.

$ROE = ROA$, significa que la totalidad del activo se ha financiado con fondos propios sin acudir a la deuda.

$ROE < ROA$, la deuda que se ha utilizado para financiar el activo supera la rentabilidad económica.

Datos financieros a 31 de diciembre	2016	2017	2018
Cifra de negocio (miles €)	613.394 €	682.868 €	758.423 €
EBITDA (miles €)	45.925 €	46.259 €	51.680 €
Amortización y depreciación (miles €)	-20.850 €	-15.197 €	-10.649 €
EBIT (miles €)	25.076 €	31.062 €	41.031 €
Gastos financieros (miles €)	-6.229 €	-6.158 €	-8.766 €
Impuestos (miles €)	-11.636 €	-10.127 €	-8.828 €
Resultado Neto (miles €)	8.072 €	12.266 €	18.168 €
Activos (miles €)	1.022.619 €	964.376 €	995.797 €
Inmovilizado Material (miles €)	45.900 €	45.349 €	71.033 €
DFN (miles €)	97.144 €	66.704 €	35.671 €
Acciones en Circulación	65.026.083	65.026.083	65.026.083
Volumen (miles acc.)	119.561	92.077	33.614
Beneficio por Acción- BPA	0,16 €	0,18 €	0,27 €
PER	20,19	34,33	19,63
Cifra de negocio por Acción	0,009	0,011	0,012
EBITDA por Acción	0,001	0,001	0,001
FCF por Acción	0,0011	0,0009	0,0021
Valor contable por Acción	-0,0003	-0,0004	-0,0001
EV/EBITDA	6,69	8,13x	8,47
Debt/EBITDA	2,12	1,44	0,69
Margen EBITDA	7,49%	6,77%	6,81%
Deudas por Recursos propios	-4,29	-2,35	-5,82
Return on Assets (ROA)	0,79%	1,27%	1,82%
Return on Equity (ROE)	-35,67%	-43,24%	28,50%

INDICE

1. TESIS DE INVERSIÓN.....	3
2. DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA	4
3. LÍNEA DE NEGOCIO	7
3.1 Construcción	7
3.1.1 Línea de negocio construcción (89% de las ventas y 71% EBITDA)	7
3.1.2 Evolución del sector construcción	9
3.1.3 Estrategias de crecimiento	13
3.1.4 Grandes desarrollos urbanísticos y principales adjudicaciones de obra	14
3.2 Energía-medioambiente	19
3.2.1 Línea de negocio energía-medioambiente (1,3% de las ventas y 5,2% EBITDA).....	19
3.3 Concesiones y servicios.....	20
3.3.1 Línea de negocio concesiones y servicios (6,7% de las ventas y 4,4% EBITDA)	20
3.4 Inmobiliaria	21
3.4.1 Línea de negocio inmobiliario (0,5% de las ventas y 0,1% EBITDA).....	21
3.4.2 Estrategia de crecimiento	21
3.5 Resto de actividades.....	22
3.5.1 Comercial y otras líneas de negocio (2,4% de las ventas y 19,3% EBITDA)	22
3.6 Negocio internacional (51% de las ventas, 43% de la cartera)	22
4. ESTRATEGIA Y CLAVES DE CRECIMIENTO	25
5. FACTORES DE RIESGO	26
6. ANÁLISIS FINANCIERO	27
6.1 Cuenta de resultados y estimaciones.....	27
6.3 Tablas comparativas sectoriales y ratios.....	31
7. VALORACIÓN DEL GRUPO SAN JOSÉ	32
7.1 Actividad construcción.....	32
- Proyectos singulares.....	32
7.3 Actividad promoción y comercial	32
7.4 Actividad Energía, servicios y concesiones	33
7.5 Créditos fiscales.....	33
7.6 Valoración del Grupo San José	33
8. GLOSARIO	34
9. DISCLAIMER	36

1. TESIS DE INVERSIÓN

Grupo San José, fundado en 1962, es una compañía constructora, con diversificación en los sectores de construcción, servicios, energía y medio ambiente principalmente, y con presencia en diversos países a nivel internacional de gran relevancia. Séptima constructora nacional (4º en el ranking sectorial y en la construcción de edificios residenciales según ventas) y tras los nuevos proyectos llevados a cabo (p.e. el museo del Louvre en Abu Dabi ya construido y la reforma integral del Ritz de Madrid), es uno de los mayores grupos españoles del sector de la construcción. Tras la política aplicada de diversificación durante los últimos ejercicios, el mix de negocio -a fecha de este informe- del Grupo San José está compuesto por cinco líneas: la principal es construcción (89,1% del total de ingresos), energía y medioambiente (1,3%), concesiones y servicios (6,7%) e inmobiliario, comercial y otros (0,5% y 2,4% respectivamente). Cuenta como accionista principal a Jacinto Rey González con una participación total del 48,291% de la compañía.

GSJ, un grupo líder constructor apuesta por consolidar y expandir su principal línea de negocio y potenciar su cartera de pedidos. El grupo alcanzó un importe de la cifra de negocios en construcción de €675,97mn en 2018 y un EBITDA de €36,69mn. Los márgenes por línea de negocio se han mantenido planos respecto a los previstos para 2018. Por otro lado, cuenta con un aumento de su cliente

La inversión en Grupo San José supone confiar en la capacidad del experimentado equipo gestor para, basados en el conocimiento del mercado y los valiosos activos de la compañía, afrontar cuatro grandes retos:

- ✓ Finalizar el proyecto de estructuración de deuda a largo de la compañía
- ✓ Centrar su actividad en la construcción, mejorando la calidad y márgenes de los proyectos
- ✓ Incremento de su cartera de contratación
- ✓ Poner en valor el proyecto “Madrid Nuevo Norte”

Consideramos que los factores de riesgo, que entramos a analizar en el interior del informe son:

- **Los riesgos asociados a la diversificación geográfica y por negocios**, debido a la dependencia del número de contratos en algunas líneas de actividad.
- **El riesgo financiero**, porque el grupo a pesar de tener una posición neta de tesorería positiva en balance (€23,4mn) a cierre de 2018, no incluye una posible conversión en 2019*.
- **Poca difusión del valor**, esto dificulta llegar a un mayor número de accionistas y por lo tanto incrementar la liquidez del valor.

Valoramos GSJ en €10,21/acc. y recomendamos COMPRAR.

**NOTA: Tiene 450 de deuda financiera bruta. De los cuales 110 son convertibles, 110 de bonos de chile (pagan mediante flujos del negocio), 200 (comentado en la página 5), y 26 en varios. Tienen pequeños proyectos finance que se podría entender como deuda circulante. Tienen 280 en caja, pero no lo utilizan para pagarlo por diversos motivos: Muchas obras se deben pagar mediante anticipo, todos los países a excepción de India se financian por avales y el bono de chile cuenta con una reserva (AAA), bilateral.*

privado, el cual supone un 57% frente al 44% de cierre de 2017.

Su presencia internacional ha sido creciente en los últimos años, suponiendo en el área de construcción un 53% del total de esta línea a cierre de 2018. Su cartera total contratada a cierre de este ejercicio es de €1.916mn, correspondiendo 818 al mercado internacional (43%). Aproximadamente el 80% de los ingresos internacionales del área de construcción provienen de Portugal, Abu Dabi y Chile, lo que suponen un 40% de los ingresos totales.

Es especialmente relevante su participación del 24 % en el proyecto Madrid Nuevo Norte (MNN), conocida anteriormente como Operación Chamartín, y que ha sido aprobado el informe de medio ambiente y quedando pendiente de aprobar el proyecto por la Comunidad de Madrid. La operación supone 2,66mn m2, la construcción de unas 10.510 viviendas (2.100 protegidas), una extensión natural de 251.225 m2, oficinas e infraestructuras ferroviarias.

El Grupo San José centra su estrategia en estos últimos años, no sólo en su cartera de pedidos, sino en la calidad y notoriedad de los proyectos que ejecuta. Un claro ejemplo sería el museo en Abu Dabi entregado a finales del ejercicio 2017.

2. DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

El Grupo San José fue fundado en 1962 en Pontevedra, dedicada en sus comienzos a la construcción y la rehabilitación y en 1975 se convirtió en Constructora San José. Posteriormente se extendió por todo el territorio nacional e inició su exposición a nuevos países donde mantiene una actividad continuada: Portugal, Malta, Emiratos Árabes Unidos, India, México, Perú, Chile, Argentina, Paraguay y Cabo Verde.

Es la séptima constructora nacional, centrada en actividades con un alto nivel de especialización y alto valor añadido. De sus proyectos podemos destacar desde hospitales como El Carmen Dr. Luis Valentín Ferrada de Maipú (Chile) hasta proyectos singulares como la reforma del Hotel Ritz de Madrid o el museo Louvre de Abu Dabi.

ACCIONARIADO

Presidente/CEO

Jacinto Rey Gonzalez

Vicepresidente

Jacinto Rey Laredo

Vocal Consejo de Administración

D. Sunil Kanoira

D. Enrique Martín Rey

Dª Altina de Fátima Sebastián González

D. Ramón Barral Andrade

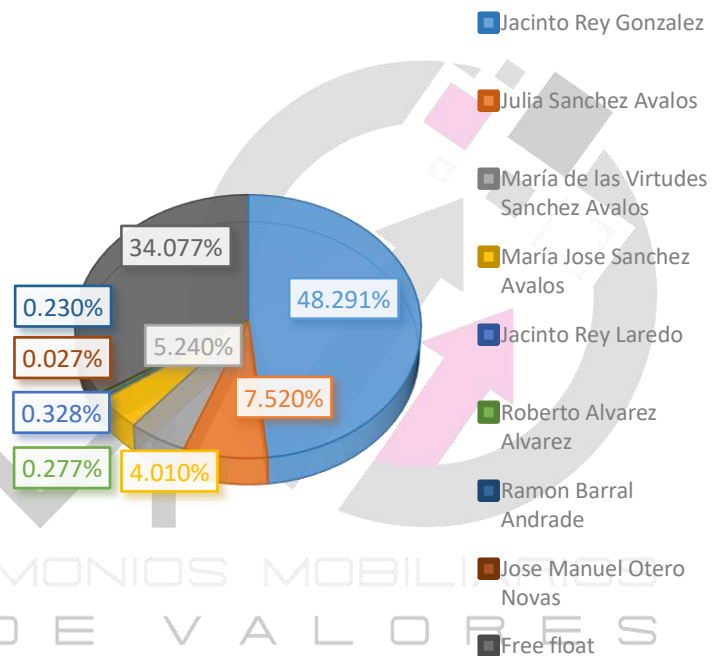
D. José Manuel Otero Novas

D. Roberto Álvarez Álvarez

D. Javier Rey Laredo

D. Nasser Homaid Salem Ali Alderei

D. Guillermo E. Nielsen

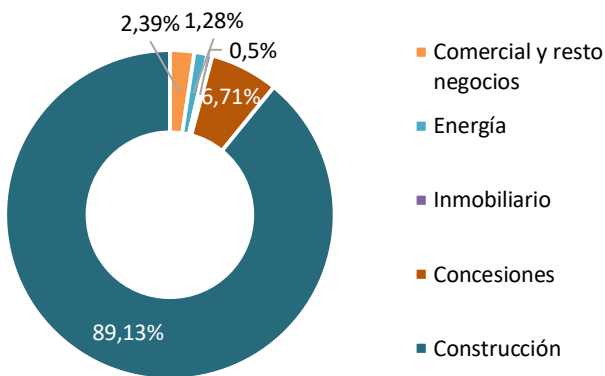


Como se puede observar en el gráfico, Jacinto Rey (48,3%) junto a la familia Ávalos (16,7%) controlan aproximadamente el 65% de la compañía, la figura como vicepresidente de Jacinto Rey Laredo nos indica que no sólo es una empresa familiar y con total control accionario, sino una empresa donde además hay una segunda generación implicada en la misma. Estos factores podrían repercutir positivamente a la hora de realizar la valoración, ya que transmite cierta seguridad sobre la dirección estratégica de la empresa.

Su principal área de actividad es la construcción, ejerciendo las demás como líneas complementarias: energía y medio ambiente, concesiones y servicios y otras inversiones, todas ellas explicadas posteriormente en profundidad.

Durante este último trimestre, destacamos que San José ha entrado en el ranking proporcionado por Deloitte de las 100 mejores constructoras mundiales y en la revista estadounidense ENR (*Engineering News-Record*) ha situado a la compañía en la posición 137 del *ENR Top 250 Internacional Contractors*, esto supone un ascenso de 18 posiciones respecto al ejercicio anterior. Finalmente, San José ha sido galardonada con el Premio de Construcción Sostenible a la Torre Aulario IndUVA de la Universidad de Valladolid en los "Green Solutions Awards 2018".

Ingresos por área 2018

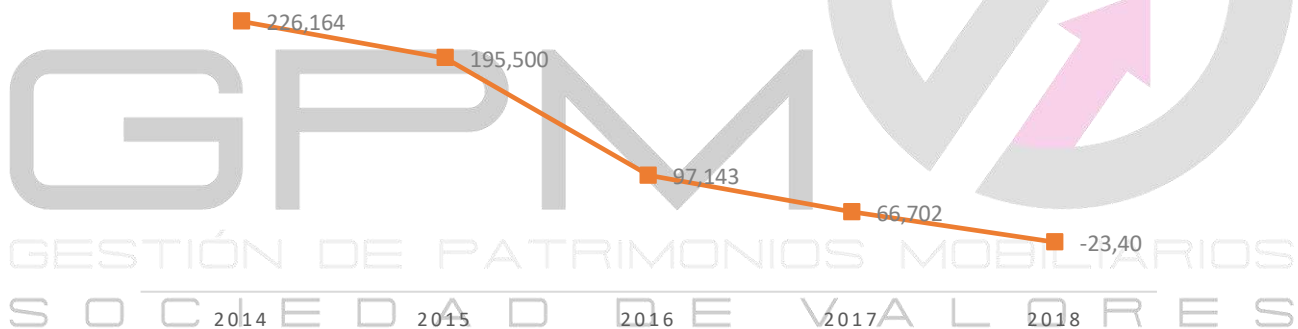


Los ingresos de la compañía han mejorado un 11,1% respecto al ejercicio 2017, alcanzando 758,4 millones de euros. Con estos resultados, la empresa continúa con el objetivo de obtener en 2021 unos ingresos totales de unos 1.000 millones, donde el segmento construcción represente el 90% de tales ingresos.

La compañía tuvo una aventura inmobiliaria en 2009 donde se fusionó con Parquesol. Esto les generó una deuda que lograron reducir considerablemente mediante la cesión a la banca de la mayoría de sus activos inmobiliarios como parte del pago. Durante este periodo San José ha reducido un 37,9% (€41,4mn) de deuda financiera respecto al cierre de 2017.

La cartera nacional representa en este periodo el 57% del total, observándose una paulatina recuperación en el último periodo y el 43% restante proviene de la cartera internacional. Todo esto supone un incremento del 17,6% de la cartera respecto al pasado 31 de diciembre de 2017. La deuda financiera neta durante los 5 últimos años se puede observar en el siguiente gráfico:

POSICIÓN NETA DE TESORERÍA (2014-2018)



Fuente: Elaboración propia, datos GSI

Bonos del mercado de Chile. El 24 de marzo de 2015, el Grupo realizó una emisión de bonos en el mercado chileno (rating AAA), a través de su sociedad participada "Sociedad Concesionaria San José-Tecnocontrol SA", por un importe total de 6.302.000 UF (unos €223 mn). Estos fondos se utilizaron principalmente para la amortización anticipada del préstamo sindicado que el Grupo obtuvo en Chile en 2011, destinado a financiar la construcción de los hospitales de Maipú y La Florida en Chile. El restante se destinó a la amortización parcial del préstamo sindicado de "Constructora San José SA", por un importe de 7 millones, así como la liquidación de los derivados financieros existentes a la fecha titularidad de "Sociedad Concesionaria San José- Tecnocontrol SA". Las cuotas son constantes, por un importe de 1.014 miles de UF y su último vencimiento será el 30 junio de 2021, con un tipo de interés medio de emisión de 3,1% y una tasa de interés media de 4%. La compañía atenderá los vencimientos de estos bonos, con la generación de caja del propio negocio en Chile, sin incurrir en desviaciones de *cash* de otros negocio o países, esto es muy positivo a la hora de valorar el negocio chileno y poder extrapolarlo en el futuro a otros países.

El flujo es fijo y no sale de la operación, debido al subsidio específico del gobierno chileno que cubre este bono de UF a un 7%. Es posible esta situación gracias al rating del bono triple A, gracias a la garantía, a las cuentas de reserva y generación de caja que tiene el Grupo San José.

Bonos mercado de Chile (miles de euros a 31/12/18)			
2019	2020	2021	Total
32.714	32.736	33.740	99.190

Financiación sindicada. En 2009, el Grupo realizó una renegociación de la totalidad de su deuda financiera (€2.210 mn) con el objetivo de acomodar las obligaciones financieras del plan de negocio 2009-2013.

Posteriormente a cierre de 2014, el Grupo y sus principales filiales formalizaron unos acuerdos complementarios a lo pactado previamente en 2009 sobre la financiación sindicada. Las condiciones de la nueva financiación se concretan a través de los siguientes contratos de financiación independientes:

Por una parte, un contrato asumido por “**Constructora San José S.A**” dividido por diferentes tramos:

El primer tramo tenía un importe inicial de €250mn del cual a 31 de diciembre de 2018 quedaba pendiente de amortizar 191,5 millones, habiendo pagado amortizaciones anticipadas por importe de 516 (2018) y 6.265 (2017) miles de euros. Con fecha 31 de enero de 2019, el Grupo ha realizado una amortización anticipada adicional por importe de 7 millones de euros.

Líneas de capital circulante puestas a disposición de la constructora y de sus sociedades dependientes incluyendo descuentos, confirming y avales:

- Tramo de descuento comercial y financiero por importe de €49mn.
- Tramo de “confirming” por €28,8mn
- Tramo de avales para la licitación y ejecución de obras por €241,4mn, estos se encuentran actualmente en torno al 40% de uso.
- Tramo de avales financieros, por €98mn para avales financieros recurrentes y USD 8mn para financieros no recurrentes.
- Tramo B, una línea de financiación adicional para el caso de ejecución de avales por €10mn.

Por otra parte, por el acuerdo marco de novación modificativa no extintiva de la deuda del Grupo, la sociedad “**Grupo Empresarial San José SA**” asumió 100 millones de deuda bancaria de carácter participativo más los intereses (de 2%, 3% para el tercer y cuarto año y 4% para el quinto) y con vencimiento *bullet* a cinco años.

La parte no atendida al vencimiento será convertible en acciones de “Grupo empresarial San José SA” con el límite del 35% del capital social actual de la Sociedad dominante al precio medio ponderado de las 20 sesiones previas al vencimiento de la deuda, correspondientes a los warrants emitidos.

El resto de la deuda a amortizar es previsible que se prorrogue su vencimiento a 2020, buscando aprovechar la situación ventajosa de tipos bajos para lo que esperamos el grupo comience la negociación del mismo en breves.

3. LÍNEA DE NEGOCIO

Líneas de negocio



Continuando con lo anterior, la línea de negocio principal del Grupo San José es la de construcción, quedando las otras áreas como complementarias para sustentar dicha actividad.

Ingresos y EBITDA GSI 2017-2018 (miles de euros)

Líneas de actividad	2018		2017	
Comercial y resto negocios	2,39%	18.115	2,4%	16.200
Energía	1,28%	9.711	1,6%	11.165
Inmobiliario	0,50%	3.761	1,0%	6.769
Concesiones	6,71%	50.875	7,0%	47.740
Construcción	89,13%	675.961	88,0%	600.994
EBITDA comercial y otros	19,26%	9.956	14,25%	6.590
EBITDA energía	5,23%	2.705	7,73%	3.576
EBITDA inmobiliaria	0,05%	27	3,86%	1.784
EBITDA concesiones	4,44%	2.297	3,49%	1.614
EBITDA construcción	71,00%	36.695	70,68%	32.695

Datos: Origen GSI

*NOTA: Se incluyen ajustes de consolidación y otros

3.1 Construcción

3.1.1 Línea de negocio construcción (89% de las ventas y 71% EBITDA)

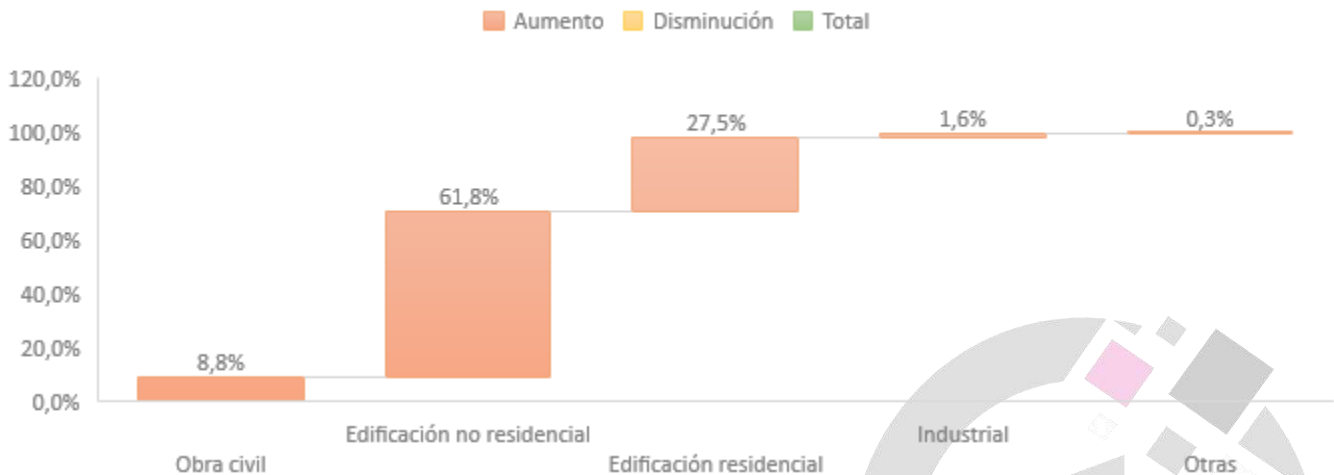
Esta actividad supone el 89,13% de la actividad total del Grupo, siendo el área de construcción que constituye el origen y la actividad principal del grupo. Es de especial relevancia mencionar que se trata de una línea que, pese a la recesión, nunca ha incurrido en pérdidas. Su EBITDA se ha situado en 36,7 millones de euros (un 71% del total) representando un margen sobre ventas de 5,4%.

Su cifra de negocios a nivel internacional durante el periodo de 2018 se sitúa en 355,7 millones de euros, lo que representan el 53% del total de ingresos de este área de actividad, frente al 47% nacional (320,2 millones euros). Se puede apreciar una continuada recuperación en esta actividad con unas ventas de 320,2 millones de euros en el mercado nacional, es decir, un aumento del 30,3% frente al ejercicio 2017.

Sitúa su cifra de ventas en construcción en €675,9mn, un 12,5% más respecto al ejercicio 2017. El resultado antes de impuestos ha crecido hasta alcanzar 28,7 millones de euros, un 113% más respecto al ejercicio precedente.

En diciembre de 2018, GSJ cuenta con una cartera total contratada de 1.916 millones de euros, de los cuales el 70% corresponde a la cartera de construcción, 1.334 millones de euros, lo que supone una mejora del 45,7% respecto a la cartera contratada al cierre de 2017, 916 millones de euros. En España, este área aporta un 47% sobre el total de ingresos de esta línea de actividad, lo cual supone unos ingresos de €320,2mn, un incremento del 30,3% respecto a 2017.

Ingresos por tipo de construcción



Cartera de construcción 2018 (millones €)		
Obra civil	169	12,7%
Edificación no residencial	829	62,1%
Edificación residencial	331	24,8%
Industrial	5	0,4%
TOTAL	1334	100%

Origen: Datos GSJ

La división de construcción se divide en **cuatro grandes áreas**:

- i) **Infraestructuras-obra civil** (carreteras, ferroviarias, aeroportuarias, hidráulicas, urbanizaciones...), que aporta el 8,8% de los ingresos del área en el ejercicio 2018 y se espera mantener para los próximos años.
- ii) **Edificación**
 - a. **No Residencial** (obras especiales, sanidad, educación, centros comerciales, museos, centros deportivos, edificios administrativos, hoteles, rehabilitación, etc.), es donde la empresa se está centrando actualmente y supone el 61,8% de los ingresos; destacando el ya construido Museo del Louvre (Abu Dabi) con una superficie de 64.000 m2 y la rehabilitación total del Hotel Ritz todavía en proceso.
 - i. **Desarrollos Urbanísticos.** Especialmente significativa su participación en el nuevo proyecto "Madrid Nuevo Norte" que supondrá la construcción de 10.510 viviendas y 2,66mn m2 de terreno, así como el Parque Lagos Transformación Urbana La Matanza (Buenos aires) con una superficie total de construcción de 1,85mn m2, 28 torres y más de 20.562 viviendas.
 - b. **Residencial-vivienda.** Esto supone al grupo el 27,5% de los ingresos y se estima que siga la misma línea en los próximos años, control total sobre cliente final para evitar riesgo de impago. Principalmente operar en España y Perú.

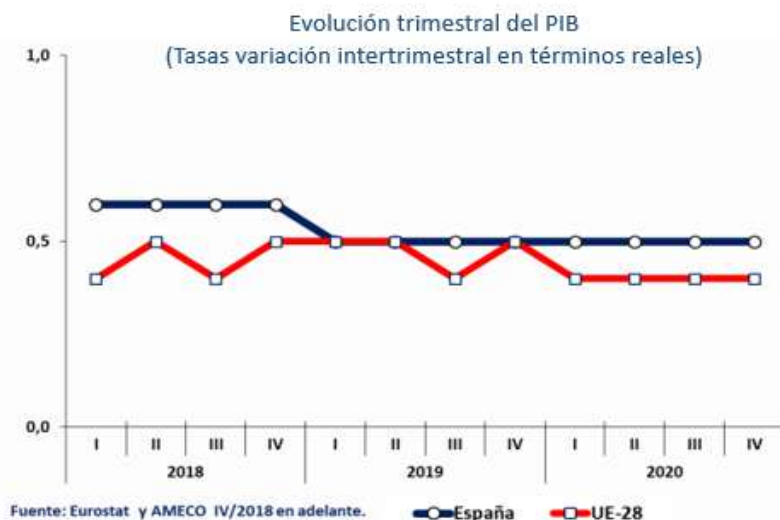
- iii) **Industrial; energética e instalaciones.** Suponen unos ingresos no recurrentes para el grupo, un 1,6% de los ingresos, con el objetivo de apoyar la actividad principal de construcción. Destacamos la planta fotovoltaica “El gallo 10 SL” y “la central ST4”, ambas en territorio español.
- iv) **Otras,** esta división supone unos ingresos del 0,3%, lo cual no corresponde a una actividad relevante para destacar.

Detalle de ingresos de construcción 2018 (miles de euros)						
CONSTRUCCIÓN	Nacional		Internac.		TOTAL	
Obra civil	26.007	8,1%	33.613	9,4%	59.620	8,8%
Edificación no residencial	196.665	61,4%	221.380	62,2%	418.045	61,8%
Edificación residencial	85.681	26,8%	100.055	28,1%	185.736	27,5%
Industrial	10.601	3,3%	80	0,02%	10.681	1,6%
Otras	1.271	0,4%	606	0,2%	1.877	0,3%
Total	320.225	47,37%	355.734	52,63%	675.959	

Fuente: datos GSI

3.1.2 Evolución del sector construcción

El sector de la construcción en España crecerá un 7% durante el 2018, impulsado por el crecimiento de la edificación y por la recuperación de la obra civil. No obstante, si la demanda pública se acaba reincorporando al mercado se puede esperar un crecimiento mucho más sólido. La media de crecimiento prevista para este sector entre 2018-2020 es de +3,5%. Los principales grupos del sector, cotizados (ACS, FCC, Ferrovial, SacyrVallehermoso y Grupo San José) tienen una cuota de mercado conjunta del 14,4%. Por ingresos internacionales Grupo Empresarial San José se coloca en el puesto 155 del ranking mundial, con unos ingresos en el exterior de 226,5 millones de euros en este trimestre.



A diferencia de las de menor tamaño, las grandes centran su actividad en la obra civil. El motivo es que poseen la capacidad técnica (para afrontar estos grandes trabajos), financiera (para hacer frente a los avales necesarios) y el “know how” suficiente (para ejecutarlas) obteniendo atractivos márgenes. Por tanto, las grandes compañías dependen básicamente de la evolución de la obra civil (57% sobre el total de actividad), y como consecuencia, de la evolución de la licitación pública, limitada en gran medida por los objetivos de déficit en nuestro país. Grupo San José opta por buscar negocio en el extranjero y se centra en la edificación no residencial y residencial.

Retorno de confianza empresarial y aumento de inversión extranjera. Esto sumado a la caída de los precios de las materias primas y al descenso de los tipos de interés generan un resultado positivo para el sector, así como las mejores perspectivas de crecimiento y la reducción de competidores en el mercado desde 2008. Las compañías que permanecen en el negocio son más resistentes y la tasa de incumplimientos es baja.



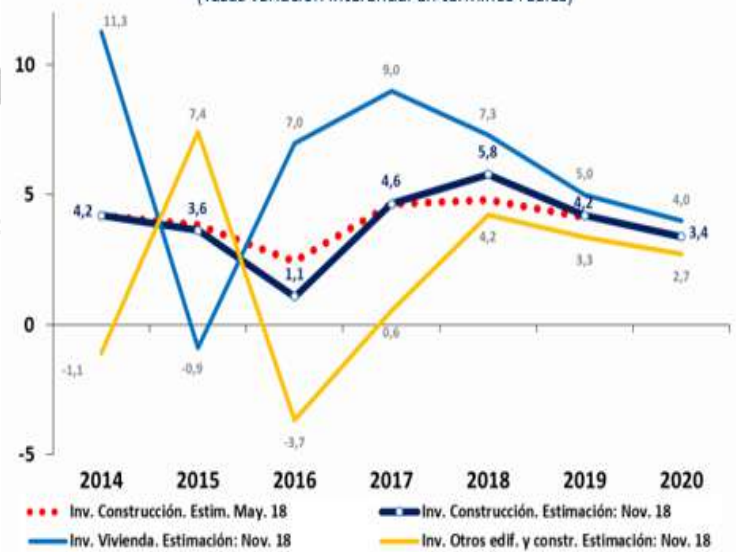
En el último ejercicio de 2017, las ventas totales en construcción nacional crecieron un +0,3% (4.296M€), impulsadas por la edificación residencial privada (+45%) que compensa una actividad de obra civil negativa (-2%) aunque con una moderada recuperación respecto a 2016.

Por el tipo de demanda la actividad se desagrega en 60% pública y 40% privada, y por tipología de obra en 59% obra civil, 33% edificación no residencial y 8% edificación residencial. El empleo directo en 2017 se reduce un 7,2%, según un estudio publicado en 2018, las vacantes en el sector de la construcción han aumentado un 22,5% respecto al año anterior, por el contrario, la demanda de este tipo de trabajos ha descendido considerablemente, hay una carencia absoluta de personal con cualificación oficial exigida.

Actualmente, el mercado mundial de la construcción parece haberse recuperado de la recesión de los últimos años. El crecimiento moderado y las reformas estructurales han consolidado sus indicadores económicos, por lo que se espera una recuperación sostenida para los próximos ejercicios.

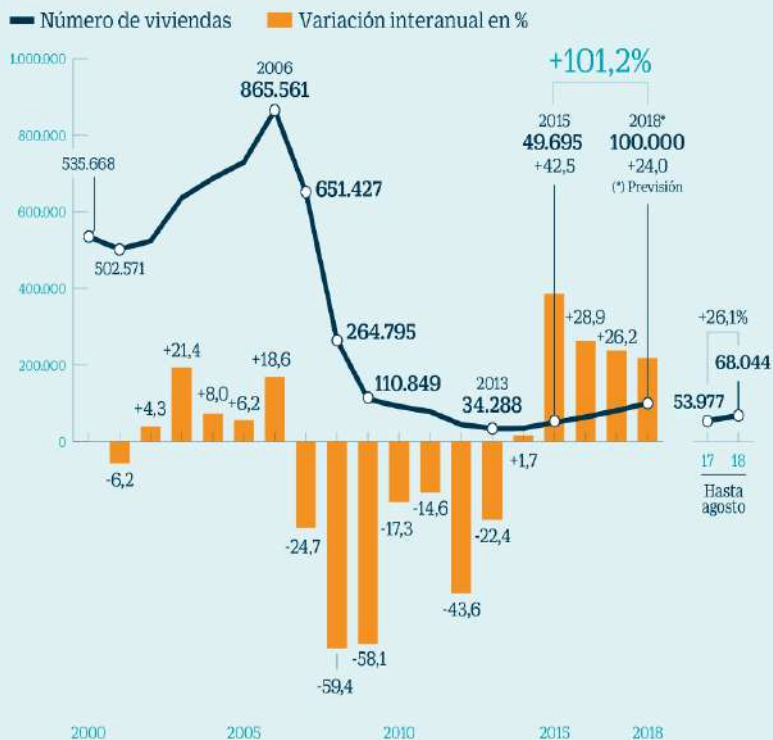
Respecto a la evolución futura, se espera una significativa recuperación en licitación, contratación e inversión en la obra civil con proyectos de Presupuestos Generales del Estado para 2018: incremento del +12,7% (hasta los 8,487 M€). Así mismo, se detectan oportunidades y desafíos que el sector deberá afrontar en los próximos años, como el creciente impacto de la tecnología y los cambios demográficos, ya que aumentará la demanda de vivienda, de transporte social y de infraestructura de servicios públicos en áreas urbanas. Las previsiones de construcción para la unión europea según SEOPAN supondrán un aumento total de 3,1% en todo 2018 y un aumento de 2,7 en 2019 y 2020 y para España supondrá un crecimiento del 5,8% en 2018, un 4,2% en 2019 y 3,4% en 2020.

Evolución de la inversión en construcción en España (Tasas variación interanual en términos reales)



Fuente: Eurostat y AMECO -2018 en adelante-

Visados de obra nueva



Fuente: Ministerio de Fomento

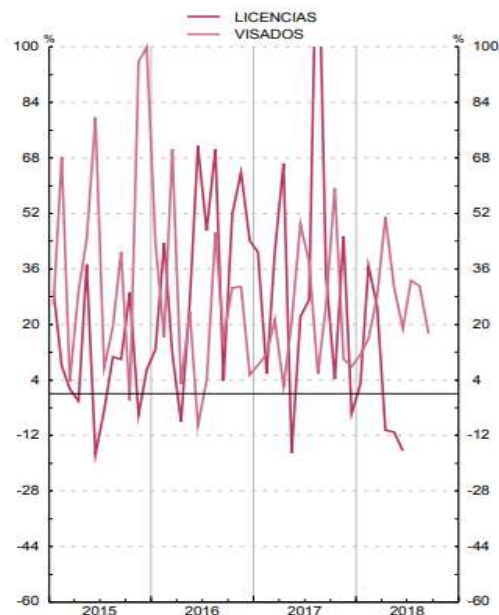
Viviendas, visados y licencias.

Los visados autorizados de obra nueva para uso residencial en España se situaron en 62.091 unidades entre enero y julio de 2018, es decir, un aumento de 26,1% en comparación con el mismo periodo de 2017 (49.222 uds.).

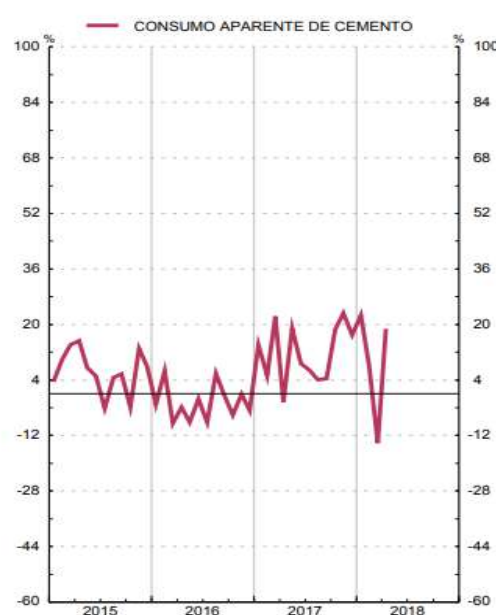
De la cifra total de visados, 49.044 fueron pisos en bloque y 13.037 viviendas unifamiliares, con un aumento del 7,2%. Los visados autorizados de obra nueva en 2018 mantienen la senda positiva.

Se atribuye este crecimiento de los visados al contexto favorable del sector, el empleo en la construcción creció un 1,3%, el crecido para compra de vivienda aumentó un 16,8% interanual y las ventas de casas en agosto fueron casi de un 10% superiores al mismo mes del año anterior. Cabe destacar que aún existe stock muy disperso por el territorio nacional construido durante la burbuja y que todavía están sin vender. Madrid es la ciudad número uno en permisos de obra (construcción y reforma o rehabilitación), en lo que va de año se han iniciado o reformado 7.000 viviendas, en Barcelona algo más de 2.200 seguido por Valencia (1.640) entre otras. En España, el 99% de los promotores vienen del sector privado y el resto del público.

INDICADORES DE LA CONSTRUCCIÓN



INDICADORES DE LA CONSTRUCCIÓN

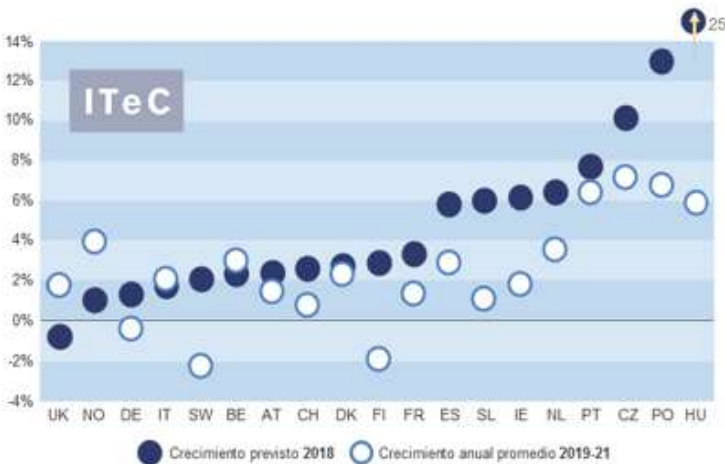


FUENTES: Ministerio de Fomento y Asociación de Fabricantes de Cemento de España.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 23, cuadros 7, 8 y 9.

Producción del sector construcción por países

Previsión 2018 y proyección de crecimiento anual promedio 2019-2021 a precios constantes



Fuente: ITeC - Euroconstruct noviembre 2018

Evolución por subsectores en el mercado español

Índices de producción a precios constantes, base 2014=100



Fuente: ITeC - Euroconstruct noviembre 2018

El área de construcción residencial. El sector construcción español lleva cuatro años en positivo y es consecuencia principalmente de la recuperación de la edificación residencial. La demanda de vivienda no presenta, por el momento, síntomas de tocar techo y se espera que tanto 2018 con 2019 sean años de crecimiento robusto (11% y 8,5% respectivamente). Sin embargo, la escalada de precios en las zonas de más demanda, el riesgo como el encarecimiento del crédito y el progresivo agotamiento del ciclo de oportunidad inversora, son posibles razones que hagan desconfiar de que el mercado continúe creciente a semejante rito. Por eso, se plantea un escenario en el que 2020 aún permanecerá en la zona positiva (3,5%).

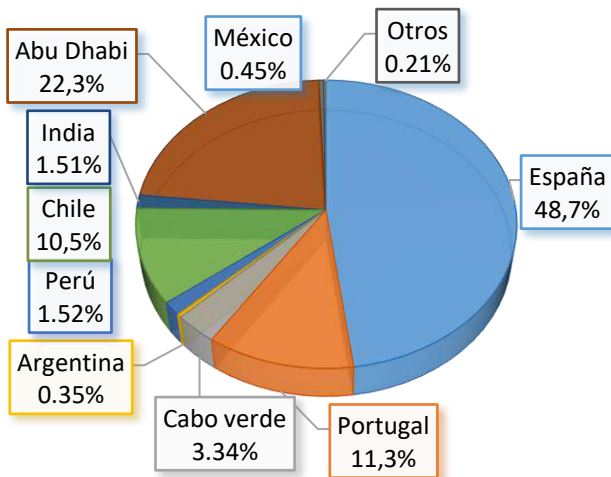
La edificación no residencial también tiene motivos para seguir creciendo (su recuperación no se ha iniciado tan pronto como en la vivienda) pero también para sentirse amenazado (es más sensible al deterioro económico y menos proclive al riesgo). Por ello se plantea un escenario de crecimiento cada vez menor (del 4% de 2018 al 2,5% de 2021).

Las elecciones municipales y autonómicas de la próxima primavera han proporcionado un alivio temporal a **la ingeniería civil**, evitando que el 2017 fuese un año perdido y favoreciendo que en 2018 que se recuperase algo de producción. Los problemas de los próximos años vendrán no sólo de la recaída de la obra municipal, sino que la obra dependiente del gobierno central se ve comprometida por varios flancos. Hay también incertidumbre sobre el desenlace del programa público-privado de construcción de carreteras (PIC), pero apostamos porque se perciban sus efectos en 2020 (3,5%) y 2021 (4,5%). Eso sí, antes habrá que superar un 2019 en clave de estancamiento (1,5%).

3.1.3 Estrategias de crecimiento

A continuación, pasamos a detallar la evolución y perspectivas de San José en este área. Como ya hemos comentado, GSJ se posiciona principalmente en construcción, y en menor medida en otras actividades complementarias (básicamente concesiones y servicios).

INGRESOS POR PAÍSES



Fuente: datos GSJ.

La estrategia de crecimiento en Grupo San José en construcción en los próximos años vendrá por consolidar su presencia en España, donde ya tienen el 100% de los ingresos previstos para 2019 al garantizados con la ejecución de la cartera contratada a lo largo de los últimos meses de 2018.

Teniendo en consideración el gráfico “Ingresos por países” y el desarrollo de la compañía, se estiman unos ingresos en la línea de construcción similares a los que tiene actualmente.

El grupo posee una larga experiencia e imagen de marca reconocida, que le posibilita cualificación para acudir a cualquier obra, independiente de su complejidad y presupuesto

El principal **objetivo** es mantener los estándares de calidad y satisfacción de clientes y proveedores, incidiendo en el proceso de diversificación territorial en áreas y países con crecimiento sostenible, de alta solvencia económica y que presenten interesantes oportunidades de negocio, combinándolo con la búsqueda de mayores eficiencias en la estructura de costes.

A continuación, describimos sus principales **fortalezas**:

- **Cartera pendiente de ejecutar diversificada.** Ésta es especialmente significativa teniendo en cuenta la situación actual en licitación de obra y elevada ejecución. De acuerdo con su estrategia inicial de disminuir su dependencia de la economía nacional ha cambiado la tipología de la cartera. Con esto, el grupo logra:
 - a) Mayor estabilidad (el tamaño medio del proyecto es de 18-60 meses)
 - b) Mayor rentabilidad con la edificación. La diversificación geográfica y de cliente se traduce en un menor riesgo y ciclicidad de negocio.

Fundada en 1987

Cartera contratada del área construcción (millones €)		
2018	2019e	2020e
1.334	1.481	1.668

Como se puede comprobar en la tabla anterior, la cartera actual de esta línea va a aumentar debido al crecimiento sostenible de la demanda, por lo que consideramos que la construcción de viviendas por parte del sector inmobiliario no podrá ser absorbido por las constructoras actuales, provocando una subida de precios por metro cuadrado construido, y por tanto, una subida de márgenes para el grupo.

Por otro lado, tras años donde la obra pública en España ha estado prácticamente en niveles mínimos de los últimos 30 años, pensamos que a partir del año 2019 el sector de obra pública en España mantendrá tendencia alcista con crecimiento de un dígito, al menos durante los próximos 5 años. Si a esto se le suma la apuesta hecha por este mismo tipo de obra en Sudamérica y Arabia Saudí -con márgenes superiores a los de España- da como resultado una ventaja al Grupo para afrontar esa obra y mantener un EBITDA constante en esta línea de negocio.

- **Continuación de la actividad internacional, a través de una diversificación geográfica.** Aprovechando el valor adquirido en países en los que tiene presencia (Abu Dabi, Chile, Perú, Portugal y Cabo Verde entre otras) para incrementar su presencia y las nuevas posibilidades de expansión.

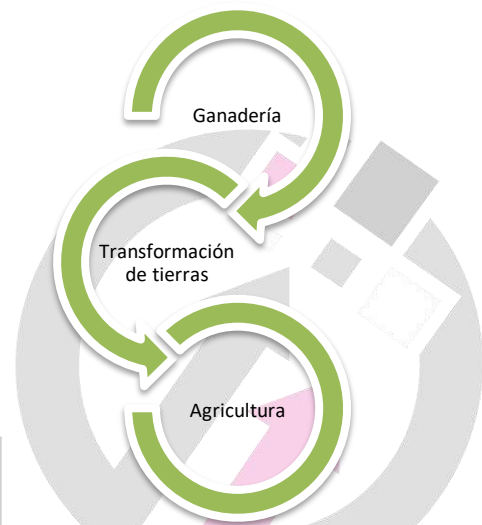
- Fuerte impulso por del crecimiento global de la población y el aumento de la tasa de urbanización en el mundo.**
 Dado la expansión geográfica de la empresa, se verá favorecida por las oportunidades que se presentan a largo plazo en países emergentes, principalmente infraestructuras.

3.1.4 Grandes desarrollos urbanísticos y principales adjudicaciones de obra

Carlos Casado S.A.

Casado, empresa participada por Grupo San José, es una de las principales compañías agropecuarias de Latinoamérica. Fundada en 1909 y cotizada en la Bolsa de Buenos Aires (1958) y Nueva York (2009), cuenta entre sus activos más relevantes con aproximadamente 200.000 hectáreas en el Chaco paraguayo destinadas a la transformación de tierras y desarrollo agrícola y ganadero. El grupo San José es propietario de aproximadamente el 50%.

Durante el ejercicio 2017, la sociedad del Grupo Carlos Casado, S.A. constituyó las sociedades paraguayas “Agropecuaria de El Chaco, S.A.” (antes “Meditación S.A.”) y “Casado Agropecuaria, S.A.”, sociedades en las que a 31 de diciembre de 2017 participa en un 100% y 99,99% de su capital social, respectivamente, y a través de las cuales tiene previsto desarrollar la actividad agropecuaria que se reciba como consecuencia de la escisión parcial de su sociedad participada “Cresca, S.A.”. Trabajan año a año para mejorar la productividad agrícola de las tierras, con el máximo respeto al medio ambiente, e incorporando avances tecnológicos que redundan en un incremento de la eficiencia en los cultivos, lo que le ha permitido asentarse como un importante proveedor de alimentos a nivel global. Se trata de un proyecto a largo plazo, ya que consiste en transformar el monte en zonas agrícola-ganaderas.



El plan estratégico de Carlos Casado se desarrolla bajo los siguientes parámetros fundamentales: expansión geográfica, importantes inversiones en todas sus líneas de actividad, puesta en valor de su cartera y consolidación de un modelo agrícola ganadero sostenible e innovador basado en la formación de equipos humanos y sistemas de explotación propios.

Carlos Casado cotiza a esta fecha a un precio de 0,28€/acc (12,5 ARS/acc.), su capitalización es de 1.540 millones ARS (aproximadamente 34.095.600 euros) y un capital social de 123,2mn de pesos distribuidos en 120.948.446 de acciones, donde el grupo San José tiene un 51,88% de este negocio (46,67% Tecnoartel, S.A. y 5,21% San José Construction Group Inc.) y Diego Eduardo León tiene una participación del 14,29%.

Centrándonos en la actividad agropecuaria realizada en las tierras paraguayas, a 2018, este sector se ha encontrado frente a un escenario internacional más favorable respecto a años previos debido a la gradual recuperación de las economías de destino de la producción nacional. Se espera un crecimiento económico de 6,2% del PIB en comparación con el crecimiento del 4,3% del año 2017, siendo el más alto que se haya registrado en los últimos diez años, según las proyecciones del Banco Central de Paraguay (BCP). Por ende, el sector agrícola aportó a la economía el año pasado unos USD 3.437 millones (€3.035 millones) y se espera una incidencia del 9,2% del PIB, la ganadería ahora representa el 2,6%. En cuanto al coste de las tierras en Paraguay, un monte con características buenas en el Oeste del Chaco puede cotizar entre US\$ 300 a US\$ 400 por hectárea, mientras que en zonas con mayor desarrollo agrícola, el valor se aproxima a los US\$ 600.

Estimamos un precio objetivo para esta compañía entorno a €39,1mn, lo que supondría aproximadamente un valor en libras para San José de €19,55mn.

El objetivo de SAN JOSÉ con este proyecto es buscar un socio inversor en la zona con el que ampliar capital y poder acelerar este proceso de transformación.

Madrid Nuevo Norte (MNN)

La denominada Operación Chamartín, actualmente conocido como “Madrid Nuevo Norte”, procede de la histórica iniciativa de RENFE de poner en valor determinados terrenos ubicados en el recinto ferroviario de Chamartín con una superficie aproximada de 62 hectáreas de terreno y que resultaban innecesarios para la prestación del servicio público.

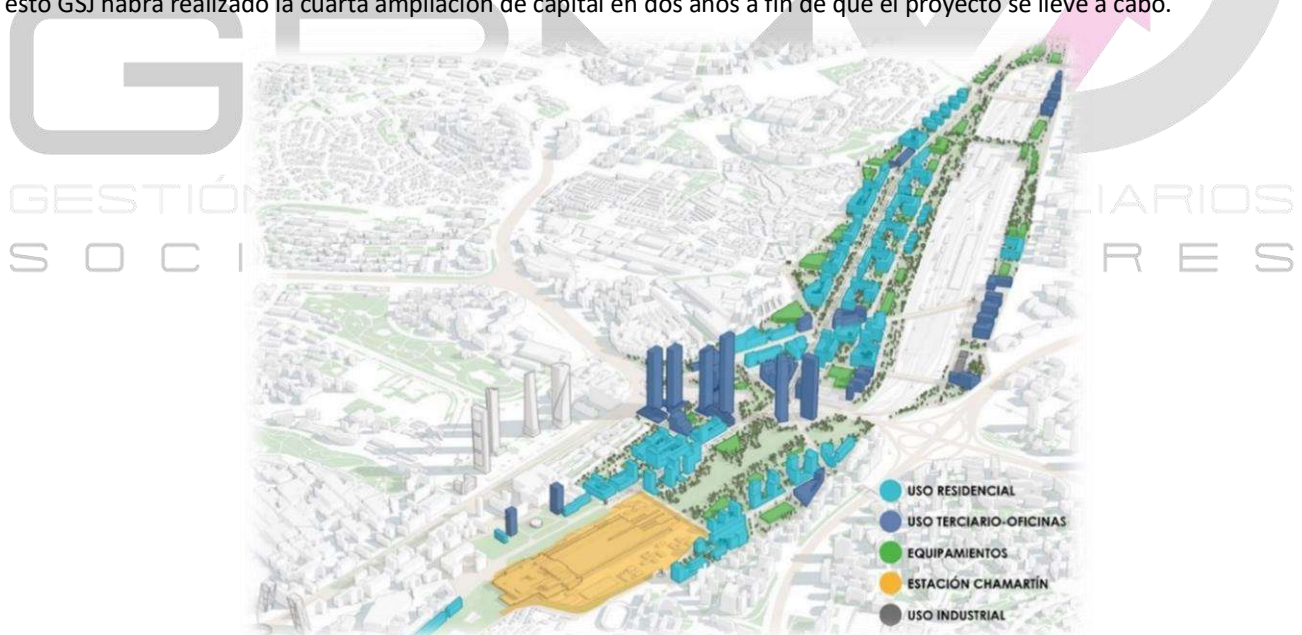
RENFE convocó un concurso público en 1993 que fue adjudicado al consorcio Desarrollo Urbanístico Chamartín (DUCH), donde actualmente, y tras las oportunas modificaciones del plan iniciado en aquel entonces, mantienen una participación del 24,46% por el Grupo San José y un 75,54% por el BBVA. Ambas controlan el 60% de la cartera total del suelo.

MNN adquiere un compromiso a largo plazo con la ciudad de Madrid y ha presentado una actuación integral que propone regenerar la zona y todos sus sistemas de equipamiento y servicios. Es la operación de renovación urbana más importante de Madrid en los últimos veinte años y una de las mayores integraciones realizadas en Europa.

Se trata de una actuación sin precedentes en España que supondrá un motor de cambio para la ciudad y una gran oportunidad estratégica para que Madrid dé el salto cualitativo dentro de las principales capitales europeas.

La zona edificada ocupará 2,66mn m², frente a los 3,27mn m² que contemplaba la Operación Chamartín. El plan, se sigue desarrollando desde hace 20 años, prevé la construcción de 10.510 viviendas en lugar de las 17.000 previstas en el anterior proyecto. El precio del suelo del distrito centro es de 4.450€/m², de Chamartín es 4.387€/m² y de Fuencarral-El Prado 3.067€/m².

A mediados del segundo trimestre del ejercicio 2018, se aprobó el acuerdo de modificación del proyecto por el Ministerio de Fomento tras haber registrado la documentación necesaria para dicha modificación del Plan General, La Comunidad de Madrid aprobó la parte medioambiental del proyecto, y en febrero el Ayuntamiento de Madrid dio su aprobado provisional para que posteriormente se apruebe en la Comunidad y así ponerlo en marcha. En marzo de 2019, el consejo de administración de DCN ha acordado convocar una junta general extraordinaria de accionista el próximo 11 de abril, con motivo del aumento del capital social por importe de 22 millones, de los cuales a GSJ le tocaría desembolsar 5,38 millones, para mantener el 24,46%, con esto GSJ habrá realizado la cuarta ampliación de capital en dos años a fin de que el proyecto se lleve a cabo.



Fuente: GSJ

**PROYECCIÓN 5 años: Se pone que se estima la venta hasta 2022, los dos impactos que supondrán en el EBITDA, por un lado, por el 24% del proyecto MNN y por otro lado, por la parte constructora, se beneficiará del margen del ciclo bajista debido a los precios bajos y según la expectativa de la economía se revalorizará el precio del suelo cuando el proyecto ya esté terminado.

Los **datos acordados de construcción** son:

- Edificabilidad total de 2.6662.500 metros cuadrados.
- Construcción de unas 10.510 viviendas, de las cuales el 20% serán protegidas (2.100 viviendas) frente al 10% del total que exige la actual Ley del Suelo.
- Al sur de la M-30, se usarán unos 1.220.000 metros cuadrados para oficinas muy vinculado a la propia estación Chamartín con 260.000 m2 de viviendas complementarias. Al Norte de la M-30, el uso mayoritario residencial: 715.030 m2 en Fuencarral-Malmea-Tres Olivos (7.150 viviendas) y 75.700 m2 en la zona Tablas (757 viviendas). Finalmente, como extensión natural de áreas ya existentes 251.225 m2 en Fuencarral-Malmea-Tres Olivos y 140.610 m2 en la zona de las Tablas.
- Los 1.220.000 m2 destinados a oficinas, al sur de Calle 30, se dividirán en 1.040.000 m2 edificables para el Gran Centro de Negocios y 180.000 m2 edificables dentro de la propia estación.
- La infraestructura ferroviaria contará con una superficie de 236.324 m2 comprendiendo el edificio de la estación y cuatro fachadas urbanas. Esta estación se desarrollará en fases para garantizar el servicio ferroviario del mismo durante las obras.



La estrategia central del Grupo es el desarrollo de su enorme cartera de suelo a medio plazo, lo que le garantiza el crecimiento de las actividades de construcción y por ser copartícipe de la parte del proyecto, con la consiguiente creación de valor para la compañía a largo plazo.

Fundada en 1987

MNN tiene como **objetivo**:

- **Mejorar los servicios a la ciudadanía.** Mejorando los espacios públicos, fomentando la movilidad ciclista y peatonal y fortalecer el transporte público, conectando transversalmente la Corona Norte.
- **Impulsar la actividad económica.** Creando un potente centro de actividad terciaria que aumentará en más de un millón de metros cuadrados la oferta de oficinas de máxima calidad en el CBD (*Central Business District*) de Madrid, la consolidación de un gran Centro de Negocios por la estación de Chamartín y potenciando la vivienda y otras actividades.
- **Potenciar una nueva estación.** Siendo la mayor de la ciudad y el gran centro de conexión multimodal con todos los municipios de la región en transporte público (metro, cercanías, EMT, autobuses interurbanos)

Parque Lagos Transformación Urbana “La matanza”, Buenos Aires

Es la nueva Operación Chamartín también conocida como “La Tablada” por su ubicación situado a 23km del corazón de la ciudad y muy próximo al aeropuerto. Uno de los grandes proyectos de la constructora cotizada gallega pasa por lo que denomina Parque Lagos, que implica la transformación urbana del barrio La Matanza. Las cifras del proyecto dan una idea de su envergadura: un total de 28 torres a levantar, sobre un complejo urbanístico compuesto de 35 manzanas, la superficie de la parcela, 1,2 millones de metros cuadrados, para una edificabilidad total de 1,8 millones de metros cuadrados (1,6 millones de metros de uso residencial y 221.000 metros de calificación comercial).

En total, la previsión de San José es construir 20.562 viviendas, con otras tantas plazas de garaje, además de espacios verdes que respeten el lago que hay en el interior del barrio. El proyecto, por parte del grupo, tiene un tratamiento singular, igual que el que recibe la antigua Operación Chamartín, hoy rebautizada como Madrid Nuevo Norte, que ha pasado por toda una serie de vicisitudes y desencuentros entre administraciones. El suelo se pagó por \$20mn en 2004 y ahora el terreno está valorado por 950\$/m2. Actualmente realizamos una valoración del proyecto en €64mn, aplicando un 50,4% debido a la infravaloración del mercado y la situación del estado argentino.



San José aclara en su memoria que ambos desarrollos urbanísticos tienen un similar proceso de maduración. Actualmente, el proyecto La Matanza-Parque Lagos se encuentra en proceso de definición y estudio, estando pendiente los permisos y autorizaciones administrativas correspondientes. La compañía compró este terreno ubicado en la tablada a los supermercados Auchan por lo que están esperando el momento idóneo para llevar a cabo el proyecto.

Jacinto Rey y San José cuentan con una experiencia de más de veinte años en dicho mercado y actualmente tienen un apoyo determinante dentro del consejo de la compañía cotizada. En 2016 se incorporó Guillermo Nielssen como consejero independiente de la compañía gallega, éste fue responsable de las finanzas de la Ciudad de Buenos Aires durante años y ministro de Hacienda.

Principales adjudicaciones de obra

Fundada en 1987

En cuanto a las **principales adjudicaciones de obra** del ejercicio 2018, destacamos:

IDR Family Hotel en la Isla de Yas, Abu Dabi (Emiratos Árabes Unidos)

Miral Asset Management LLC, Sociedad del Gobierno de Abu Dabi, responsable de la construcción de valor para el visitante en el Emirato, es el promotor IDR (*Integrated Destination Resort*) de un hotel – Resort 5 estrellas, tres zonas de ocio y restauración y diversas obras asociadas a la integración del mismo en la Isla de Yas.

Este proyecto se ha adjudicado a San José, en *joint Venture con Fibrex LLC*. Con una superficie construida de unos 190.000m2 y 45.000 m2 de urbanización. Entre estas obras destaca el Hotel – Resort 5 estrellas de 546 habitaciones y 83.000m2 de superficie construida que operará la cadena Hilton, tres zonas de ocio y restauración diferenciadas de más de 27.500 m2 que incluyen unos cines y 43 locales comerciales, tres zonas de aparcamiento subterráneas que suman 76.500 m2 de superficie construida y tendrán una capacidad total para 1.518 vehículos, y la urbanización de 45.000 m2 en las zonas aledañas al hotel, incluyendo también un paseo marítimo.

Hospital San José de Casa Blanca (Chile)

El Servicio de Salud de Valparaíso-San Antonio (entidad dependiente del Ministerio de Salud de Chile) ha adjudicado a San José la construcción y puesta en marcha del hospital San José de Casablanca. Se trata de un complejo hospitalario que contará con 9.075 m2 de superficie construida distribuidos en tres edificios adosados para uso sanitario y una cuarta edificación aislada para instalaciones.

Rehabilitación de la Sede Mergelina de la Escuela de Ingenierías Industriales de la Universidad de Valladolid

La Universidad de Valladolid ha adjudicado al Grupo la rehabilitación integral e la Sede Mergelina de la Escuela de Ingenierías Industriales. Dicha sede cuenta con unos 6.388 m2 de superficie construida distribuida en dos edificios.

Hotel Pestana 4 estrellas en la Rua das Flores de Oporto (Portugal)

La *Sociedade de Investimentos Hoteleiros* (SALVOR) ha adjudicado a San José las obras de ejecución del Hotel Pestana 4 estrellas en la Rua Flores 84-102 de Oporto. Este proyecto supone la rehabilitación de un edificio en avanzado estado de degradación ubicado en el centro histórico de la ciudad y su adaptación a su nuevo uso hotelero, el cual supone 4.045 m2 de superficie construida y contará con 87 habitaciones.

Rehabilitación edificio calle Goya 31 de Madrid

Topland Investments ha adjudicado al Grupo las obras de rehabilitación del antiguo Hotel Adler 5 estrellas de Madrid ubicado en la calle Goya. Esta rehabilitación se realiza con el objetivo de que el edificio sea adaptado para uso comercial en las plantas del sótano, baja y primera, y oficinas en las restantes, manteniendo el uso existente de garaje en las otras tres plantas bajas restantes. Destacar que este proyecto aspira al rating LEED Core & Shell, a la categoría Gold.

Residencial Azara en la Playa de San Juan, Alicante

SPV Reoco 1 ha adjudicado al Grupo las obras de edificación del Residencial Azara en la Playa de San Juan en Alicante. Este residencial está formado por dos edificios compuestos por planta sótano y diez pisos sobre rasante que albergarán un total de 210 viviendas, 210 trasteros, 225 plazas de garaje para vehículos y 210 para bicicletas.

Hospital San José de Melipilla de Chile

El Ministerio de Salud Servicio de Salud Metropolitano Occidente ha adjudicado a San José Constructora las obras de edificación del Hospital San José de Melipilla en Chile. Este hospital cuenta con una superficie construida de 60.834 metros cuadrados, 239 camas, 7 pabellones quirúrgicos y 350 plazas de aparcamiento. Con esta obra, podrán atender a alrededor de 250.000 personas.

4 edificios de viviendas en Almarjão, Miraflores – Oeiras (Portugal)

Parquesoles Inmobiliaria y Proyectos – Inmuebles Inmobiliarios ha adjudicado a Constructora Udra un complejo residencial compuesto por 4 edificios que forman un gran cuerpo unitario que estéticamente destaca por su definición geométrica simple. El proyecto, de 26.651 metros de superficie construida, albergará 100 viviendas de diversa tipología y un parking subterráneo donde localizan plazas de aparcamiento, trasteros y áreas técnicas de apoyo a los edificios.

3.2 Energía-medioambiente

3.2.1 Línea de negocio energía-medioambiente (1,3% de las ventas y 5,2% EBITDA)

La actuación en el sector energético se dedica como negocio complementario de la empresa para sustentar la actividad principal de construcción. Realizan la investigación y desarrollo de soluciones energéticas sustentables para reducir el consumo energético primario y optimizar el uso de energías limpias mediante sus dos unidades de negocios: energía renovable y eficiencia energética, la división ofrece servicios de ingeniería, construcción, operación y gestión energética integral.

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

El grupo posee derechos eólicos en Galicia y se encuentran a la espera de encontrar alguna oportunidad en la zona para rentabilizarlo, pero sin visión de centrarse en este negocio*.

Cartera de energía			
(mn euros)	2018	2017	Var.
	395	496	-20,4%

**NOTA: El objetivo principal del grupo es aumentar su actividad en un periodo de 25 años, gracias a los €395mn de cartera contratada. Los ingresos de esta línea no son recurrentes ni se apalancan, por tanto, simplemente lo van explotando.*

Construcción Industrial-Tecnología. Centra su actividad en la realización de proyectos de mantenimiento, gestión integral y diseño de todo tipo de instalaciones entre otras.

- La cifra de negocios correspondiente al ejercicio 2018 se sitúa en 9,71 millones de euros.
- Los ingresos del negocio de energía han experimentado un descenso en comparación con el mismo periodo del año anterior de 13%.
- El EBITDA sobre ventas de esta actividad se sitúa en 2,7 millones, con un margen EBITDA del 27,9%
- El resultado neto de explotación se sitúa en 1,44 millones ligeramente inferior a los 1,92 millones en diciembre de 2017.

A cierre del ejercicio 2018, su cartera alcanzó los 395 millones de euros, que se materializa como mayor actividad del Grupo en un período aproximado de 25 años.

Se ha producido una reducción de cartera respecto al cierre de 2017 (-20,4%) derivada principalmente de la normal producción y explotación de contratos en vigor que mantiene el GSJ, así como por la revisión periódica que el Grupo realiza por el efecto de las modificaciones normativas y de los niveles de demanda y ocupación estimados. Por todo esto, se estima un crecimiento hasta 2021 debido al mantenimiento de las concesiones actuales.

3.3 Concesiones y servicios

3.3.1 Línea de negocio concesiones y servicios (6,7% de las ventas y 4,4% EBITDA)

A través de SANJOSE Concesiones y Servicios el Grupo impulsa su estrategia de sostener su actividad principal de construcción y ayuda a realizar una expansión geográfica, desarrollando modelos de negocio que le permiten licitar nuevos contratos de mantenimientos y servicios a largo plazo y establecer nuevas vías de colaboración público-privada capaces de desarrollar modernas infraestructuras que respondan a las necesidades actuales y futuras de la sociedad.

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

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

Con esto, la empresa no tiene prevista más entrada en cartera que no corresponda a la actividad de mantenimiento del volumen en ambos países. A cierre del ejercicio 2018, los ingresos de esta línea de negocio ascienden a €50,87mn, lo que supone un 6,6% más que en 2017.

Cartera Concesiones y servicios			
(mn euros)	2018	2017	Variación
Mantenimiento	18	19	-5,26%
Concesiones	169	200	-15,50%
TOTAL	187	219	-14,61%

- Se observa una mejora en el EBITDA que crece un 42,3% situándose en 2,3 millones de euros, representando un margen de 4,5% sobre la cifra de ventas, frente al 3,4% del ejercicio anterior.
- El resultado antes de impuestos del ejercicio 2018 es de 5,94 millones de euros.
- La cartera contratada de esta línea de actividad se ha situado en 187 millones de euros.

3.4 Inmobiliaria

3.4.1 Línea de negocio inmobiliario (0,5% de las ventas y 0,1% EBITDA)

Esta división ha disminuido considerablemente en los últimos ejercicios ya que se produjo una cesión en 2015 de la totalidad de Parquesol. Con esto, el grupo consiguió eliminar de su balance €1.329mn de deuda, es decir, el 81,7% de todo su pasivo. De esta forma, el grupo se centra en lo que es ahora su actividad principal de construcción.

La actividad de esta línea de negocio en el ejercicio 2017 estuvo condicionada por la menor entrega de viviendas debido a la venta total de la fase de Perú y del periodo de “calaje” entre la oferta y la demanda. Por tanto, esta reducción de la promoción por los anteriores motivos supuso una disminución del EBITDA y del 44,4% de las ventas. Pero actualmente está realizando unos trabajos de construcción de la Fase I en el desarrollo de “Nuevavista” (Lima, Perú), lo cual ha hecho alcanzar niveles de comercialización de esta primera fase del 92%. Así mismo, se ha iniciado la comercialización de la fase II del desarrollo, teniendo un buen ritmo de preventas, por lo que se espera recuperar los niveles de facturación y beneficio alcanzados en periodos anteriores.

En el ejercicio 2016, el grupo realizó como previsión la adquisición de un nuevo suelo (Lima, Perú) para recuperar esa actividad y volver a aportar EBITDA, diluyendo el riesgo. Hasta la fecha, este grupo se encuentra compuesto por:

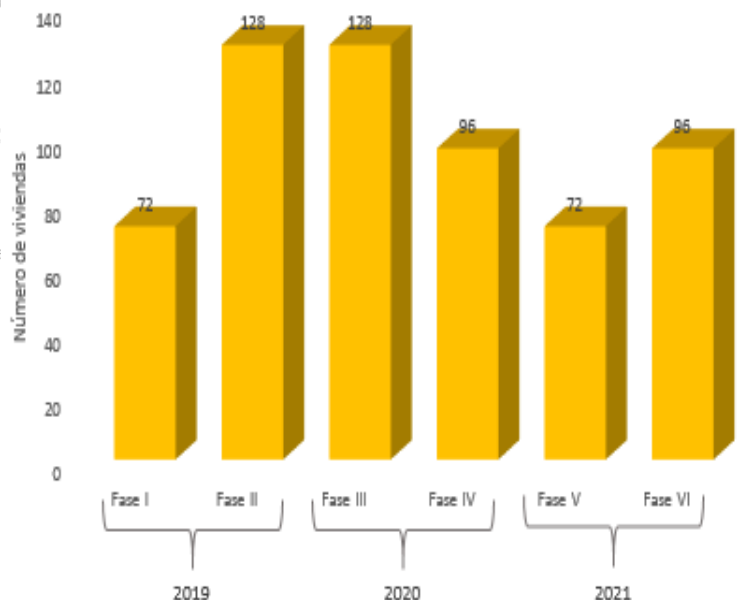
- ESPAÑA
 - Activos en rentabilidad y/o en fase de comercialización sin previsión de iniciar ningún desarrollo en el país a corto plazo.
- INTERNACIONAL
 - Fase de comercialización de la promoción Nuevavista en la que se construirán 1.104 viviendas distribuidas en 10 fases, la cual supondrá un crecimiento debido a las 6 primeras fases de la promoción de Perú.

La fase I compuesta por 72 viviendas ya está por el 92% y la fase II de 128 viviendas la empresa la tiene al 66%.

La cifra de negocios del ejercicio 2018 se sitúa en 3,76 millones de euros. Se produce una disminución del 44,4% en ventas de esta línea con respecto al mismo periodo del ejercicio 2017. El EBITDA asciende a 27 miles de euros, alcanzando el resultado antes de impuestos la cifra de -6,31 millones de euros. Con todo esto, en los próximos años se espera un comportamiento similar.

Debido a que el negocio inmobiliario de la empresa está centrado en Perú, se han tenido en cuenta las estadísticas para este país. La venta de apartamentos para este año podría expandirse en un 20% gracias al aumento en la venta de viviendas, la cual muestra una tendencia alcista a largo plazo. Durante los dos primeros meses de 2018, el sector tuvo un crecimiento de 13,92%, lo que supone una recuperación significativa de cara al futuro.

Número de viviendas entregadas 2019-2021



3.4.2 Estrategia de crecimiento

El patrimonio de San José en esta división se encuentra concentrada en la promoción inmobiliaria desarrollada en Perú, donde el grupo compró un terreno de unos 20.000 m² de superficie para construir poco más de 1.000 viviendas y realizar la posterior venta, con un plazo de ejecución de unos 6 años. Por tanto, son activos pensados para su liquidación y no para su explotación.

Con esto, se concluye el año con un total de ingresos en este área de 3,76 millones de euros, provenientes principalmente del mercado internacional (€2,89mn), y aumentar de cara a los próximos años sólo en este mercado.

3.5 Resto de actividades

3.5.1 Comercial y otras líneas de negocio (2,4% de las ventas y 19,3% EBITDA)

Se trata de una actividad marginal de relevancia no material en el grupo, por tanto, no son representativas para San José. Esta línea engloba distintos sectores, siendo la más significativa **Comercial Udra**. Es una de las principales distribuidoras nacionales y con mayor proyección de España, Andorra y Portugal de prendas deportivas y de moda de prestigio internacional. Entre los principales clientes se encuentran El Corte Inglés, Sport Zone, Forum, Interspor y Décimas.

Desarrolla su actividad desde hace más de 20 años especializándose en marcas internacionales de deporte y moda del máximo prestigio: Arena, Teva, Hoka One One, Diadora, Hunter, Fred Perry y Dr. Martens.



Los beneficios de esta industria residen en que la rentabilidad de este sector está asegurada, tomando en cuenta varios factores como la toma de conciencia de la importancia de la salud y del fitness, la alta demanda de ropa de deporte cómo, el crecimiento de la población, niveles más altos de ingresos e innovadores diseños y tecnologías de este tipo de ropa.

Por otro lado, el Grupo posee participaciones financieras en otras áreas de actividad como **Oryzon Genomics, S.A.**, Unirisco, **Uninvest, Bodegas Altanza**, y **Editorial Ecoprensa S.A.** En esta línea, la empresa ha obtenido a cierre de 2018, unos ingresos de 18,11 millones de euros y un EBITDA de 9,95 mn de euros.

**NOTA: Incluidos los ajustes de consolidación en los ingresos y el EBITDA.*

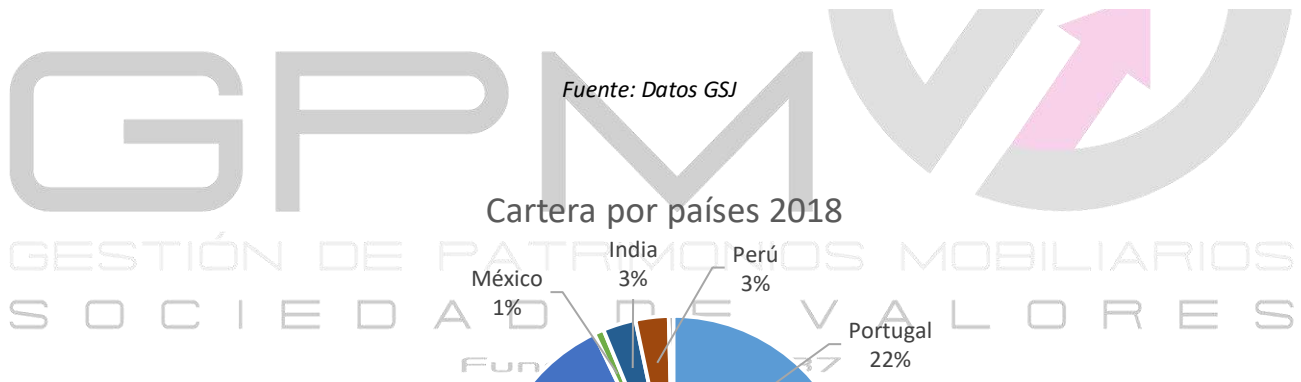
3.6 Negocio internacional (51% de las ventas, 43% de la cartera)

El modelo de negocio del Grupo está diseñado con el objetivo de buscar un grupo diversificado en las zonas geográficas donde se desarrollan, como solución a la menor exposición de riesgos inherentes a zonas geográficas. Además, tiene una clara vocación internacional, siendo cada vez más importante la actividad desarrollada en el extranjero, con un mayor peso en la cifra de negocios del Grupo. De hecho, los ingresos obtenidos por el Grupo en el área de construcción en este último ejercicio provienen más de un 45% de España y el resto provienen principalmente de Emiratos Árabes Unidos-Abu Dabi (22,5% del total), Portugal (13% del total) y Chile (9% del total). Estos tres países suponen aproximadamente un 80% de los ingresos internacionales de construcción y el 40% del total.

Sin tener en cuenta España, el país que más EBITDA aporta en el mercado internacional del área de construcción es Chile con un EBITDA entre 9,7-11,7 millones de euros (16,1% de rentabilidad), seguido por Abu Dabi con un EBITDA de entre 4,8 y 5,7 millones de euros (3,1% de rentabilidad).

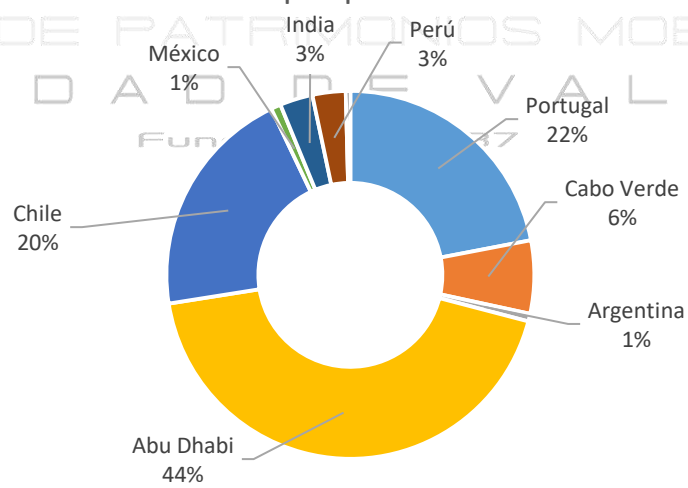
Su estrategia, como otras competidoras, se basa en la ejecución puntual de una obra emblemática en un determinado país, habitualmente en edificación, para posteriormente consolidar su posición con una sede permanente. A ésta, se exporta el *know how* de la matriz española para la expansión en el país de otras áreas estratégicas del grupo.

Países en los que GSI opera



Fuente: Datos GSI

Cartera por países 2018



Fuente: Datos GSI

Los **objetivos** del Grupo en función del segmento en el que desarrolla su actividad son:

- a. **Construcción:** Seguir incidiendo en el proceso de diversificación territorial, combinándolo con la búsqueda de mayores eficiencias en la estructura de costes. El objetivo claro del Grupo es consolidarse como un referente en la obra pública y civil a nivel mundial, así como incrementar la presencia internacional en países con crecimiento sostenible, de alta solvencia económica y que presenten interesantes oportunidades de negocio, como ejemplo Arabia Saudí y Perú. Así mismo, en la medida en la que la economía nacional se encuentra en aras de recuperarse, y ante la mejora de las previsiones macroeconómicas, el GRUPO quiere potenciar las nuevas oportunidades de actividad que surjan dentro del territorio nacional. Cuenta con una cartera total contratada de €1.334 millones poco más de la mitad corresponden a contratos en el exterior.
- b. **Concesiones:** El grupo está posicionado en esta línea de negocio a principalmente en Chile, donde opera con Hospitales, cuya finalización y puesta en funcionamiento para su explotación durante 15 años se produjeron en el segundo semestre del ejercicio 2013 y se tiene prevista la finalización para 2030.
- c. **Energía:** San José posee gran experiencia en la construcción de plantas industriales de producción de energía (planta poligeneración, planta fotovoltaica, central térmica, etc...) y está especializado en la operación y mantenimiento de este tipo de instalaciones. En la actualidad, la actividad de energía principalmente se centra en la explotación de la planta de poligeneración de Cerdanyola del Vallés (Barcelona), cuya concesión se extiende hasta marzo de 2047, la explotación y mantenimiento de una planta de generación de energía eléctrica fotovoltaica en la provincia de Jaén y la central térmica del hospital de Eissa en Cataluña.
- d. **Inmobiliaria:** Aborda esta actividad de una forma complementaria a la actividad de construcción.

4. ESTRATEGIA Y CLAVES DE CRECIMIENTO

Destacamos los seis puntos clave sobre los que el Grupo San José define su estrategia a futuro:

- ✚ **Consolidar su posicionamiento como líder en el sector**
- ✚ **Internacionalización como pilar estratégico de estabilidad y crecimiento.**
- ✚ **Mantenimiento de la estabilidad financiera tras la refinanciación y del grado de independencia accionarial**
- ✚ **Gestión integral de proyectos ofreciendo un servicio global.**
- ✚ **Inversión en formación del equipo humano y tecnología punta como motores de desarrollo.**
- ✚ **Prioridad a la solvencia y a la rentabilidad frente a políticas de crecimiento**

La inversión en Grupo San José supone confiar en la capacidad del experimentado equipo gestor para, basados en el conocimiento del mercado y los valiosos activos de la compañía, afrontar **cuatro grandes retos**:

1. **Incremento de su actividad.** Debido a:
 - a. La ejecución de la cartera de obra pendiente (mantiene una cartera a diciembre de 2018 de €1.916 millones, en la actualidad la cartera ha pasado a asegurar su futuro tanto a corto, con la ejecución de obra, como a largo plazo, con proyectos concesiones y energía que aportarán ingresos recurrentes, asegurándole una carga de trabajo de casi 3 años).
 - b. Apoyo de las demás líneas de negocio para sustentar la construcción (que aporta recurrencia y estabilidad con rentabilidades atractivas).
 - c. La expansión internacional (de elevado potencial gracias a su ya fuerte posicionamiento en Latinoamérica; supone poco más del 50% de la cartera) en nuevos mercados (especialmente en Chile, Portugal, Emiratos Árabes y Cabo Verde), con el objetivo de minimizar el impacto de la caída del mercado nacional.
2. **Mantenimiento de su estabilidad financiera, apoyada por el cumplimiento del plan de negocio establecido y sostenibilidad de su cartera de activos.** La refinanciación de la deuda proporciona estabilidad financiera al grupo durante los próximos años. Para ello será necesario cumplir el plan de negocio establecido, junto con la política de control de costes, sin que sea necesario desinvertir activos ni realizar ampliaciones de capital. En este punto, destacar que el GSJ posee una estructura flexible permitiendo reasignar recursos entre las zonas geográficas donde tiene presencia, con una estructura de costes ajustada y una firme política de control de riesgos.
3. **Obtención futura de valor a través del desarrollo de los importantes proyectos singulares.** A largo plazo, consideramos clave la generación de valor con el desarrollo de denominada "Madrid Nuevo Norte".
4. **Seguir equilibrando la cifra de negocios,** tomando la actividad de construcción como el principal motor, incrementando el peso en el ámbito internacional –potenciando el desarrollo en los países en los que ya estamos presentes y en aquellos de futura penetración–, manteniendo los niveles de calidad en la producción y de satisfacción de los clientes y proveedores que han posicionado al Grupo SANJOSE como un referente en el mercado, analizando e incentivando la aplicación de innovaciones y progresos tecnológicos, y manteniendo un nivel de costes reducido que garantice la rentabilidad de los proyectos.

Consideramos que en la medida que el Grupo San José pueda hacer frente a estos grandes retos, supondrá una clara generación de valor.

5. FACTORES DE RIESGO

A continuación, trataremos de comentar los principales focos de riesgo que vemos tanto en Grupo San José como en los sectores donde se posiciona.

Inestabilidad política en España. En España en los últimos años, tras diversos cambios de gobierno, ha generado una incertidumbre que impacta directamente en la obra pública licitada. En la parte de obra civil, la banca sigue ejerciendo un cuello de botella a la hora de crecer en el número de viviendas construidas por años, pese a que como hemos comentado, pensamos que la demanda comenzó en 2016 un nuevo ciclo expansivo. Por estas razones, pensamos que los próximos años a nivel nacional GSI puede seguir con crecimiento cero en su cartera de pedidos hasta que no se solucione la situación política en España. Pese al pesimismo reinante, sí pensamos que el ciclo de “reposición” y mejora de parte de las infraestructuras actuales permitirá al grupo ir aumentando su cartera de pedidos a lo largo de los 3 próximos años. También esperamos que la banca comience a otorgar crédito para la construcción tanto en obra pública y privada, para conseguir ampliar el cuello de botella al que hemos hecho referencia.

Riesgos asociados a la diversificación geográfica y por negocios. El Grupo tiene sus principales saldos y transacciones en Chile (UF*), Perú (Soles PEN), México (peso MEX), Argentina (peso ARS), Cabo Verde (Escudo Cabo Verde, actualmente tiene paridad al euro) y Abu Dabi (Diham AED). Aunque ya hemos comentado que la estrategia de diversificación geográfica de GSI nos parece correcta y no supone un gran riesgo, no podemos obviar que en menor medida la compañía está expuesta al tipo de cambio y la dependencia de un número reducido de contratos en algunos segmentos de actividad, como es el caso de Argentina, que este año ha tenido un impacto negativo por problemas técnicos y este hecho ha repercutido en los fondos propios del grupo. Pero no en todos los casos este riesgo no es real, dado que depositan garantías en algunos proyectos internacionales.

Riesgo Financiero. GSI posee un volumen de deuda neta financiera (€41,429mn 3T'18), pero a cierre del ejercicio 2018, presenta una posición neta de tesorería de 23,4 millones de euros. Teniendo en cuenta el nivel de EBITDA que estimamos para este ejercicio 2019 (€59,57mn). El ejercicio 2018 supuso un ratio deuda/EBITDA inferior a 1, esto sitúa a la compañía en una posición inmejorable para seguir amortizando deuda en los próximos años. El acuerdo alcanzado para la refinanciación de su deuda en 2014 ha adaptado la estructura financiera a las necesidades de tesorería de su plan de negocio a 2018 y le debe dotar de estabilidad financiera durante los próximos 2 años.

Riesgo de tipo de interés. El grupo se financia en tipo fijo en moneda local o en la divisa con la cual se ha desarrollado el proyecto, como es el caso de Argentina. En España y Chile están respaldados por un tipo fijo. El objetivo de la gestión de este riesgo es amortiguar los impactos en el coste de la deuda motivados por las fluctuaciones de dicho tipo de interés, para ello se contratan derivados financieros para suavizar estas fluctuaciones.

Poca difusión del valor. La nula cobertura por parte de bancos de inversión, *brokers*, junto con el escaso volumen de este tipo de compañías en los últimos años, hace que el grupo San José hasta el momento, no haya llegado a un mayor número de accionistas que permitan incrementar la liquidez del valor. Las próximas conversiones de deuda y la falta de comunicación de la compañía tampoco han ayudado en estos últimos años. En cualquier caso, la compañía está dispuesta a cambiar estas políticas a futuro, permitiendo que el valor adquiera la notoriedad del valor en estos sectores.

*NOTA: En Chile, la mayor parte de las transacciones se llevan a cabo en UF, lo cual protege a la empresa del peligro de cambio que pueda suponer la variación en la inflación.

6. ANÁLISIS FINANCIERO

6.1 Cuenta de resultados y estimaciones

En primer lugar destacar que las estimaciones de GPM se pueden considerar conservadoras, fundamentadas en la dependencia de las actividades estratégicas en los que se posiciona GSJ (construcción) de la situación económica nacional. Como hemos comentado, la economía española podría quedarse retrasada en el proceso de recuperación de las economías europeas y nos hacen ser cautos en las previsiones.

Para realizar el cálculo de las **estimaciones de ingresos** hemos tenido en cuenta las diferentes áreas de la compañía:

Ingresos (miles€)	2018	2017	Variación
Construcción	675.961	600.994	12,50%
%	89,13%	88,01%	
Inmobiliaria y Desarr. Urbanístico	3.761	6.769	-44,40%
%	0,50%	0,99%	
Energía-medio ambiente	9.711	11.165	-13,00%
%	1,28%	1,64%	
Concesiones y servicios	50.875	47.740	6,60%
%	6,71%	6,99%	
Ajustes de consolidación y otros	18.115	16.200	11,80%
%	2,39%	2,37%	
TOTAL	758.423	682.868	11,10%

Los principales supuestos utilizados en la previsión de los resultados para los próximos años han sido:

i. En construcción:

- Aumentos en actividad debido a la recuperación del volumen de licitación privada y demanda en el mercado residencial y en el no residencial, así como el aumento de la cartera del área nacional.
- Estimamos que prosiga el aumento del sector en los siguientes ejercicios.

ii. Para el resto de áreas:

- Evaluamos un ligero crecimiento debido a la escasa madurez del resto de actividades que compense la dependencia de la situación económica nacional mientras que el área comercial sufre un aumento más acelerado debido a la recuperación del consumo en España y a nivel internacional.
- Mercado internacional. Un mayor crecimiento durante los próximos ejercicios en los países emergentes donde está consolidado (Emiratos Árabes, Cabo Verde, México y Chile entre otros) y ligero aumento en los que se está estableciendo. Por otro lado, se encuentra Portugal, siendo un país muy estable y adoptando la misma posición que en España.

Las partidas de gastos del grupo tienen poca relevancia. Lo más destacable lo encontramos en el apartado de "otros gastos de explotación" que aumenta un 21,9% hasta los 95,9 millones. Los costes de personal han aumentado un 13,4% hasta los 116,8 millones de euros en 2018 y su plantilla media (3.017 empleados en total). Por otra parte, el coste de aprovisionamiento ha subido un 9,9% (507,7 millones) respecto al mismo periodo del año anterior, esto se ha visto reflejado en un aumento de los precios.

En construcción, la estructura de gastos eficiente, provisiones extraordinarias (y no recurrentes) y mejora de la calidad de la cartera podría traducirse en un aumento de la actividad y de la rentabilidad del área (>2,5%) durante los próximos ejercicios.

Los resultados financieros del grupo han ido evolucionando en función de la recuperación económica del país y en concreto del sector y por la disminución de deuda financiera de €66,7mn a cierre de 2017 a €23,4mn de posición neta de tesorería a

cierre de 2018, lo que supone una variación del 135,1%. Dentro de la deuda financiera, se incluye la financiación de proyectos sin recurso al GSJ por importe de €105,9mn. El coste de la deuda estará condicionada a la estructura de refinanciación. La DFN/EBITDA alcanza -0,45 a cierre de 2018, lo que muestra una buena capacidad de pago de deuda.

A continuación, se muestran las cuentas anuales del Grupo y las estimaciones de los dos próximos cierres:

Pérdidas y Ganancias (miles €)	2016	2017	2018	2019e
Importe neto de la cifra de Negocios (INCN)	613.394	682.868	758.423	910.658
Otros ingresos de explotación	9.754	9.382	11.816	7.300
Variación de existencias	-5.177	-2.235	1.933	-8.958
Aprovisionamientos	-402.791	-462.034	-507.779	-519.650
Gastos de personal	-94.706	-103.034	-116.801	-157.879
Otros gastos de explotación	-74.549	-78.688	-95.912	-171.897
EBITDA	45.925	46.259	51.680	59.574
Dotación a la amortización	-5.819	-6.762	-5.040	-5.691
Deterioro de existencias, mercaderías, materias primas y otros	862	-2.078	-258	-2.104
Variación de provisiones comerciales y otros deterioros	-15.893	-6.357	-5.351	-4.928
EBIT	25.075	31.062	41.031	46.851
Gastos financieros netos	-6.229	-6.158	-8.766	-5.884
Variación de valor razonable en instr. financ.	0	27	0	0
Diferencias de cambio y otros	-92	-2.328	-5.357	735
RESULTADO FINANCIERO	-6.321	-8.459	-14.123	-5.149
Rdo de entidades valoradas por el método de participación	953	-210	88	-898
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	19.707	22.393	26.996	40.804
Impuesto de sociedades	-11.636	-10.127	-8.828	-12.898
RESULTADO DEL EJERCICIO	8.071	12.266	18.168	27.906

Fuente: Datos GSI

La cuenta de pérdidas y ganancias correspondiente al ejercicio 2018 presenta un **EBITDA** de 51,68 millones de euros, lo que supone un 6,8% del importe de la cifra de negocios (758,42 millones €). En comparación con el mismo periodo de 2017, el **EBITDA** ha aumentado un 11,7%, en gran parte gracias al cobro de proyectos pendientes.

El **EBIT** mejora un 32,1% respecto al obtenido en 2017, alcanzando en 2018 los 41,03 millones, lo que representa el 5,4% del total de la cifra de negocios.

El **resultado financiero** supone un aumento del 67%, pasando de 8,46 millones de gasto en el ejercicio 2017 a 14,12 millones a finales de 2018. Este aumento viene derivado de los gastos financieros y las diferencias de cambio, éstas últimas suponen un 130,1% más que en 2017.

En cuanto al **resultado del ejercicio de 2018**, el Grupo obtuvo 18,17 millones de euros, lo que supone una mejora del 48,1% respecto al ejercicio anterior, por lo tanto, hemos estimado una continuación teniendo en cuenta factores anteriormente comentados, por lo que estimamos un resultado del ejercicio aproximado para 2019 de 27,9 millones de euros.

Cabe destacar la mejora producida tanto en EBIT como en resultado neto, derivado por la mejora de valoración tanto de activos como de la disminución de la partida "amortizaciones", puede ser causa de la finalización de determinadas obras importantes como el caso del Louvre de Abu Dabi.

Balance Consolidado (miles €)	2016	2017	2018	2019e
Inmovilizado intangible	20.557	19.581	18.079	19.887
Inmovilizado material	45.900	45.349	71.033	69.136
Inversiones inmobiliarias	4.711	3.297	10.731	11.804
Inversiones en empresas asociadas	53.121	50.373	40.422	40.464
Activos financieros no corrientes	150.947	123.481	87.738	87.738
Activos por impuestos diferidos	32.839	35.135	36.558	40.214
Fondo de comercio de consolidación	9.984	9.984	9.984	9.984
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	318.059	287.200	274.545	279.227
Activos no corrientes	4.186	0	4.902	5.392
Existencias	104.122	104.704	114.885	120.428
Deudores comerciales	242.529	261.132	259.865	285.852
Otros activos financieros corrientes	101.884	91.206	58.166	66.815
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	251.839	220.134	283.434	296.645
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	704.560	677.176	721.252	775.132
TOTAL ACTIVO	1.022.619	964.376	995.797	1.054.359
Patrimonio neto atribuido a la sociedad dominante	60.737	58.645	80.996	94.823
Intereses minoritarios	21.297	20.866	24.262	28.192
TOTAL PATRIMONIO NETO	82.034	79.511	105.258	123.015
Provisiones a largo plazo	28.963	30.313	40.121	48.932
Deuda financiera no corriente	383.617	311.625	252.084	226.716
Instrumentos financieros derivados	906	591	351	992
Pasivos por impuestos diferidos	15.491	19.541	25.635	28.199
Otros pasivos no corrientes	965	904	865	952
TOTAL PASIVO NO CORRIENTE	429.942	362.974	319.056	305.790
Provisiones a corto plazo	42.386	37.895	31.227	26.961
Deuda financiera corriente	63.724	65.828	65.759	65.421
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	404.533	418.168	474.497	504.826
TOTAL PASIVO CORRIENTE	510.643	521.891	571.483	597.208
TOTAL PASIVO	1.022.619	964.376	995.797	1.026.013

Fuente: Datos GSJ

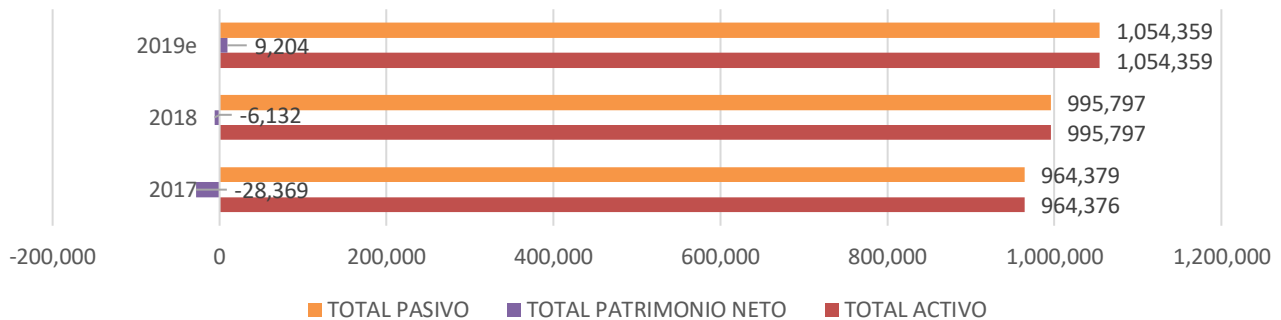
*NOTA: En el tercer trimestre de 2018, se ha incorporado en el Patrimonio neto de Gestión 110,4 y 107,9 millones correspondiente al préstamo participativo de GSJ.

El Grupo ha aumentado un 56,6% el **inmovilizado material**, situando la cifra a cierre de año en 71 millones respecto a los 45,34 millones del ejercicio anterior. Valoramos al **activo corriente** a final de año en 721,25 millones gracias al aumento de tesorería derivado por el aumento del *cash flow operativo* de las actividades del grupo.

El **patrimonio neto** se sitúa a cierre de 2018, en 105,25 millones, por lo que aumenta un 32,4% respecto al cierre de 2017, contribuido por un mayor aumento del patrimonio neto atribuido a la sociedad dominante.

Finalmente, el **pasivo corriente** cierra 2018 con 571,48 millones debido al aumento de los acreedores comerciales y otras cuentas a pagar (€474,49mn), un 13,5% más que en el ejercicio 2017.

Comparación Balance 2016-2019e



Fuente: Datos GSJ

Estado de flujos de efectivo (miles €)	2016	2017	2018	2019e
Recursos Generados por las Operaciones	47.678	49.874	56.552	59.265
Variaciones de Circulante	39.041	-18.156	41.290	51.695
Otros	-10.896	-8.206	-12.467	15.954
Flujo de Caja Operativo Neto	75.823	23.512	85.375	126.914
Desinversiones/(Inversiones)	-10.219	-1.867	-6.236	-11.658
Variación inversiones financieras corrientes	6.324	36.200	56.533	71.957
Flujo de Caja por Inversiones	-3.895	34.333	50.297	60.299
Flujo de Caja Libre (FCF)	71.928	57.845	135.672	187.213
Cobros/(Pagos) por valores propios	-801	-1.030	-261	-205
Incremento/(Disminución) Endeudamiento	-44.060	-67.565	-63.215	-57.478
Ingresos/(Gastos) Financieros	-4.666	-6.410	-7.180	-7.906
Otros	-2.396	-14.544	-1	-75
Flujo de Caja por Financiación	-51.923	-89.549	-70.657	-65.664
Efecto de las variaciones de los tipos de cambio	0	0	-1.715	-1.893
Flujo de Caja Total	20.005	-31.704	63.300	119.656
Tesorería	251.839	220.134	283.434	296.645

Fuente: Datos GSJ

Durante el ejercicio 2018, se realizaron **inversiones** por 6,23 millones y se produjo una **variación en inversiones financieras corrientes** de 56,1mn, obteniendo una salida de caja por inversiones de €50,3mn en comparación con los 34,3mn de la salida de caja a cierre de 2017.

En junio de 2018, destacamos la entrada en caja de 46,8 millones desde la partida "Otros cobros/(pagos) por operaciones de inversión" al hacerse líquidos activos financieros a largo plazo (principalmente de las concesiones de los hospitales de Chile).

Teniendo en cuenta la bajada de deuda en el ejercicio 2017 (€66,7mn) y la variación producida en 2018 (135,1%), situándose en 23,4 mn de posición neta de tesorería. El Grupo estima ejecutar los warrants emitidos, procediendo a capitalizar el importe íntegro de la deuda financiera por parte de los acreedores de la sociedad, lo que ascendería a 111,4mn de euros.

Con todo esto, la compañía cerró 2018 con €283,4mn de caja, dado que al cierre del ejercicio 2017 tenía 220,1 millones, se ha producido una mejora del 28,75%. Las principales causas son la disminución de deuda financiera con entidades de crédito y la significativa mejora del FCF.

Posición Neta de Tesorería (miles €)	2016	2017	2018	2019e
Otros activos financieros corrientes	101.884	91.206	58.166	66.815
Efectivo y otros activos líquidos	251.839	220.134	283.434	296.645
Total Posiciones Activas	353.723	311.340	341.600	363.460
Deuda financiera no corriente	383.617	311.625	252.084	226.876
Instrumentos financieros derivados pasivos l/p	906	591	351	316
Deuda financiera corriente	66.344	65.828	65.759	60.498
Total Posiciones Pasivas	450.867	378.044	318.194	287.690
TOTAL DEUDA FINANCIERA NETA	97.144	66.704	-23.406	-75.770

Fuente: Datos GSI

Con todo esto, se obtendrá un ratio DFN/EBITDA a finales de este ejercicio entorno a la unidad, lo que significa que la empresa está financiando sus proyectos mediante una combinación equilibrada entre endeudamiento y patrimonio.

6.3 Tablas comparativas y ratios

Millones de euros	2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	2018
Ventas	683,00	152,85	329,88	510,00	758,42
Beneficio Neto	12,00	4,70	12,15	18,00	18,16
EBITDA Bruto	46,26	9,39	20,39	32,44	51,60
DFN	67,00	40,99	44,31	41,43	35,60
Patrimonio Neto	80,00	77,74	81,71	84,00	105,25
Cartera	1.630	1.736	1.886	1.880	1.916
Cotización final del periodo	3,55 €/acción	3,62 €/acción	3,92 €/acción	5,34 €/acción	4,60 €/acción

Fuente: Bloomberg

Como se puede observar en la tabla anterior, y teniendo en cuenta el criterio **PER**, las empresas se encuentran en su mayoría entre el intervalo 17-25x, lo cual se puede entender como que los inversores prevén una subida de los beneficios de la acción o bien la acción está sobrevalorada. En el caso del GSI, y debido a los proyectos que tiene pendiente, sí que se podría entender como la expectativa de aumentar su cotización por lo menos a medio plazo.

El **ratio EV/EBITDA** compara el valor de la empresa con los beneficios brutos antes de intereses, impuestos, amortizaciones y depreciaciones teniendo en cuenta el coste de las deudas. La media del sector de construcción se sitúa en 10,2x, por lo tanto, GSI se sitúa un poco por encima de esta media (11,57x). Esto sitúa al grupo por detrás de Ferrovial y Acciona, como una de las empresas con expectativas favorables que invitan a la compra.

La comparativa entre el valor de la empresa y los ingresos (**EV/Revenue**) nos muestra unos ratios muy similares entre las empresas y la media (0,50 veces). Una cifra baja supondrá a priori que la compañía está infravalorada.

La compañía ha obtenido un **current ratio** superior a 1, lo cual nos dice que cumple con sus obligaciones respecto a los activos más líquidos. La calidad de deuda del grupo refleja la facilidad de la empresa para devolver los fondos ajenos al obtener una cifra relativamente pequeña (0,30).

3T-2018	
Current Ratio	1,28
Quick ratio	1,07
Calidad deuda	0,30
Autonomía financiera	0,44
Rotación de cuentas a cobrar	2,64
Deuda/Activos	35,60%
Precio/ventas (P/S)	0,50
Precio/valor contable (P/B)	5,26
Precio/BPA	20,05
ROA	1,90%
ROE	28,50%
Fondo de maniobra	1,30

La **deuda entre el total de activos** muestra el grado de endeudamiento de la empresa en relación al total de sus activos, la media suele encontrarse entre el 40%-60%, y como se puede observar San José se encuentra por debajo de estos parámetros, lo que nos demuestra que cuenta con un nivel de recursos propios muy elevado. El **ROE** es mayor que el **ROA**, lo que quiere decir que se ha financiado parte del activo empresarial con deuda y eso ha supuesto un crecimiento de la rentabilidad financiera. El fondo de maniobra obtenido es de 1,30, lo cual demuestra el equilibrio de la empresa para hacer frente a sus obligaciones a corto plazo.

7. VALORACIÓN DEL GRUPO SAN JOSÉ

A continuación, pasamos a desarrollar la valoración por cada una de las áreas y mediante una valoración por suma de partes (por la heterogeneidad de los sectores que la componen) y teniendo en cuenta los ratios estudiados en el apartado anterior:

7.1 Actividad construcción

Para valorar aplicamos una media de DCF y múltiplo 7x EV/Ebitda 18e, acorde con los ratios del sector en España y Europa. Obteniendo como resultado 280 millones para esta línea de negocio. Analizando más adelante los proyectos con mayor relevancia:

- Proyectos singulares

Valoración de la participación en MNN

Valoramos la operación Chamartín a precios actuales de mercado, contemplando un precio constante por metro cuadrado actualizado a precio 2018, sin tener en cuenta las posibles revalorizaciones del metro cuadrado de la zona que se están produciendo en el sector y que prevén un alza de entre un 15-30% en los próximos 5 años.

Además, consideramos esta participación como una de las claves tanto de la estrategia como el potencial valor oculto que posee el Grupo San José.

- Asumimos un volumen total del proyecto de unos 4,5mn m2 de la Madrid Nuevo Norte (con 2,66mn m2 edificables, 1,22mn m2 de oficinas, 236.324 m2 de infraestructura ferroviaria, unas 391.835 m2 de extensión de área natural ya existente y unas 10.510 viviendas), donde el grupo tiene una participación del 24%.
- En nuestros cálculos hemos utilizado un precio medio en la zona Norte de Madrid de €3.968/m2 y el precio medio de oficina (30€/m2).
- Estimamos un coste de edificabilidad (tanto de urbanización como coste de construcción) de €4.000/m2, lo que implica un margen medio del 37%. Recordad que el índice de edificabilidad en la zona se situaría en 1,05 (similar a la de los rascacielos de la antigua Ciudad del Real Madrid y superior al 0,6 de media) justificado por la elevada inversión necesaria para hacer frente a las infraestructuras.
- Actualizamos esta valoración asumiendo la fase prevista de desarrollo del proyecto y que supone un valor final de la participación del GSI en MNN de €393 mn obteniendo una valoración de 6,04€/acc.

Valoración de Carlos Casado SA y La Tablada

- Carlos Casado S.A., tiene una participación del Grupo San José del 50%. Teniendo en cuenta la valoración del mercado a fecha del informe (0,28€/acc), lo valoramos en €39,1mn.
- Parque Lagos La Matanza, valorado en €90mn, se les ha aplicado un descuento de 50,4% debido a la infravaloración por parte del mercado y la situación argentina, obteniendo una valoración final de €45,36mn.

7.3 Actividad promoción y comercial

La mayor parte de la superficie arrendada se encuentra en Sudamérica (Argentina) y la actividad del área comercial centra su distribución en marcas en España, Portugal y Andorra. Tomando como referencia la valoración 2018 de acuerdo con el sistema de valoración RICS y los estándares IVS, el valor de los activos inmobiliarios de la compañía, así como los de la actividad comercial la valoramos en 86,3 millones de euros. Aplicamos un descuento del 50% en función de lo que cotiza el mercado y teniendo en cuenta el perfil de la compañía, obteniendo una valoración final de €43,15mn.

**NOTA: En el último semestre de 2018, se han traspasado activos de Cresca al inmovilizado material, que tras los ajustes de tasación se ha obtenido un resultado positivo en PyG.*

7.4 Actividad Energía, servicios y concesiones

En este apartado se evalúan las diferentes filiales aplicando diversos múltiplos en cada una de ellas y teniendo en cuenta las expectativas y sus competidoras cotizadas. Se parte de una coyuntura de recuperación económica consecuente de la posible ampliación de nuevos contratos a largo plazo con un 5xEV/Ebitda 18e.

- Energía, 5xEV/EBITDA 2018 valorado en €17mn.
- Servicios y concesiones, 5xEV/EBITDA 2018 valorado en €8mn.

7.5 Créditos fiscales

Tenemos en cuenta los créditos fiscales que la empresa tiene acumulados, contando el ahorro fiscal de €118mn a deducir en los próximos 15 años y otros activos en el balance como Comercial Udra, Panamerican Mall (el mayor centro comercial de Buenos Aires), las acciones de Oryzon y otras pequeñas participaciones en diversas compañías. Con esto, realizamos una valoración de 1,80 €/acción (€118mn/nº acciones).

7.6 Valoración del Grupo San José

Como se puede observar en la siguiente tabla, se ha realizado una valoración mediante suma de partes y se ha aplicado un descuento del 20% por iliquidez. El valor del grupo san José es de €664mn, esto supondría un precio objetivo de 10,21€/acc. También incluimos el valor de MNN (6,04 €/acc), esto supone un poco más de la mitad del precio objetivo y un gran valor para la compañía. Por ese mismo motivo, invertir hoy en día en GSJ significa apostar por el desarrollo futuro de MNN, que haga emerger su valor. A continuación, adjuntamos tabla resumen de la valoración del Grupo:

Valoración GSJ		
(mn€)	EV	Criterio
Construcción	280,00	7xEV/EBITDA 18 y DCF
Proyectos singulares	477,46	
·MNN	393	Valor de mercado:
·Carlos Casado SA	39,10	
·La Matanza	45,36	50,40%
Promoción y patrimonio	43,15	50%
Energía	17	5x EV/EBITDA 18e
Servicios y concesiones	8	5xEV/EBITDA 18e
EV Total	825,61	
Minoritarios y otros	-20,8	
Deuda neta 18	23,406	
Créditos fiscales	1,80	€118mn/nºacc
Valor total	830,02	
Valor descontado	166,00	(dto iliquidez 20%)
WACC	60,59	7,30%

€393mn/nº acc =	6,04 €/acc
Valor objetivo=	10,21 €/acc
último precio	6,75 €/acc
Potencial	51%

Destacamos que se trata de una empresa madura con fuerte generación de efectivo, un incremento de la cartera de obra, la disminución progresiva de deuda financiera para hacer crecer el negocio y su estabilidad. Finalmente, dado el potencial y valor objetivo obtenido (€10,21/acc, potencial +51%), nuestra recomendación es COMPRAR.

8. GLOSARIO

- Price Earnings Ratio (PER ó P/E):** $\text{Capitalización/B}^{\circ} \text{ neto total ó Precio acc./BPA}$

Este ratio indica el número de años de beneficios que necesita una compañía para recuperar el dinero invertido en la compra de sus acciones si el beneficio por acción fuese constante.

0-10: infravalorada
1-17: el más adecuado
17-25: los inversores prevén subida de los beneficios o la acción está sobrevalorada
+25: puede ser consecuencia de precios inflados o grandes expectativas de crecimiento de los beneficios futuros.
- Beneficio por acción ó Earnings per Share (BPA ó EPS):** $\text{Beneficio neto/n}^{\circ} \text{ acciones}$

Te muestra cuánto de lo obtenido por la empresa cini resultado de su actividad correspondería a cada acción. Un alto BPA induce a comprar la acción y una cifra baja a venderla. Una subida de su BPA puede significar que bien ha subido su beneficio o que han disminuido las acciones de la empresa o ambos casos.
- Price to sales (P/S):** $\text{Capitalización/Ventas ó Precio acc./ (Ventas/acc.)}$

Muestra la relación que existe entre el precio de cotización y las ventas por acción. Nos dice qué valor obtiene la empresa por cada euro ingresado. Si el resultado obtenido es bajo, se puede deber a que la compañía está infravalorada y por el contrario, si el ratio es elevado puede que la empresa esté sobrevalorada. Se suele usar este ratio para comparar empresas del mismo sector.
- Price to book value (P/B), ratio precio valor contable:** $\text{Capitalización/Valos contable de los fondos propios}$

Este ratio dice la relación que existe entre la capitalización de mercado y el valor en libros, nos dice cuánto estaríamos pagando por la empresa si ésta se declarase en quiebra de forma inminente.

Si >1 , alta probabilidad de quiebra u ocasión de oportunidad de inversión ya que la compañía está infravalorada
Si $1,5 > x > 2,5$ normal
- Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA):** $\text{Valor de la empresa/EBITDA} = X \text{ veces}$

Compara el valor de una empresa con los beneficios brutos antes de intereses, impuestos, amortizaciones y depreciaciones, para determinar si la empresa incorpora mayor o menor valor que el directamente relacionado con los recursos generados. Un múltiplo inferior podría significar que se están generando resultados por encima de la gestión de la empresa, por lo que resultará más atractiva y con expectativas de revalorización.

Un EV/EBITDA negativo significa que la empresa está en una situación complicada y con un elevado riesgo. Por otro lado, si la cifra es menor a la media del sector supondrá unas expectativas favorables sobre una compañía que invita a considerar una compra.
- Enterprise Value to Sale (EV/Sales):** $\text{Valor de la empresa/Ventas}$

Mide la relación entre las ventas y la cotización de la empresa. Cuantas más veces refleje las ventas el precio de la acción más sobrevalorada se encontrará la empresa que se está analizando. Es un ratio utilizado para comparar entre diferentes compañías del mismo sector. Una relación baja indica la posible infravaloración y una relación significativamente por encima del promedio puede sugerir una sobrevaloración.
- Enterprise Value to Revenue (EV/Revenue):** $\text{Valor de la empresa/Ingresos}$

Este ratio es utilizado por los analistas para realizar una comparativa rápida entre empresas y su precio. Es utilizado para valorar determinadas compañías en el caso de una adquisición potencial. Si el resultado es alto, quiere decir que la compañía está sobrevalorada, en cambio si es bajo, quiere decir que a priori la empresa estará infravalorada.
- Return On Assets (ROA):** $\text{EBIT/Activos totales}$

Es la relación entre el beneficio obtenido en un determinado periodo y los activos totales de una empresa, es decir, mide la eficiencia de los activos totales independientemente de las fuentes de financiación utilizadas. En general, un buen ROA es aquel superior al 5%.
- Rentabilidad financiera o Return On Equity (ROE):** $\text{Beneficio neto/Recursos propios}$

Son los beneficios económicos conseguidos a partir de las inversiones hechos y los recursos propios, este porcentaje sirve para valorar la ganancia conseguida sobre los recursos utilizados.

ROE > ROA, significa que el hecho de haber financiado parte del activo empresarial con deuda ha supuesto el crecimiento de la rentabilidad financiera.

ROE = ROA, significa que la totalidad del activo se ha financiado con fondos propios sin acudir a la deuda.

ROE < ROA, la deuda que se ha utilizado para financiar el activo supera la rentabilidad económica.

- Quick Ratio ó Acid-Test Ratio:** $(\text{Activo corriente} - \text{inventario}) / \text{Pasivo corriente}$

Es un indicador que mide la liquidez de corto plazo de una empresa y la capacidad que tiene para cumplir con sus obligaciones respecto a los activos más líquidos.

Si <1 puede significar que la compañía depende en gran medida del inventario u otros activos a pagar sus pasivos a corto plazo. Normalmente se recomienda que sea mayor a 1. Contra mayor sea será mejor la posición de liquidez de la compañía, pero una liquidez demasiado alta supondrá que tiene pendientes.
- Current ratio:** $\text{Activo Corriente} / \text{Pasivo corriente}$

Este indicador es muy parecido al Quick Ratio, con la diferencia de que el anterior no tiene en cuenta el inventario puesto que no se puede considerar como un activo líquido.
- Calidad de deuda:** $\text{Pasivo corriente} / \text{Total pasivo}$

Determina la proporción que representa la deuda a corto plazo sobre el total de deuda. Contra menos sea reflejará una mayor facilidad para devolver los fondos ajenos al dilatarse los vencimientos de éstos en el tiempo.
- Fondo de maniobra (FM):** $\text{Activo corriente} / \text{Pasivo corriente ó AC/PC}$

Se tratan de los recursos financieros a largo plazo que la empresa necesita para poder llevar a cabo su actividad en un periodo corto, es decir, mide la capacidad de la empresa para continuar con el desarrollo de su actividad. Si el FM:

Igual a cero: $(AC=PC)$, puede suponer el principio de una situación de riesgo

Positivo: $(AC>PC)$ situación ideal de equilibrio financiero de la empresa, es decir, después de hacer frente a las obligaciones a corto plazo tiene un excedente del activo.

Negativo: $(AC<PC)$ situación en la cual la empresa carece de recursos suficientes para afrontar los pagos a corto plazo.
- Autonomía financiera:** $\text{Capitales propios} / \text{Capitales permanentes}$

Este ratio mide la capacidad de una empresa para financiarse, por ello relaciona los capitales propios de la empresa con el total de capitales permanentes necesarios para su financiación. Cuanto mayor sea la cifra obtenida, mayor será la autonomía financiera de la empresa y por tanto tendrá mayor capacidad para afrontar situaciones de incertidumbre que aparezcan.
- Rotación de las cuentas a cobrar (RCC):** $\text{Ventas} / ((\text{Saldo inicial créditos por cobrar} + \text{Saldo final créditos por cobrar}) / 2)$

Es una buena herramienta para el control del dinero que te deben por ventas a crédito. Si se obtiene una cifra elevada o creciente, implica que la empresa opera más al contado, vende más o se vuelve más eficiente en sus cobranzas. Si por el contrario es bajo o disminuye, quiere decir que la compañía puede correr el riesgo de mantener muchos créditos por cobrar y no contar con activos líquidos para afrontar sus obligaciones.
- Razón endeudamiento del activo total:** $\text{Pasivo total} / \text{Activo total}$

Sirve para establecer una métrica del grado de endeudamiento de una empresa en relación al total de sus activos. Con este cálculo sabremos qué proporción de la actividad de la empresa (activo total) está financiada por sus acreedores (pasivo total). Habitualmente los valores se encuentran entre el 40%-60%, en el caso de ser superior al 60%, la empresa se estaría financiando por terceros, perdiendo de esa forma su autonomía en su administración y gestión y por tanto fenerar una gran carga de intereses. En cambio, si el ratio está por debajo de 40%, la empresa cuenta con un nivel de recursos propios muy elevado.

9. DISCLAIMER

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

Las recomendaciones de GPM son comprar, vender y mantener. La recomendación de COMPRAR se emite para aquellas compañías en las que GPM espera una evolución mejor a la del mercado en un 10% o más en el plazo de un año (referencia Ibex 35 e Índice General de la Bolsa de Madrid para valores españoles), mientras que la de VENDER se emiten para aquellas compañías en las que se espera una evolución peor a la del mercado en un -10% o menos en el plazo de un año. La recomendación de MANTENER se emite para aquellas compañías en las que se espera una evolución similar a la del mercado en una horquilla de +/- 10%.

Este informe ha sido elaborado por GPM con la finalidad de proporcionar información general a la fecha de emisión del informe, y está sujeto a cambio sin previo aviso. GPM no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento. En ningún caso este documento contiene recomendaciones personalizadas como tampoco implica asesoramiento en materia de inversión, pues ha sido elaborado con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciben. Ni el presente documento ni su contenido constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones.

Los inversores deben tomar sus propias decisiones de inversión, basadas en sus objetivos específicos de rentabilidad y riesgo. La recomendación de este informe podría no ser interesante para todos los inversores: el inversor que tenga acceso a este informe debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones mencionados en el mismo pueden no ser adecuados para sus objetivos de inversión específicos, su posición financiera o su perfil de riesgo. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o resultados históricos de las inversiones no garantiza la evolución o resultados futuros. GPM no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

El precio de los valores e instrumentos y los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponer la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo en estos casos necesario hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como de los propios valores subyacentes a los mismos. Podría no existir un mercado secundario para dichos instrumentos.

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

La remuneración del personal que ha elaborado estos informes no está vinculada, ni directa ni indirectamente, a las recomendaciones u opiniones expresadas en los mismos.