

## CLERHP

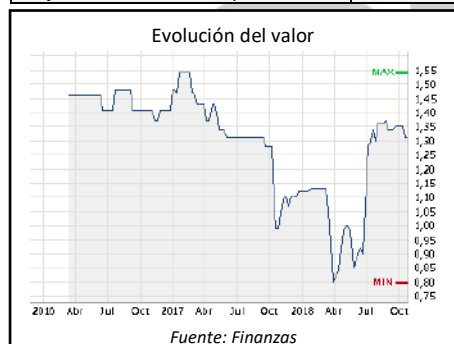
10/01/2019

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

Último precio	1,27€	COMPRAR
Precio objetivo 12 meses	1,59€/acc.	
Potencial	+25%	

Nombre de valor		
ISIN	ES0105121000	
CIF	A-30859755	
Ticker	CLR	
Nº acciones	10.076.768	
Valor Nominal	0,04 €	
Capitalización	12.797.495€	
Precio salida	10/06/2016 1,23	
Último precio	11/01/2019 1,27	
periodo 2017	Precio máximo 1,58€	Precio mínimo 0,99€
	Precio máximo 1,37€	Precio mínimo 0,8€
Periodo 2018		
Volumen (miles acc.)	1.897	
Efectivo (miles €)	1.631	

Principales Accionistas	
Juan Andrés Romero Hernando	15,93%
Pedro José Romero Hernández	15,20%
Alejandro Clemares Sempere	13,89%



**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.

### CLERHP, una ingeniería con futuro

#### - Una empresa que exporta el talento de la ingeniería española

Se trata de una ingeniería constructora que construye todo tipo de edificios, está especializada en edificios de altura y aparte proporciona servicios de asesoramiento técnico, diseño y cálculo de estructuras y alquiler de equipos de construcción.

#### - Clerhp aumenta su cartera hasta 19 millones de euros en lo que llevamos de año 2018.

En el último mes de junio se ha adjudicado 13 nuevos contratos para diseñar, calcular y construir proyectos en Latinoamérica y en España, proyectos que suman una cantidad total de 2.710.560€ y entre los que destacan la construcción de la estructura del Hospital Tercer nivel en la ciudad de Potosí y el Parque Venecia en Zaragoza. Con esto, la compañía asegura su crecimiento hasta 2019.

#### - Realiza los servicios de ingeniería en España

Esto genera unas economías de escala, que benefician a la empresa a medida que expande sus horizontes a nuevos mercados, con proyectos centralizados y bajo la supervisión de la matriz.

#### - El riesgo de tipo de cambio en el punto de mira

La empresa opera principalmente en países donde emplean el USD, lo cual supone un riesgo de tipo de cambio EUR/USD. Al diversificar sus operaciones en países de la zona euro (España), la compañía consigue así reducir operativamente su exposición al USD.

#### - Una apuesta atractiva

Consideramos que la empresa tiene una gran proyección futura, no sólo por los contratos ya firmados que suponen un gran aval, sino también por el respaldo de los datos económicos obtenidos, con un PER en 2017 de 160 frente a un PER del 35,75 de sus principales competidores y un EV/EBITDA de 15,17, por encima de la media del sector 13,1 lo que nos indica, a nuestro parecer, una buena oportunidad de inversión al considerarlo infravalorado por el mercado.

Datos financieros a 31 de diciembre	2016	2017	2018e
Cifra de negocio (€)	4.980.958	5.274.376	8.024.875
EBITDA (€)	629.419	1.025.968	1.752.875
Amortización y depreciación (€)	-414.151	-409.971	-512.000
EBIT (€)	215.268	615.997	1.240.875
Gastos financieros (€)	-124.936	-112.671	-124.000
Impuestos (€)	-126.769	-166.829	-170.000
Resultado Neto (€)	109.727	82.441	946.875
Activos (€)	1.969.388	1.895.913	2.860.071
Inmovilizado Material (€)	1.405.125	1.206.186	1.499.000
Deuda financiera (€)	2.188.386	2.366.918	2.404.000
Acciones en Circulación (€)	10.077.000	10.076.768	10.077.000
Volumen de Negociación (acc)	14.913.960	12.797.495	12.797.797
Beneficio por Acción- BPA	0,01 €	0,01 €	0,09 €
PER	135,92	155,24	13,52
Cifra de negocio por Acción	0,494	0,523	0,796
EBITDA por Acción	0,062	0,102	0,17395
Cash Flow por Acción	0,0361	0,0002	0,0749
Valor contable por Acción	0,1288	0,1153	0,0428
EV/EBITDA (x)	27,17	14,78	8,67
Debt/EBITDA	3,48	2,31	1,37
Margen EBITDA	12,64%	19,45%	21,84%
Deudas por Recursos propios	0,99	1,22	0,83
Return on Assets (ROA)	2,17%	1,60%	16,21%
Return on Equity (ROE)	4,94%	4,24%	32,56%

En GPM consideramos un precio objetivo a 12 meses de 1,59€/acc. muy por encima de su precio actual de cotización de 1,27€/acc, lo que supone un potencial de revalorización de 25%.

**INDICE**

<b>1. TESIS DE INVERSIÓN</b> .....	3
<b>2. DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA</b> .....	4
<b>3. LÍNEA DE NEGOCIO</b> .....	8
<b>I. Ejecución de estructuras (65,9% EBITDA)</b> .....	9
1.1 BOLIVIA .....	10
1.2 ESPAÑA .....	11
1.3 PARAGUAY .....	11
1.4 BRASIL .....	12
<b>II. Diseño y Cálculo de estructuras y asistencia técnica de obra (30,3% EBITDA)</b> .....	12
2.1 ESPAÑA .....	12
<b>III. Alquiler de equipos de construcción (3,8% EBITDA)</b> .....	13
3.1 BOLIVIA .....	13
3.2 ESPAÑA .....	14
<b>IV. Evolución de los sectores</b> .....	14
4.1 Evolución de los sectores en Bolivia .....	14
4.2 Evolución de los sectores en España .....	15
4.3 Evolución de los sectores en Paraguay .....	17
4.4 Evolución de los sectores en Brasil .....	18
<b>V. Otros países</b> .....	19
<b>4. ESTRATEGIA Y CLAVES DE CRECIMIENTO</b> .....	20
<b>5. FACTORES DE RIESGO</b> .....	22
<b>6. ANÁLISIS FINANCIERO</b> .....	23
6.1 Cuenta de resultados .....	23
<b>7. VALORACIÓN DEL GRUPO</b> .....	34
7.1 Valoración mediante múltiplos: Ratios .....	34
7.2 Value y DCF .....	35
<b>8. GLOSARIO</b> .....	38
<b>9. DISCLAIMER</b> .....	40

## 1. TESIS DE INVERSIÓN

La empresa Clerhp Estructuras S.A. fundada en 2011 y matriz de Clerhp, es una compañía dedicada al negocio de las estructuras de edificación que usa un modelo de franquicia para desarrollar su actividad. Desarrolla la promoción y construcción de todo tipo de edificaciones, realización de los proyectos y estudios técnicos de los mismos, así como de asesoramiento técnico, financiero, administrativo, organizativo y fiscal a todo tipo de sociedades.

La empresa cuenta con una cartera de proyectos firmados por valor de más de 19 millones de euros en lo que llevamos de año 2018, de los cuales €11mn los ha obtenido durante los meses de verano. Para este año, la empresa prevé facturar €8mn, sustentados al 100% por los contratos. De la cartera firmada en 2017, más del 70% se ejecutará a lo largo de este ejercicio 2018 y el 30% restante supondrá una visibilidad comercial para la empresa para el año 2019. Como últimos proyectos, destacan la construcción de la estructura del Hospital Tercer nivel de la ciudad de Potosí y el Parque Venecia en Zaragoza.

Es de especial mención, estimamos que el grupo reducirá su deuda financiera en los siguientes tres años. Su deuda actual equivale a la mitad de su patrimonio acumulado y todo esto gracias al aumento de ganancias generado en estos últimos ejercicios y prevemos que ese comportamiento continúe.

Esta ingeniería ha reducido el número de agentes presentes en el proceso de construcción de una estructura englobando la ingeniería y la construcción en un solo agente, lo que permite ofrecer proyectos llave en mano desde sus distintas áreas de negocio (diseño, cálculo y construcción de estructuras), de todo tipo de edificios de una forma competitiva. Al estar desde el principio, aporta soluciones técnicas suponiendo un ahorro de tiempo y costes.

Clerhp Estructuras, es la primera empresa de su Región en cotizar en el Mercado Alternativo Bursátil en la categoría de empresas en expansión y especializados en proyectos de ingeniería de altura. Dado el importante crecimiento global de la compañía y su nivel de diversificación, el aumento en el volumen de cartera de proyectos contratados junto con la cartera de proyectos pendientes supone una cifra de negocios en 2020 alrededor de los €10mn. Desde su última cotización en 2017, las acciones se han revalorizado un 20,54% a fecha

de este informe, y según sus previsiones tienen previsto facturar un total de 8 millones de euros durante todo el ejercicio de 2018.

La expansión internacional es uno de los pilares clave en su estrategia de crecimiento. Clerhp cuenta con un nivel de proyectos de gran relevancia en Latinoamérica que aseguran su consolidación en ese mercado, destacando: Bolivia (Santa Cruz de la Sierra y en La Paz), Paraguay (Asunción) y Brasil (Natal) donde ha instaurado su modelo de negocio. Adicionalmente, tienen como objetivo hacerse un hueco más notorio en el mercado español y entrar en países como Perú, Ecuador, México y Colombia.

Es especialmente relevante su ingeniería intensiva en capital inteligente, su innovador modelo financiero, la generación de importantes economías de escala, sus sistemas de control y análisis comerciales, donde obtienen una clara ventaja competitiva. Su financiación proviene en parte de la reinversión de los beneficios de años anteriores y en parte de deuda nueva.

La empresa centra su estrategia estos últimos años en la apertura de nuevos mercados y en la consolidación en las áreas donde opera actualmente.

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

- **Los riesgos asociados al cambio de divisa**, debido a que la empresa opera mayoritariamente en países cuya moneda operacional es el USD y la disparidad con su moneda funcional (euro) podrían suponer pérdidas si no están debidamente cubiertas.
- **El riesgo vinculado al modelo de negocio**, al tratarse de un sector cíclico, su comportamiento afectaría a todas sus líneas de negocio.
- **Poca diversificación de clientes**, la empresa concentra su facturación en pocos clientes dentro de un mismo país, distribuidos principalmente en dos áreas geográficas (España y LATAM). Esto puede suponer un riesgo si no aumenta la base de clientes debidamente.

## 2. DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

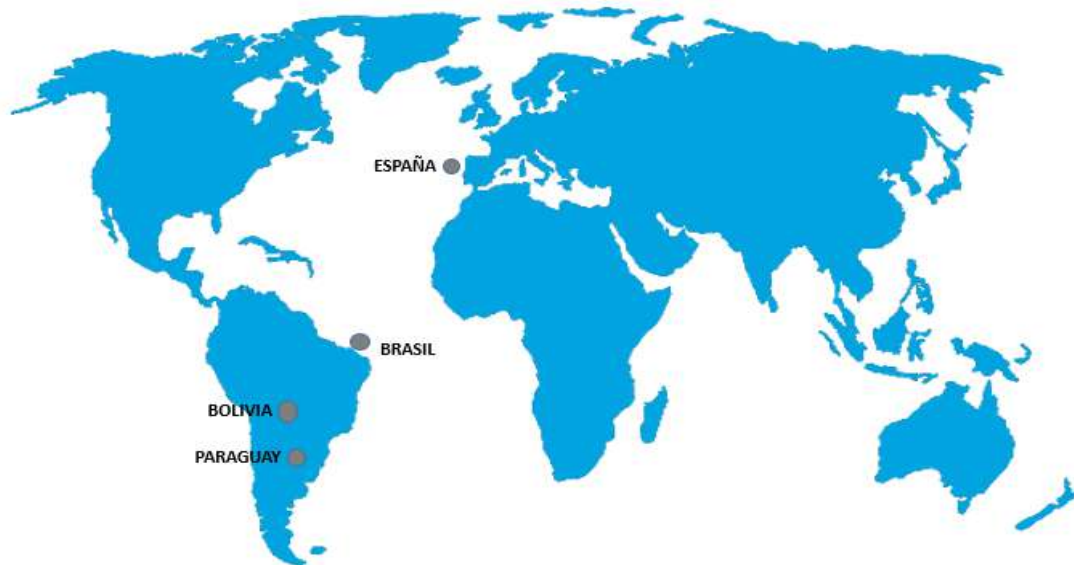
La empresa fue fundada en 2011 en Murcia, dedicada a la ingeniería especializada en el diseño, cálculo y la asistencia técnica de estructuras de todo tipo de edificios que ofrece servicios, en marzo de 2016 la compañía salió al Mercado Alternativo Bursátil (MAB) a fin de darle mayor visibilidad a la compañía y transparencia para aportar una seguridad a sus clientes.

La compañía salió a bolsa por un precio de mercado de 1,27€. Donde alcanzó en el periodo 2017 un valor máximo de 1,58€ y mínimo de 0,99€ y durante este año 2018 ha alcanzado un máximo de 1,37€ frente al mínimo de 0,8€.

Basa su estrategia en la diversificación geográfica, aprovechando la movilidad de recursos a nivel interno dentro de un país y estando en diferentes mercados, con ciclos económicos diferentes que generan una estabilidad temporal de la cifra de negocios.

Cuenta con presencia en España, Bolivia, Brasil y Paraguay, siendo la expansión internacional uno de los pilares claves en su estrategia de crecimiento y teniendo como objetivo principal expandirse a los mercados con alto potencial de crecimiento debido a la estructura poblacional joven.

*Imagen: Países en los que CLR está presente*



*Fuente: Datos CLR*

Tiene su ingeniería centralizada en España, donde realiza la ingeniería para todos los proyectos en los que participa, y posteriormente, van constituyendo filiales en distintos mercados, actualmente por Sudamérica. Estas filiales son constructoras especializadas en el negocio de estructuras y actúan como generadores de mercado para la ingeniería.

Con este modelo de negocio **se generan economías de escala** y a su vez la matriz se beneficia de la retroalimentación positiva que se produce, es decir, les aporta a las filiales un valor añadido a los clientes al tener ingeniería propia que facilita a las filiales una altísima especialización. Existen dos tipos de economía de escala:

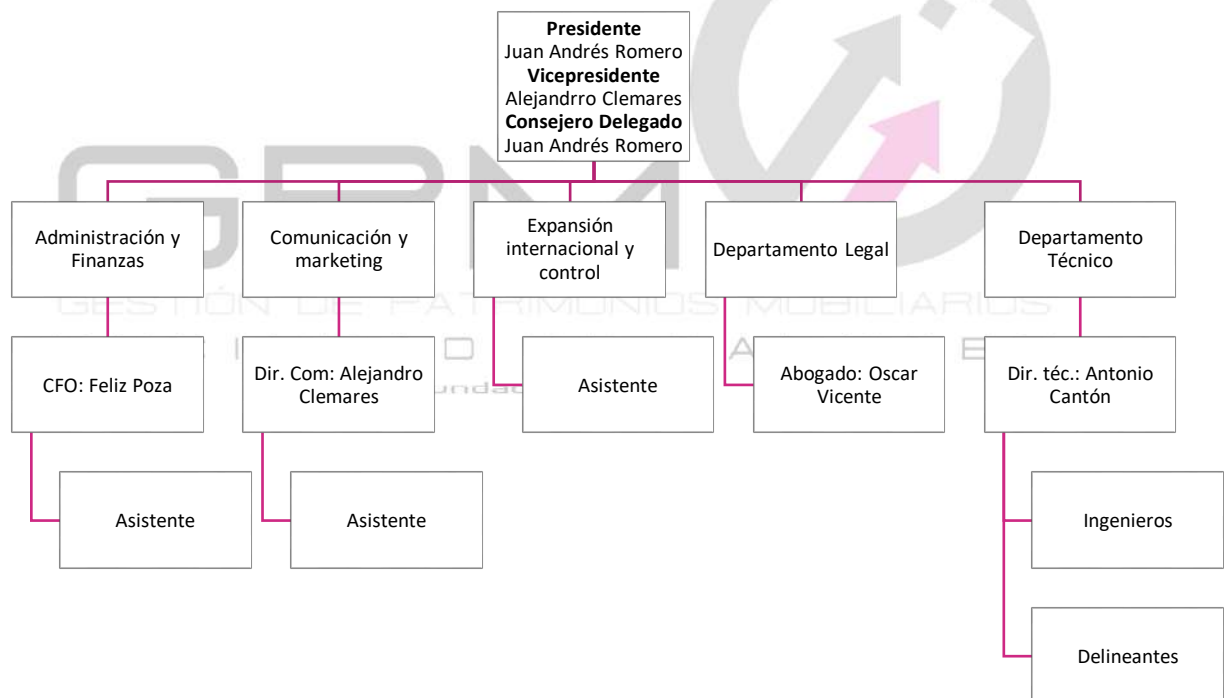
- Economía de escala de tipo económico, una ingeniería, a mayor mercado se puede explotar mejor el número de ingenieros y horas que dedican a cada proyecto
- Economía de escala de tipo técnico, se puede ofrecer a los clientes un producto con un valor añadido adicional debido a la ingeniería muy potente en proyectos que con otras ingenierías no se lo podrían permitir.

Todo ese modelo de negocio se hace con una relación cerrada entre la ingeniería y la construcción, controlándose los procesos desde España a través de sistemas de control, lo que permite tener una especialización muy alta y sacar unos márgenes muy elevados para lo normal del sector, a medida que incrementa la cifra de negocios y se aprovecha de esas economías de escala.

Por tanto, este modelo depura todo el proceso y se basa en la búsqueda de clientes con necesidad de diseño y cálculo de estructuras, así como asistencia técnica de obra. Clerhp, presenta el proyecto y tras la aprobación del cliente, subcontrata mano de obra local del país, quedando los costes materiales necesarios a cargo del cliente.

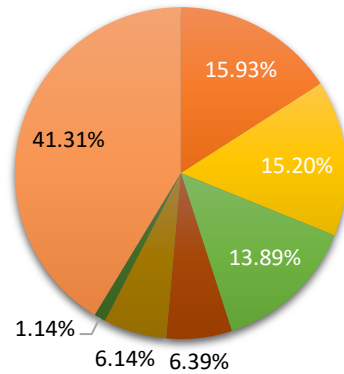
El **valor añadido de la firma** se encuentra en el *know how* de su ingeniería que se constituye principalmente por su capital humano, y viene adquirida gracias al importante crecimiento inmobiliario vivido en España durante la década de los 90.

La compañía tras construir en Santa Cruz de la Sierra (Bolivia) el edificio más alto en los últimos años -100 metros de altura- se ha hecho con un nuevo contrato por importe total de 4,44 millones de euros para la construcción de la estructura de hormigón armado de edificios y oficinas de gobierno en la ciudad de Asunción (Paraguay). Tanto Bolivia como Paraguay se han convertido en el motor de negocio de la empresa ya que presentan un déficit habitacional de 2,1 millones de viviendas. De sus proyectos más destacados podemos mencionar el complejo Urubo Business Center y el Hotel Rádisson, con más de 60.000m2 y el proyecto Omnia Lux galardonado con el premio de arquitectura 2014.



Es especialmente significativa su ingeniería intensiva en capital inteligente, su innovador modelo financiero, la generación de importantes economías de escala, sus sistemas de control y análisis comerciales y la alta calificación de sus profesionales, de los cuales cuenta en su mayoría con arquitectos, arquitectos técnicos, ingenieros y personal de obra altamente cualificado y con muchos años de experiencia., donde obtienen una clara ventaja competitiva.

**Accionariado**



- Juan Andrés Romero Hernández
- Pedro José Romero Hernández
- Alejandro Clemares Sempere
- Félix Poza Ceballos
- Víctor Manuel Rodríguez
- Antonio Navarro Muñoz
- Free float

Fuente: Datos CLR

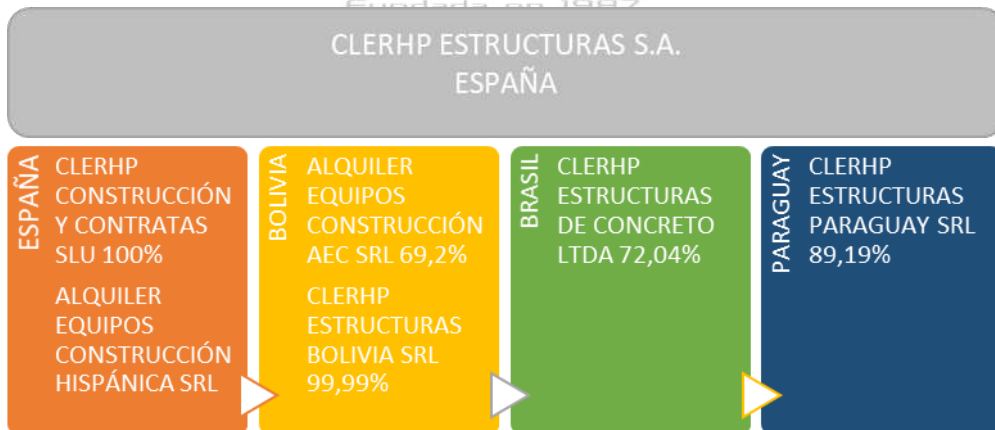
- **Juan Andrés Romero Hernández**  
(participación total del 15,93%)

- Indirecta:
  - 0,96% a través de Retho Arquitectos S.L. P.
  - 3,21% a través de Rhymar Projects Developer, S.L,
  - 11,48% a través Retho Arquitectos, S.L.P.
- Directa: 0,28%

- **Pedro José Romero Hernández**  
(participación total del 15,20%)

- Indirecta:
  - 0,32% Retho Arquitectos S.L.P.
  - 11,05% Rhymar Projects Developer, S.L.
  - 3,83% Retho Arquitectos, S.L.P.)

Sus principales áreas de actividad (explicadas posteriormente en profundidad) son la de construcción, alquiler de maquinaria y líneas de diseño, cálculo de estructuras y de asistencia técnica.



Gracias a la apertura a nuevos mercados y su expansión en ellos, como en el ejemplo de Bolivia, la compañía ha adquirido un tipo de maquinaria pesada no disponible en el país, lo que han aprovechado para abrir un segmento de negocio de alquiler de maquinaria a su disposición y a la de los clientes, con el objetivo de rentabilizar las inversiones en capital. Su financiación proviene en parte de la reinversión de los beneficios de años anteriores y en parte de deuda nueva.

Origen aplicación fondos		
€	2016	2017
EBITDA	629.419	1.025.968
Variación activo circulante neto	260.540	286.899
Impuestos (cash)	-126.769	-166.829
Rdo. financiero neto	21.228	-366.727
Cash-flow operativo	-1.441.148	575.383
CAPEX	-217.388	-405.784
Diferencias de tipo de cambio	145.747	-254.205
Cash-flow libre	364.048	431.328
Incremento/disminución deuda	895.386	178.532

*Fuente: Elaboración propia*

El pasado noviembre, Clerhp Estructuras S.A. anunció la firma de un acuerdo de inversión con Inveready convertible Finance I FCR en Clerhp formalizado mediante la emisión de obligaciones convertibles de la compañía de hasta 1,5 millones de euros con vencimiento a siete años. El precio de conversión será de 1,40€/acc. y se utilizará este fondo para iniciar un crecimiento orgánico en este ejercicio 2019 y acelerar el crecimiento orgánico en Latinoamérica y España.

### 3. LÍNEA DE NEGOCIO

#### Líneas de negocio

#### Ingeniería de estructuras *llave en mano*

Ejecución de estructuras

Diseño y cálculo de estructuras y asistencia técnica de Obra

Alquiler de equipos

Continuando con lo anterior, la actividad principal de la empresa consiste en la realización *llave en mano* de los trabajos de ingeniería de estructuras, desde su concepción hasta su ejecución. Estos trabajos se subdividen en tres líneas de negocio que se realizan a su vez como forma individualizada o como actividades complementarias. La tabla siguiente muestra la evolución del volumen de ingresos y EBITDA desde el 2016 al 2017 según las diferentes líneas de negocio, donde se puede destacar que la actividad principal reside en la ejecución de estructuras y pese a aumentar este último año el alquiler de equipos y la asistencia técnica, diseño y cálculo.

Tabla: Ingresos y EBITDA CLR, 2016-2017

(millones de euros)

Líneas de negocio	2016		2017	
Ejecución de estructuras	67,76%	3,37	65,9%	3,60
Asistencia téc. Y consultoría	29,37%	1,46	30,3%	1,66
Alquiler de Equipos	2,87%	0,14	3,8%	0,21

Fuente: Datos CLR

La principal fuente de ingresos del grupo es la ejecución de estructuras, con una facturación de algo más de €3mn en el ejercicio 2016 un incremento del 21% respecto al ejercicio anterior. La ejecución de estructuras representa alrededor del 68% en 2016 y 2017, siendo la principal fuente de ingresos del Grupo Clerhp.

Como se puede comprobar en esta tabla, el crecimiento real en producción de la empresa ha sido de un 35,77%, aumentando considerablemente el total de producción de 2016 (73.637m<sup>2</sup>) a 2017 (101.976m<sup>2</sup>).

Tabla: Producción m<sup>2</sup> por país

Producción m <sup>2</sup>	2016	2017	Variación
Bolivia	66.317	94.423	39,36%
Paraguay	7.320	7.553	3,18%
<b>TOTAL</b>	<b>73.637</b>	<b>101.976</b>	<b>35,77%</b>

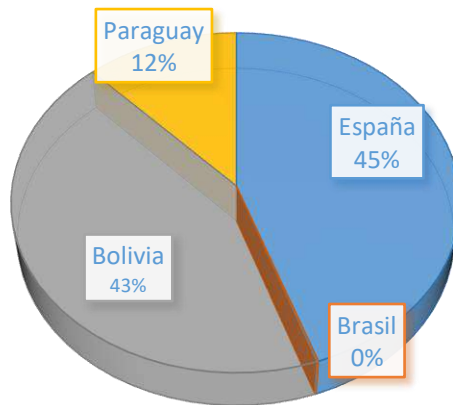
Fuente: Datos CLR

Es relevante la apertura del nuevo mercado en Paraguay que, sin duda, hará que el peso de los activos en dicho país se incremente notablemente durante los ejercicios 2018, 2019 y 2020.

El siguiente gráfico muestra que la mayor parte de los activos se concentran en España y Bolivia, en España desarrolla las actividades de ingeniería por medio del departamento técnico y, además, el grupo tiene la sede social. En Bolivia, su principal mercado, se desarrollan las actividades de ejecución a través de la filial **Clerhp Estructuras Bolivia**.



Gráfico: Total activos por segmento geográfico 2017



Fuente: Datos CLR

El grupo centra su negocio en economías de escala: mediante la generación de caja abre un centro de trabajo, y aunque el primer año le pueda suponer pérdidas, el segundo año quedaría en tablas (*breakevent*) y a partir del tercero empezaría a obtener rentabilidades de +2 dígitos a medida que creciesen.

También se focaliza en la diversificación geográfica, donde se estudiará más a fondo las diferentes líneas de negocio destacando el país donde se realiza esa actividad. Actualmente, Clerhp está presente en España, Bolivia, Paraguay y Brasil y, a fin de reducir su exposición en divisa local durante los siguientes años, iniciará una penetración en nuevos mercados de crecimiento (Perú, México, Colombia y Ecuador).

### I. Ejecución de estructuras (65,9% EBITDA)

Esta línea de negocio se lleva a cabo desde las filiales existentes en distintos mercados, donde aporta la tecnología, el personal formado y los equipos necesarios mientras que se subcontrata a la constructora local que aporta mano de obra.

Clerhp realiza el servicio de construcción, en los casos en los que se refiera, aplicando las mejores técnicas y el personal cualificado junto con empresas locales que aportan la mano de obra. La compañía sólo factura por el servicio, asumiendo el cliente los costes necesarios de los materiales. Clerhp tiene una infraestructura que le permite realizar proyector a mayor velocidad, seguridad y menor coste, especialmente cuando se tratan de edificios de altura, donde la compañía logra mantener los costes. Especializarse en este tipo de edificios les supone una clara ventaja, ya que estos países tienen una gran demanda en comparación con los edificios españoles.

Con esta filosofía, la compañía consigue controlar mejor el riesgo asumido con los clientes, limitando las posibilidades de impago ni fuerza una financiación al cliente por venta de esos materiales.

## 1.1 BOLIVIA

El grupo tiene presencia particularmente en dos ciudades bolivianas, Santa Cruz de la Sierra y La Paz mediante la filial **CLERHP Estructuras Bolivia, S.R.L.** Gracias a este posicionamiento, se les han abierto diferentes oportunidades en otros países como es en el caso de Paraguay (Asunción).

Los proyectos llave en mano realizados en Bolivia se prestan desde España, subcontratando los trabajos de construcción a través de empresas locales bajo la gestión de la matriz.

Se pueden destacar algunos de los proyectos realizados en Bolivia como la torre la Riviera & Beauty Plaza, siendo el edificio más alto construido en los últimos años en la ciudad de Santa Cruz, el complejo Urubo Business Center y Hotel Rádisson, con más de 60.000 m<sup>2</sup> y Omnia Lux el cual recibió el premio arquitectura 2014.

*Tabla: Proyectos por ciudades y proceso*

Proyectos	La Paz	San Cruz	TOTAL
BOLIVIA	5.938.103€	3.356.608€	9.294.711€

Proyectos	En curso	Por iniciar	TOTAL
BOLIVIA	4.755.811€	4.538.901€	9.294.712€
	51,17%	48,83%	

*Fuente: Datos CLR*

En lo que llevamos de ejercicio de 2018, ha firmado diferentes contratos de proyectos:

- “Bloque II del Edificio Univalle La Paz”, por un importe de 611.013€ corriendo la asistencia técnica a cargo de Clerhp por 290.665€ y con un plazo de ejecución de 310 días.
- “Omnia Prime”, por un importe de 165.410€, la asistencia técnica a cargo por 80.904€ y un plazo de ejecución de 92 días.
- “Blanco & Negro”, situado en la ciudad boliviana de Santa Cruz, por un importe de 114.048€, corriendo a su cargo la asistencia técnica del proyecto por 64.004€ y un plazo de ejecución de 99 días.
- “Edificio San Isidro”, construcción junto a la empresa Prosidro S.R.L. de una estructura de hormigón armado y asistencia técnica por 79.093€, la asistencia por 35.558€ y un plazo de ejecución de 125 días.
- “Inmoba Tower”, contrato firmado con Mobacruz SRL para la construcción de la estructura de hormigón en la ciudad de Santa Cruz de la Sierra por importe de 243.041€, corriendo a cargo Clerhp de la asistencia técnica. El plazo de ejecución de ambos servicios es de 138 días hábiles desde el inicio de las obras.
- “Costanera 100”, una estructura de hormigón firmada con Saint Mortiz SRL en la ciudad de La Paz por un importe de 904.648€ corriendo la asistencia técnica a cargo de Clerhp.
- “Obra del nuevo Hospital Chuquisaca”, ubicado en la ciudad de Sucre contrato firmado con la empresa Makiber S.A. por valor de 687.469€.
- “Proyecto comercial Barriolindo”, ubicado en la ciudad de Santa Cruz, firmado con el grupo Cuatro torres S.A. por importe de 590.124€.

## 1.2 ESPAÑA

Tras los síntomas de recuperación económica y un crecimiento en el sector de la construcción, el Grupo planteó en el pasado *Business Plan* empezar a desarrollar proyectos en el país. De esta forma no sólo aumenta su diversificación geográfica, sino que reduce su exposición al dólar americano.

La empresa ha firmado varios proyectos por la filial española **Clerhp Construcción y Contratas, S.L.U:**

- “38 viviendas cañaveral” en Madrid, junto a la sociedad Inversión y Edificaciones Sodelor, S.L., con un importe de unos 210.000€
- “Parque Venecia” en Zaragoza, un contrato con la empresa Obras Especiales Edificación e Infraestructuras, S.A.U. para la realización de trabajos enfocados de esta obra, por importe de 333.518€.
- Contrato con la sociedad de inversión y edificaciones Soledor, SL, para la ejecución parcial de la obra de 98 viviendas en Boadilla del Monte por importe de 797.882€.
- 24 viviendas en Móstoles por 140.545€ y 55 en Colmenar por 362.360€. Contrato firmado con la sociedad Obras Especiales Edificación e Infraestructuras, S.A.U.
- “44 viv. Aparcamientos y trasteros en finca cortessin. Casares” en Málaga, ha firmado dos contratos con la sociedad de Inversión y Edificaciones Sodelor, SL para la elaboración, montaje de acero y ejecución de estructura de la obra, cuyo importe asciende a 682.470€ y un plazo de finalización para febrero de 2019.

## 1.3 PARAGUAY

Si se realiza la comparativa respecto a Bolivia, la casi totalidad de los proyectos en Paraguay están por iniciar, en cambio en Bolivia se encuentran la mitad en curso y la otra mitad por iniciar.

Tabla: Proyectos por ciudades y proceso

Proyectos	Asunción	TOTAL
PARAGUAY	5.451.630€	<b>5.451.630€</b>

Proyectos	En curso	Por iniciar	TOTAL
PARAGUAY	409.812€	5.041.818€	<b>5.451.630€</b>
	7,52%	92,48%	

Fuente: Datos CLR

Desde la filial **CLERHP Estructuras Paraguay S.R.L.** actualmente ha firmado diferentes contratos de proyectos:

- “Edificio Andrade”, se trata de una estructura de hormigón armado por un importe de 168.826€ y con un plazo de ejecución de 150 días hábiles.
- “Proyecto Georgia”, una estructura de hormigón de un importe aproximado de 76.861€, con un plazo de ejecución de 115 días. Ha firmado el contrato junto a la empresa ITASA, S.A.
- “Oficinas de Gobierno”, un contrato con el Consorcio TBI para el cálculo y la construcción de la estructura de hormigón armado, en la ciudad de Asunción por un importe de unos 3.503.650€ y un plazo de ejecución de 14 meses desde el pasado 15 de febrero 2018.
- “Parana Playa”, en Asunción, por importe de 234.020€, un plazo de ejecución de 168 días laborables y siendo un contrato con la compañía BCN Constructores, S.A.
- “Edificio Palladio”, contrato firmado con la empresa Palladio SA para una construcción de hormigón armado ubicado en Ciudad del Este cuyo importe asciende a 447.667€ y con un plazo de ejecución de 230 días hábiles.

- “Edificios oficinas de Gobierno”, contrato para llevar el proyecto en la ciudad de Asunción, aumentando su importe hasta los 4.446.300 euros y con un plazo de ejecución de 18 meses.
- “Estructura de hormigón armado del proyecto situado en las calles Guido Spano y Dr. Morra” ubicado en la ciudad de Asunción, contrato firmado con la empresa Comercial Importadora Productora Exportadora SA. Por valor de 356.940€.

## 1.4 BRASIL

Tiene presencia en la ciudad de Natal, desde la filial **Clerhp Estructuras de Concreto, LTDA**.

Se están realizando acciones comerciales para la captación de proyectos en este país, ajustándose a las necesidades de inversión de cada ciudad, para ello, es necesaria la realización de un estudio técnico para poder realizar las propuestas comerciales y técnicas competitivas.

La empresa está esperando la mejora económica del país para empezar a hacer proyectos.

## II. Diseño y Cálculo de estructuras y asistencia técnica de obra (30,3% EBITDA)

Esta división viene facturando conjuntamente en España los servicios de diseño y cálculo de estructuras con los servicios producidos de la asistencia técnica de proyectos. De esta forma se aprovecha la estrategia comercial de reducción de costes de cara al cliente al ofrecer ambos servicios más personalizados y con un importante ahorro.

### 2.1 ESPAÑA

A firmado en este primer semestre de 2018 dos contratos de trabajo de consultoría para la supervisión de la obra “Hospital Tercer nivel” de Potosi (Bolivia), con las empresas Ortiz construcciones y proyectos S.A y Construcciones Rubau, S.A., por importes de 18.130€ y 18.870€ respectivamente, de los cuales ya les proporcionó dicho informe y Clerhp ha vuelto a firmar con dichas empresas por 245.261€ y 237.823€ para la elaboración, armado, montaje en obra de ferralla y ejecución de la estructura del proyecto. Con un plazo de finalización para el 30 de enero de 2019.

La compañía está colaborando con el centro tecnológico industrial, estudiando i+D+i para aportar soluciones para zonas altamente golpeadas por inclemencias de la naturaleza; huracanes y sismos.

#### ➤ *Actividad de diseño y cálculo de estructuras*

La empresa realiza estos trabajos para sus filiales o para terceras empresas desde España, es decir, elabora tanto proyectos nuevos como servicios de verificación de proyectos realizados por terceros, de la mano de los arquitectos diseñadores que aportan sus conocimientos optimizando la calidad de la estructura, la facilidad de ejecución y su coste.

Desarrollan el diseño y cálculo de todos los elementos estructurales (hormigón armado, acero y madera) en base a los medios disponibles del proyecto en cada país y garantizan el cumplimiento de las normas aplicables y de los estándares de calidad.

La empresa se centró en esta línea de negocio en España durante la recesión del país.

Aprovecha los costes mínimos que suponen esta línea ya que con la misma estructura de personal consigue prestar servicio, tanto a nivel nacional como en el exterior. Los ingresos que generan suponen un impacto directo en la cuenta de resultados, beneficiándose de las economías de escala.

Frente a sus competidores, la empresa posee un *know how* en edificios singulares, de altura y complejos hoteles y residenciales, destacando su especialización. Dado que es un mercado reducido, mantiene su estructura de personal gracias a los servicios que presta fuera del mercado nacional. Con esto obtiene una clara ventaja competitiva gracias a esa estructura de costes flexibles.



### ➤ *Actividad de asistencia técnica de obra*

Esta línea de actividad es un servicio complementario al comentado con anterioridad, se viene facturando desde la matriz española y se realiza en coordinación con las filiales. Consiste en la asistencia técnica al cliente durante todo el proceso constructivo de los proyectos realizando un seguimiento de la obra (procesos de construcción y técnicas empleadas) y se monitoriza el avance de la obra y su calidad en la ejecución.

En los grandes proyectos, supervisa de modo independiente cada una de las ingenierías específicas. Clerhp aporta este servicio de ingeniería específica a sus filiales, centralizando el *know how* en la matriz, permitiéndole tener un menor número de técnicos, una mayor cualificación y reduciendo costes.

- En el contrato firmado con Mobacruz SRL para el proyecto Inmoba Tower (Bolivia), la compañía correrá a cargo de la asistencia técnica de obra por un importe de 111.186€ y del proyecto “Costanera 100” en La Paz (Bolivia) por un importe de 342.000€)

GESTIÓN DE PATRIMONIOS MOBILIARIOS  
SOCIEDAD DE VALORES

### III. Alquiler de equipos de construcción (3,8% EBITDA)

Es una línea que aprovecha eficientemente los recursos, en este caso maquinaria pesada y con alto coste de adquisición, para protegerse del riesgo de mercado. Por una parte, delimita las inversiones en servicio de las inversiones en maquinaria y por otra, le sirve como herramienta de captación de nuevos clientes.

Esta actividad aporta el servicio de alquiler de maquinaria pesada y los servicios de montaje y mantenimiento y operador calificado de la misma, para evitar el manejo de la maquinaria por personal no cualificado. Ofrece servicios a las filiales de la compañía en cada mercado y a terceros. Puesto que cuenta con una competencia reducida, se puede beneficiar de la fijación de precios más elevados.

La ventaja con la que cuenta el grupo es por una parte el *know how*, que les asegura realizar las actividades con plena seguridad, y por otra la presencia de pocos competidores con la maquinaria necesaria y el poco uso que le dan.

#### 3.1 BOLIVIA

La actividad de alquiler de equipos se factura desde la filial controlada desde 2015; **Grupo Alquiler de Equipos de Construcción AEC S.R.L.** situada en Bolivia. Dispone de una gran cantidad de equipos, desde 12 grúas de entre 36 y 50 m2 de altura y equipos de encofrado con capacidad para la realización de 300.000 m2 anuales.

### 3.2 ESPAÑA

Esta área se fundó en Bolivia, pero el pasado 2015 se constituyó la compañía **Alquiler de Equipos de Construcción Hispánica S.R.L.** con la finalidad de que pase a ser titular de la participación de AEC Bolivia y de esa forma concentrar todas las filiales relacionadas con el alquiler de maquinaria en España.

En Brasil, no se pueden introducir equipos usados de forma permanente, lo que origina una problemática para poder realizar esta actividad, la cual se realiza desde España al no existir problemas en realizar dichas operaciones con pagos al exterior por concepto de alquiler de equipos. En el país, no existe el mismo tipo de maquinaria que se quiere emplear, se tiene la local que no reúne las mismas prestaciones y su coste es muy elevado.

## IV. Evolución de los sectores

### 4.1 Evolución de los sectores en Bolivia

La economía boliviana creció un 4,2% en 2016 y un 3,8% puntos en el último ejercicio frente a los 4.8% previstos. El Banco Central de Bolivia (BCB) estima que en este año 2018 se sitúe en un 4,7%, impulsada principalmente por la inversión pública, y concretamente que el sector de la construcción crezca entorno a un 7%.

Según datos del Instituto Nacional de Estadística (INE), en 2017 se aprobaron 2.327 permisos de construcción, destacando las ciudades de La Paz y Santa Cruz siendo las ciudades que obtuvieron mayores permisos después de Cochabamba. En 2018, se han aprobado por ahora 75 en La Paz y 89 en Santa Cruz.



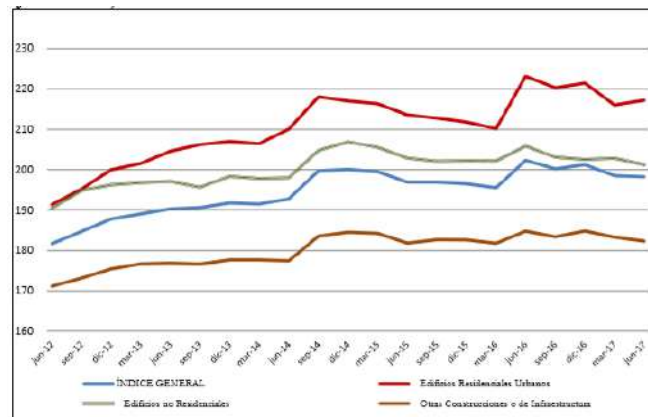
Fuente: INE

Los datos del Censo de la Construcción del Observatorio Urbano (OBU) destacan que en Santa Cruz, Cochabamba y La Paz se contabilizaron 3.499.699m<sup>2</sup> en construcción. En el caso de Santa Cruz, cada año se construye un promedio de 1,5mn de m<sup>2</sup>.

En cuanto a la deuda externa, continúa su crecimiento desde el 24.2% en el que se encontraba en 2017 hasta el 29.4% en 2017, cifra que se encuentra lejos del 50% que el gobierno mantiene como límite en su política monetaria. También muy alejados de los límites establecidos se encuentran los ratios de coberturas de deuda por la exportación.

Las materias primas se han revalorizado en el segundo semestre 2017, lo que está ayudando a las cuentas exteriores, y se prevé según fuentes del BCB que durante el ejercicio 2018 las materias primas, en promedio, tiendan a estabilizarse.

Gráfico: Índice de coste de construcción según tipo de construcción Bolivia (jun 12=100- jun 17)



Fuente: INE

La inversión pública ha ayudado a este ejercicio 2017 a acelerar parte de dicho crecimiento del sector, según la información proporcionada por la Cámara Boliviana de la Construcción (CABOCO). En cuanto al presupuesto asignado para infraestructuras en el sector público para el 2018 se han asignado 2.052mn de dólares americanos.

Destacar también que las obras de gran envergadura están siendo adjudicadas, en su mayoría, a empresas extranjeras (74% de contratos extranjeros a finales del primer semestre de 2017).

#### 4.2 Evolución de los sectores en España

Dada la situación económica que sufrió el país y concretamente el sector del ladrillo, obligó a muchas ingenierías, como en el caso de Clerhp, a centrarse en otros mercados internacionales.

Afortunadamente esta situación ya va en caminos de mejora, donde, según datos del Instituto de Tecnología de la Construcción (ITeC), el sector de la construcción crecerá un 2,7% en 2018 y para los años 2019 y 2020 tendrá un aumento moderado de 1,9% y 1,4% respectivamente. Esto nos anticipa una nueva fase en la que ese crecimiento provendrá de fuentes diferentes a las habituales. Suponiendo una mejora de la demanda y un cambio de tendencia de los precios de la vivienda. De esta forma, se espera una mejora no únicamente cuantitativa, sino también una mejora cualitativa, con contribución positiva de todos los subsectores, cerrando las secuelas que quedaban de la etapa de recesión.

Gráfico: Evolución de los distintos subsectores en el mercado español



Fuente: ITeC – Euroconstruct junio 2018

Respecto a la evolución futura, la edificación residencial de nueva planta cerrará este ciclo, donde obtenía un crecimiento de más del 7% anuales desde 2015, y tiene por delante un panorama más plácido, aprovechando el buen momento del crédito y el alto nivel de actividad inmobiliaria. Aún queda margen de mejora según demuestra la demanda de suelo, tanto para uso residencial como para no residencial.

Gráfico: Volumen licitado a lo largo de los 12 últimos meses (dic. 07- abr.17)

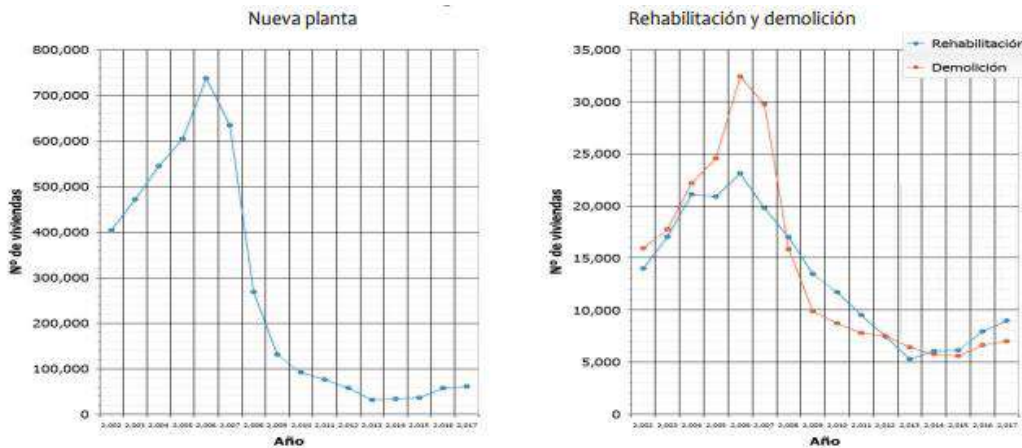


Fuente: Asociación de Empresas Constructoras de Ámbito Nacional (SEOPAN)

El número de viviendas iniciadas en el año 2017 en España se situó cerca de 75.000 viviendas, representando un aumento del 28% en relación con el ejercicio anterior. El número de licencias aprobadas para construcción del ejercicio 2017 alcanzó las 60.895 viviendas, suponiendo un aumento del 6,4%. Las licencias para rehabilitación de viviendas se han reducido en comparación con los ejercicios anteriores, su cifra se sitúa en 8.989 viviendas, destacando que la rehabilitación sobre el total de licencias ha aumentado en los últimos diez años del 3% al 15%.



Gráfico: Número de viviendas según licencias municipales de obra: Nueva planta y Rehabilitación y demolición



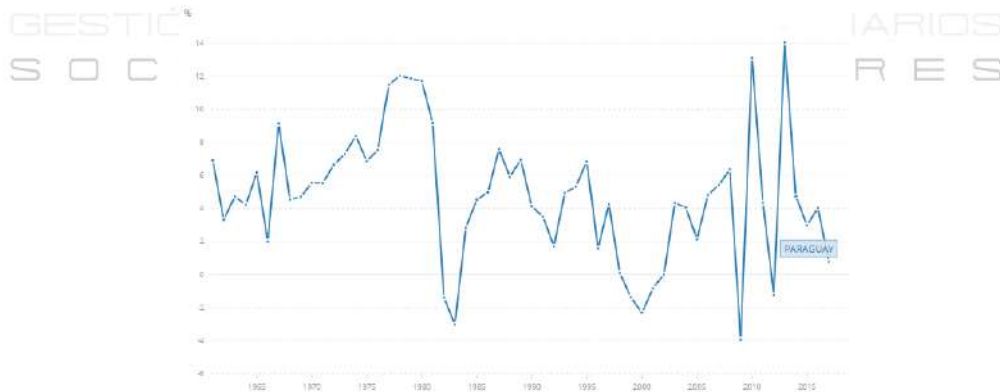
Fuente: Ministerio de Fomento

Dada la innovación de Clerhp es relevante destacar la tecnología del sector de construcción, que poco a poco va a permitir construir más barato, rápido y consumiendo menos recursos. Según la encuesta sobre innovación del INE (2015), de todo el gasto en innovación realizado por las empresas españolas, sólo el 1,1% procede de la construcción.

### 4.3 Evolución de los sectores en Paraguay

El Producto Interno Bruto (PIB) de Paraguay alcanzó un 4,3% en 2017, y el Banco Central de Paraguay (BCP) estima un crecimiento económico del 4,5% para este último ejercicio vinculado por la expansión del sector de la ganadería 8,5%, construcción un 7% y manufactura en un 6,6%. El sector de la construcción supone un 7% de la composición del PIB.

Gráfico: Crecimiento del PIB Paraguay (% anual)



Fuente: Banco Mundial

Destaca el crecimiento de los sectores de la industria manufacturera y de la construcción por el dinamismo que demostraron en el segundo semestre de 2017. Este último sector se muestra optimista, gracias a las numerosas inversiones, obras y proyectos que serán inaugurados y otros que inician sus obras. Se espera que las obras de infraestructuras continúen el ritmo de crecimiento sostenido, siendo la base de la economía paraguaya, y este sector el que utiliza más mano de obra y materiales nacionales por cada guaraní invertido.

Hay un total de 134 licitaciones abiertas durante este último ejercicio, según el Ministerio de Obras Públicas y Comunicaciones (MOCP) y se espera que tras las próximas elecciones aumente el volumen.

En cuanto a la deuda externa, ha crecido en estos últimos 3 ejercicios, representando actualmente el 24,9%

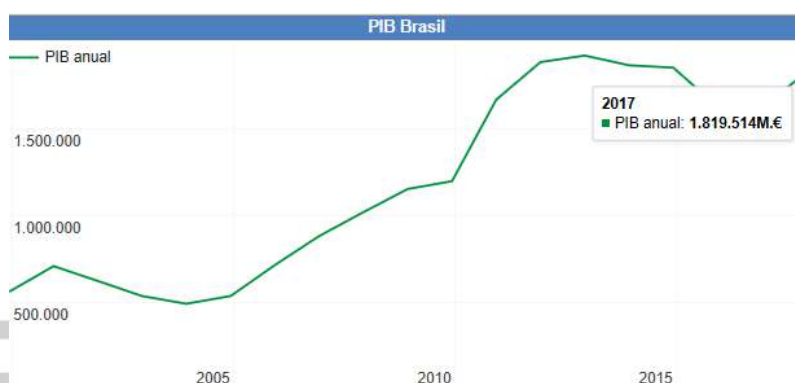
Esta mejora de la economía vendrá acompañada por una inflación base del 4,2% a cierre de 2018 siendo uno de los países de la región con más baja inflación y dicha cifra está razonablemente controlada desde hace unos años.

Entre 2014 y 2017, la economía paraguaya creció diez veces más que el resto de la región, pero el BCP muestra cautela ante las elecciones brasileñas del 2018 ya que puede condicionar el comportamiento de Paraguay.

#### 4.4 Evolución de los sectores en Brasil

En el primer trimestre de 2018, el PIB del país creció un 0,4% respecto al trimestre anterior que fue 0,2%. Una cifra de €420.381mn.

Gráfico0: PIB anual Brasil



Fuente: Expansión, fuentes macros

En cuanto al mercado inmobiliario, el país presenta sus primeros síntomas de recuperación desde las profundas tasas negativas del sector en los dos últimos años, las ventas en 2017 crecieron un 9,4%, donde la Cámara Brasileña de la Industria de la Construcción (CBIC) prevé un crecimiento en 2018 del 10%.

La venta total de unidades residenciales en el país creció un 9,4% un 2017 en comparación con el ejercicio anterior. Dato superior al crecimiento en el número de lanzamientos de unidades nuevas, que se situó en un 5,2%.

El coste medio de m2 en Brasil se sitúa en 1.046,68\$, según el índice Nacional de la Construcción Civil, calculado por el Instituto Brasileño de Geografía y Estadística (IBGE). Este gasto está compuesto por el gasto medio de materiales de construcción (536,28\$) y otros referentes a manos de obra (510,4\$). Todo esto significa un aumento del 3,86% de costes para construir un m2 en Brasil.

Tras la recuperación en los sectores más inmediatos como el de alimentos y servicios urbanos, le toca a los sectores más dependientes de crédito y financiación, como es el caso de la construcción. Es de especial importancia las grandes obras de infraestructuras prometidas por el gobierno, con un presupuesto confirmado de cerca de unos \$40.000mn para la conclusión de 7.439 obras, con lo cual la industria se volverá a desarrollar.

## V. Otros países

Como bien se ha comentado con anterioridad, el grupo se centra en perfiles que tengan una potencialidad en países del norte de África y en Europa del Este. Siendo los que más se ajustan a este perfil los mercados latinoamericanos.

Tras los países ya destacados, se puede hacer referencia a los mercados donde la empresa también está interesada en un futuro, como es el caso de Perú, Ecuador, Colombia y México, los cuales podrían suponer a largo plazo un *upside* para la empresa.

A la hora de indagar en un país, el grupo analiza su desarrollo urbanístico, siendo las estructuras de altura las que más les interesan, también tienen en cuenta la necesidad de viviendas del país, el crecimiento económico y la seguridad jurídica.

Esto no representa a corto plazo una apertura de mercado, puesto que se está analizando el *feedback* de dichas acciones con el fin de establecer una estrategia global de apertura a nuevos mercados.



## 4. ESTRATEGIA Y CLAVES DE CRECIMIENTO

Los cinco puntos clave sobre los que el Grupo Clerhp define su estrategia a futuro son:

- ✚ **Reducir paulatinamente la deuda a fin de que el patrimonio suponga más de la mitad del peso del pasivo total.**
- ✚ **Obtener la mayor cuota de calidad en su actividad con costes competitivos**
- ✚ **Alcanzar la diversificación geográfica deseada en países de Sudamérica a través de la implantación en nuevas ciudades en las que presta servicio**
- ✚ **Centrarse en la especialización de sus servicios de alta calidad y fortalecer su competitividad**
- ✚ **Crecimiento inorgánico a través de la integración vertical de negocios relacionados**

El grupo CLERHP realiza trabajos en el área de la edificación y obra pública en todo el mundo estando, actualmente, el negocio centrado en Sudamérica. La estrategia del grupo consiste en consolidarse en la zona nordeste, mientras va realizando diferentes actividades en el norte y el centro del país.

Esta expansión internacional, les permite una mejora importante de la empresa, a la vez que se retroalimenta de las ingenierías locales, aumenta su carácter internacional. Ha conseguido asentarse en Paraguay y tomar una posición relevante debido a los singulares proyectos de más de 164.000 m<sup>2</sup> y otros 3 de menor tamaño.

En Bolivia, ha logrado una importante penetración en este mercado aumentando su cartera de obra, con esto se espera un importante crecimiento en la actividad de 2018.

Desde el ejercicio 2017, el grupo está abriendo el mercado de España y Brasil incorporando nuevos proyectos a la cartera, dicha cartera triplica en volumen al importe facturado en el ejercicio 2016.

La empresa realiza una estrategia comercial en España al juntar las dos líneas de diseño y cálculo con la de asistencia técnica para reducir el coste, así como la estrategia de realizar diferentes alianzas con ingenierías locales para obtener una mayor penetración en el mercado. Estas alianzas generan a su vez una ventaja a la hora de captar nuevos clientes proporcionando ingresos a las otras líneas de negocio.

Para estos próximos ejercicios Clerhp quiere centrarse en el mercado español, estando instaurada ya la parte comercial. Con la penetración al mercado, la empresa mitigará el riesgo divisa tanto por los ingresos generados en España como por los costes ocasionados en la central, que al ser en euros ayudarán a equilibrar el riesgo divisa.

Por otro lado, se contempla un crecimiento en el sector inmobiliario, lo que puede hacer crecer entre 15 y 20 millones de m<sup>2</sup> de estructura por año, con perspectiva conservadora. Y finalmente, destacar que la compañía está diseñando un sistema que permitirá eliminar deficiencias en las estructuras situadas en zonas sísmicas y que podría proporcionar un salto a mercados con alto riesgo sísmico, como sucede en gran parte de América Latina. A mayor plazo, tiene como objetivo llegar a especializarse en cada ciudad, con filiales en cada una de ellas.

Por otra parte, el grupo tiene la intención de invertir en software, comprar maquinaria y compañías situadas en esos países Latinoamericanos y, si hay oportunidad, empresas con material de construcción a precio razonable.

Respecto a la facturación, el 90% proviene de los ingresos generados en Bolivia y el resto de Paraguay, mercados considerados actualmente como maduros y con márgenes superiores a los dos dígitos.

Las **ventajas** del Grupo en función de las actividades que desarrolla son:

- 1. Ejecución de estructuras**
  - a. Aprovecha las filiales para dar un servicio más personalizado y profesional.
  - b. Formando alianzas con empresas locales prescinde de pagar costes de materiales.
  - c. Sus proyectos firmados aseguran su crecimiento futuro a medio plazo.
  
- 2. Diseño y cálculo de estructuras y asistencia técnica**
  - a. Al ser la matriz el centro de cálculo, las filiales actúan como generadores de mercado permitiendo la aparición de economías de escala.
  - b. El hecho de tener experiencia en toda la cadena de valor, acortan y simplifican entre los diferentes actores, disminuyendo el número de intermediarios, ahorrando tiempo y reduciendo costes.
  
- 3. Alquiler de equipos de construcción**
  - a. Es una forma de rentabilizar los recursos con alto coste de adquisición de manera eficiente.
  - b. Sirve como herramienta de captación de nuevos clientes.

La inversión en **CLERHP** supone confiar en la capacidad de su equipo altamente especializado basado en afrontar **seis** grandes retos:

- 1. Crecer el volumen de cartera de proyectos.** Esto les garantiza tener una plena visibilidad de los próximos contratos.
- 2. Aumentar la cartera de proyectos en oferta.** Sostener la cifra de tasa de éxito en contratación, estando actualmente al 20%.
- 3. Consolidarse en las regiones donde está presente.** La empresa se posiciona en ciudades con unas características de población y mercado menores, lo que disminuye la cantidad de competidores potenciales, permitiendo a la empresa consolidarse y dirigirse a otras ciudades, afianzando el crecimiento de la compañía.
- 4. Cuadruplicar los países donde se quiere instaurar.** La diversificación geográfica les permite redistribuir sus recursos suavizando el impacto de eventos locales en la actividad de la empresa.
- 5. Continuar su desarrollo de técnicas industriales.** Llevan a cabo mejoras constantes de todos los procesos de construcción, lo cual les facilita una mayor eficiencia en todo el proceso productivo.
- 6. Aprovechamiento de las economías de escala.** Suponen un impacto positivo directo en las cuentas de resultados, gracias a la generación de estas economías de escala inherentes al modelo de negocio.

**Se considera que, en la medida que CLERHP pueda hacer frente a estos seis grandes retos, supondrá una clara generación de valor.**

## 5. FACTORES DE RIESGO

A continuación, se comentarán los principales focos de riesgo tanto en Clerhp como en los sectores donde se posiciona.

**Riesgo vinculado a características del modelo de negocio.** Existe un componente cíclico en las actividades del sector de construcción que pueden afectar al modelo de negocio en todas sus líneas. Se trata de un riesgo común en mercados geográficos, pese al gran potencial de crecimiento de estas economías (España, Paraguay, Bolivia y Brasil). Una ralentización en cualquier sector o subsector provocado por el contagio de otros sectores o por la saturación del mismo, afectaría severamente la actividad de la empresa.

**En los próximos años la empresa realizará una cobertura de divisas.** Pese a que el grupo realiza un seguimiento de las fluctuaciones de los tipos de cambio –principalmente entre el euro/dólar-, no puede controlar la posible devaluación de la moneda local por parte de su gobierno (riesgo país). Este tipo de riesgo aumentará a medida que la actividad crezca en nuevos países con divisas diferentes al euro, como es en el caso de Brasil y Paraguay. Por tanto, Clerhp está tratando de minimizar la volatilidad del dólar -divisa en la cual ostenta el 95% de contratos de la empresa- para ello, valoran el uso de swap o coberturas para que dichos cambios no impacten en las cuentas a futuro.

**Riesgos relacionados con la evolución de la actividad.** Un posible crecimiento excesivo de la empresa en un periodo corto de tiempo podría suponer la pérdida de control para implantar todos los sistemas de comprobación necesarios y afectaría negativamente a las áreas claves de rentabilidad. Si se retrasase simultáneamente esa implantación con una disminución importante de la actividad, pondría en

peligro los flujos de caja necesarios para el desarrollo de la actividad.

**Poca diversificación de clientes.** La empresa tiene una concentración de facturación distribuida en una pequeña de cartera de clientes debido a las características de sus proyectos y clientes. Pese a la actividad que realiza en diversos países, no está suficientemente diversificada para mitigar este riesgo.

**Concentración geográfica.** En relación con lo anterior, la empresa concentra su actividad en Bolivia y Paraguay, pudiendo afectarle de forma negativa una recesión económica en esos países como en el propio sector. Esta situación provocaría deterioro en ventas, márgenes y en el propio balance.

**Dependencia de determinado personal.** El potencial comercial y la acumulación de conocimientos de profesionales y gestores es muy relevante para la empresa, destacando a Juan Andrés Romero Hernández (presidente y consejero delegado de la compañía), persona de vital importancia para el desarrollo de la compañía. La pérdida por diversas circunstancias de este miembro podría suponer un riesgo para el grupo.

**Complejidad fiscal.** Los servicios administrativos son llevados a cabo por terceros debido a la estructura reducida de los servicios centrales de la compañía. Dada la operativa internacional y su expansión de cara al futuro puede determinar que se incurran riesgos operativos en la gestión tributaria a causa de su complejidad.

## 6. ANÁLISIS FINANCIERO

### 6.1 Cuenta de resultados

A continuación, se analizarán las cuentas de resultado del Grupo con el objetivo de tener una idea de su situación presente para posteriormente realizar las estimaciones en base a esto:

Tabla: Balance (2016-2017)

BALANCE (SITUACIÓN CONSOLIDADO, euros)	2016	2017
Inmovilizado	1.405.125	1.206.186
Inversiones financieras LP	25.242	27.218
Inversiones en empresa grupos asoci. LP	4.913	4.913
<b>TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>1.435.280</b>	<b>1.238.317</b>
Existencias	686.508	808.483
Clientes y otros deudores	2.382.544	2.540.328
Inver. empresa grupo y asociados CP	126	36.487
Inv. Finan. CP	176.176	78.522
Periodificaciones	6.630	7.783
Efectivo	364.048	431.328
<b>TOTAL ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>3.616.032</b>	<b>3.902.931</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>5.051.312</b>	<b>5.141.248</b>
<b>Fondos propios</b>	<b>1.969.388</b>	<b>1.895.913</b>
Capital	403.071	403.071
Prima de emisión	1.016.925	1.016.925
Reservas	582.508	551.549
Resultado del ejercicio atribuido a la soc. domin.	114.088	96.242
Acciones y part. Soc. domin.	-147.204	-171.874
<b>Dif. Conversión</b>	<b>27.769</b>	<b>-94.060</b>
<b>Socios externos</b>	<b>223.922</b>	<b>141.895</b>
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO DE GESTION</b>	<b>2.221.079</b>	<b>1.943.748</b>
Deudas a LP	1.298.272	1.161.417
Provisiones a LP	28.818	32.543
<b>TOTAL PASIVO NO CORRIENTE</b>	<b>1.327.090</b>	<b>1.193.960</b>
Deudas con empresas del grupo CP	8.223	0
Deudas a CP	890.114	1.205.501
Proveedores y otros acreedores	604.806	799.039

TOTAL PASIVO CORRIENTE	1.503.143	2.004.540
TOTAL PASIVO	5.051.312	5.142.248

Fuente: Elaboración propia, datos CLR

El tamaño del balance ha experimentado un aumento del 15% en 2017, cifra que se acumula al 28% del ejercicio anterior. Este crecimiento, refleja la clara expansión de la empresa gracias al desarrollo en los mercados donde está presente. La proporción de fondos propios sobre el total del balance de la compañía alcanza un 37%, algo inferior a 2016.

La **cifra de negocios** ha alcanzado en el ejercicio 2017 los €1,9mn, cifra superior al ejercicio anterior (+17%). La cartera de obra pendiente de ejecutar en lo que llevamos de año 2018 ha alcanzado los €14mn, evolución totalmente favorable que estimamos que continúe en los siguientes ejercicios.

Un dato importante para la empresa reside en las **economías de escala** del modelo de negocio que se hacen notar a medida que elevan el volumen de producción.

Tabla: Pérdidas y Ganancias (2016-2017)

Pérdidas y Ganancias (euros)	2016	2017
<b>Importe neto de la cifra de Negocios (INCN)</b>	<b>4.980.958</b>	<b>5.274.376</b>
Ventas	0	10.245
Prestación de servicios	4.980.958	5.264.131
Aprovisionamientos	-2.034.866	-1.435.097
<b>Margen</b>	<b>2.946.092</b>	<b>3.839.279</b>
Otros resultados	-5.506	36.394
Gastos de personal	-824.646	-996.692
Otros gastos de explotación	-1.486.521	-1.853.013
<b>EBITDA</b>	<b>629.419</b>	<b>1.025.968</b>
Amortización del inmovilizado	-421.839	-409.971
Deterioro de existencias, mercaderías, materias primas y otros	7.688	0
<b>EBIT</b>	<b>215.268</b>	<b>615.997</b>
Ingreso financiero	417	149
Gastos financieros	-124.936	-112.671
Diferencia de cambio	145.747	-254.205
<b>RESULTADO FINANCIERO</b>	<b>21.228</b>	<b>-366.727</b>
Rdo de entidades valoradas por el método de participación	0	0
<b>RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>236.496</b>	<b>249.270</b>
Impuesto de sociedades	-126.769	-166.829
<b>RESULTADO DEL EJERCICIO</b>	<b>109.727</b>	<b>82.441</b>

Fuente: Elaboración propia, datos CLR

El margen BAI en el periodo 2017 ha alcanzado el 32%, siendo un 29% en 2016. El BDI representa un margen sobre ventas de 24%, no muy superior al 21% de 2016.



Cabe mencionar la reducción de ingresos, que en parte son debidos a la mayor eficiencia en los equipos de producción, así como la reubicación de los recursos. Al crecer en el mercado de Paraguay, algunos costes han pasado a ser compartidos entre los mercados, considerándose como Gastos Generales asociados a la estructura.

Las partidas de gastos del grupo han aumentado, especialmente en los gastos de personal y los generales, el objetivo de tener cada vez más diversificado el servicio, llevar a cabo una continua mejora de control ha supuesto el refuerzo de la estructura y la apertura al mercado en Paraguay. También debido a las exigencias de cotizar en el MAB.

Los resultados financieros del grupo han ido evolucionando en función de su deuda debido al refuerzo en los mercados de Paraguay y Bolivia, 75.000€ y 175.000€ tanto a bancos como a otros acreedores financieros.

Se considera relevante el impacto negativo en los resultados del grupo por la evolución desfavorable de divisas, con una pérdida de 254.000€.

La DN/EBITDA alcanza a 2017 un 2,31, habiendo disminuido respecto al 3,48 del ejercicio anterior. Con esto se puede comprobar la salud financiera de la empresa que va mejorando cada año. La deuda neta de Clerhp se situaba a finales del año 2017 en €2,36 mn en comparación con los €2,18 mn de 2016.



Tabla: Estado de flujos de efectivo (2016-2017)

Estado de flujos de efectivo (euros)	2016	2017
<b>Resultado del ej. Antes de imp.</b>	<b>236.496</b>	<b>249.270</b>
<b>Ajustes del resultado</b>	<b>377.421</b>	<b>722.605</b>
Amortización del inmovilizado	421.839	409.971
Correcciones valorativas por deterioro	0	-4.573
Resultados por bajas y enajenaciones del inmovilizado	-7.688	-49.520
Ingresos financieros	-417	-149
Gastos financieros	124.936	112.671
Diferencias de cambio	-145.747	254.205
Otros ingresos y gastos	-15.502	0
<b>Cambios en el capital corriente</b>	<b>-1.758.239</b>	<b>-83.753</b>
Existencias	-78.186	-121.975
Deudores y otras cuentas a cobrar	-1.252.633	-119.823
Otros activos corrientes	-147.201	60.140
Acreedores y otras cuentas a pagar	-356.214	194.233
Otros pasivos corrientes	59.441	-8.223
Otros activos y pasivos no corrientes	16.554	-88.105
<b>Otros flujos de efectivo de las actividades de explotación-</b>	<b>-296.826</b>	<b>-312.739</b>
Pago intereses	-124.936	-112.671
Cobro intereses	417	149
Cobro(pagos) por imp. S.benef.	-172.307	-200.217
<b>Flujos de efectivo de las actividades de explotación</b>	<b>-1.441.148</b>	<b>575.383</b>
<b>Pagos por inversiones</b>	<b>-765.650</b>	<b>-575.231</b>
Sociedades del grupo, net. Ef. Soc. cons	-145.709	0
Inm. Intangible	-9.502	-3.741
Inm. Mat.	-608.786	-566.490
Otros act. Finan.	-1.653	-5.000
<b>Cobros por desinversiones</b>	<b>451.658</b>	<b>167.471</b>
Sociedades del grupo, net. Ef. Soc. cons	27.000	0
Inm. Intangible	0	568
Inm. Mat.	400.900	163.879
Otros act. Finan.	23.758	3.024
<b>Flujo de Efectivo de las Actividades de Inversión</b>	<b>-313.992</b>	<b>-407.760</b>
<b>Cobros y pagos por instr. Patr.</b>	<b>557.792</b>	<b>-24.670</b>
Emisión de instr. de patr.	704.996	0
Adq. Instr. Patr. De la soc. dom.	-192.673	-82.392
Enajenación. Instr. Patr. Soc. dom.	45.469	57.722
<b>Cobros y pagos por instr. Pas. Finan.</b>	<b>895.288</b>	<b>178.532</b>
<i>· Emisión:</i>	<i>1.373.000</i>	<i>806.130</i>
Deudas con entidades de crédito	773.000	478.800
Otras deudas	600.000	327.330
<i>· Devolución y amortización:</i>	<i>-477.712</i>	<i>-627.598</i>
Deudas con entidades de crédito	-347.239	-403.348
Otras deudas	-130.473	-224.250
<b>Flujo de Efectivo de las Actividades de Financiación</b>	<b>1.453.080</b>	<b>153.862</b>
<b>Efecto de las variaciones de los tipos de cambio</b>	<b>145.747</b>	<b>-254.205</b>
<b>Aumento/Disminución neta del ef. O equiv.</b>	<b>-156.313</b>	<b>67.280</b>
<b>Ef. O equiv. Al comienzo del ejercicio</b>	<b>520.361</b>	<b>364.048</b>
<b>Ef. O equiv. Al final del ejercicio</b>	<b>364.048</b>	<b>431.328</b>

Fuente: Elaboración propia, datos CLR

Se puede apreciar el aumento de Flujo de Caja de la empresa, siendo un dato plausible para que la empresa consiga cumplir sus objetivos propuestos para los siguientes ejercicios.

Finalmente, para realizar en el siguiente apartado el cálculo de las **estimaciones de ingresos** cabe distinguir las diferentes áreas de la compañía, obteniendo las siguientes asunciones:

Tabla: Ingresos en cada área (2016-2017)

(euros)	2016	2017
<b>Ejecución de estructuras</b>	<b>3.374.862</b>	<b>3.598.320</b>
%	67,76%	68,22%
<b>Diseño, cálculo y asistencia técnica</b>	<b>1.463.048</b>	<b>1.655.137</b>
%	29,37%	31,38%
<b>Alquiler de maquinaria</b>	<b>143.048</b>	<b>20.919</b>
%	2,87%	0,40%
<b>TOTAL</b>	<b>4.980.958</b>	<b>5.274.376</b>

Fuente: Datos CLR

#### i. En Ejecución de estructuras:

- Aumentos en actividad debido a la cartera de proyectos firmados este último ejercicio, a la expansión en dos territorios nuevos y la consolidación en los ya presentes.

#### ii. Diseño, cálculo y asistencia técnica:

- Un aumento de +2.01 puntos porcentuales en los ingresos de esta área. La política de expansión del área de construcción supone una ventaja para las demás actividades tras dar publicidad no sólo de la propia compañía, sino también de los demás servicios, lo que hace que aumenten según aumente el volumen de cartera.

#### iii. Alquiler de maquinaria:

- Ha supuesto una reducción, siendo uno de los motivos la problemática de instaurar esta actividad de negocio en Brasil. Pero se espera que con la creación de la matriz en España pueda aumentar su volumen.

## 6.2 Cuentas estimadas

Con todo lo anterior y en primer lugar, se pueden considerar las estimaciones siguientes como conservadoras, fundamentadas en la actual cartera de contratación, que asegura ingresos futuros. Se ha modelizado una cuenta de resultados estimada, asumiendo un aumento de ingresos y márgenes a partir del 2018 hasta 2020.

Como se ha comentado, la empresa centra principalmente sus clientes en Bolivia y Paraguay, pese a ello, cuenta con una cartera de proyectos firmados por más de 14 millones de euros en el primer trimestre de 2018, aumentando también su diversificación en los nuevos mercados de España y Brasil y disminuyendo el riesgo de divisa.

En la tabla siguiente se observa la estimación asumida para los años 2018, 2019 y 2020 teniendo en cuenta todo lo anterior:

Tabla: Balance de situación con estimaciones (2016-2020e)

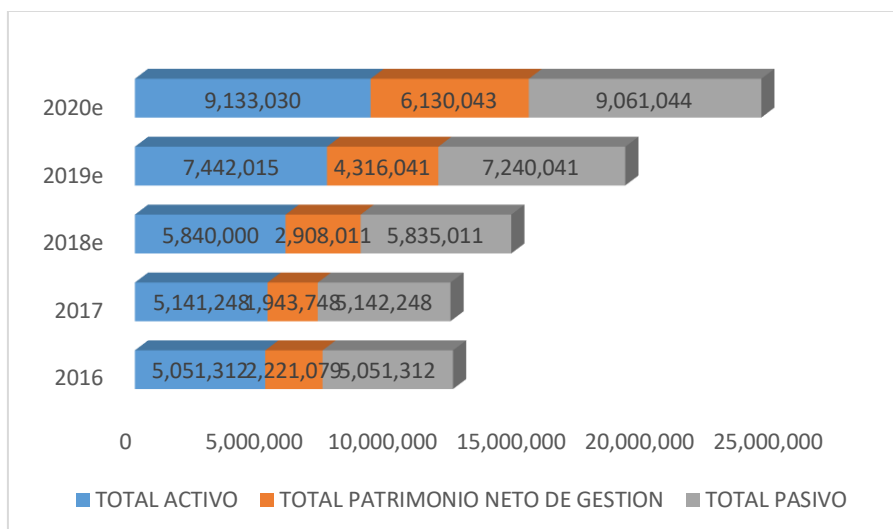
BALANCE (SITUACIÓN CONSOLIDADO, euros)	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Inmovilizado	1.405.125	1.206.186	1.499.000	2.357.000	2.354.000
Inversiones financieras LP	25.242	27.218	0	0	0
Inversiones en empresa grupos asoci. LP	4.913	4.913	5.000	3.000	3000
<b>TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>1.435.280</b>	<b>1.238.317</b>	<b>1.504.000</b>	<b>2.360.000</b>	<b>2.357.000</b>
Existencias	686.508	808.483	849.000	891.000	936.000
Clientes y otros deudores	2.382.544	2.540.328	2.667.000	3.067.000	3.528.000
Inver. empresa grupo y asociados CP	126	36.487	0	0	0
Inv. Finan. CP	176.176	78.522	79.000	79.015	79.030
Periodificaciones	6.630	7.783	0	0	0
Efectivo	364.048	431.328	741.000	1.045.000	2.233.000
<b>TOTAL ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>3.616.032</b>	<b>3.902.931</b>	<b>4.336.000</b>	<b>5.082.015</b>	<b>6.776.030</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>5.051.312</b>	<b>5.141.248</b>	<b>5.840.000</b>	<b>7.442.015</b>	<b>9.133.030</b>
<b>Fondos propios</b>	<b>1.969.388</b>	<b>1.895.913</b>	<b>2.860.071</b>	<b>4.268.101</b>	<b>6.082.103</b>
Capital	403.071	403.071	403.071	403.086	403.101
Prima de emisión	1.016.925	1.016.925	1.017.000	1.017.000	1.017.001
Reservas	582.508	551.549	647.000	1.611.000	3.021.000
Resultado del ejercicio atribuido a la soc. domin.	114.088	96.242	965.000	1.409.000	1.813.000
Acciones y part. Soc. domin.	-147.204	-171.874	-172.000	-171.985	-171.999
<b>Dif. Conversión</b>	<b>27.769</b>	<b>-94.060</b>	<b>-94.060</b>	<b>-94.060</b>	<b>-94.060</b>
<b>Socios externos</b>	<b>223.922</b>	<b>141.895</b>	<b>142.000</b>	<b>142.000</b>	<b>142.000</b>
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO DE GESTION</b>	<b>2.221.079</b>	<b>1.943.748</b>	<b>2.908.011</b>	<b>4.316.041</b>	<b>6.130.043</b>
Deudas a LP	1.298.272	1.161.417	1.481.000	1.409.000	1.409.000
Provisiones a LP	28.818	32.543	0	0	0
<b>TOTAL PASIVO NO CORRIENTE</b>	<b>1.327.090</b>	<b>1.193.960</b>	<b>1.481.000</b>	<b>1.409.000</b>	<b>1.409.000</b>
Deudas con empresas del grupo CP	8.223	0	0	0	1
Deudas a CP	890.114	1.205.501	923.000	947.000	904.000
Proveedores y otros acreedores	604.806	799.039	523.000	568.000	618.000
<b>TOTAL PASIVO CORRIENTE</b>	<b>1.503.143</b>	<b>2.004.540</b>	<b>1.446.000</b>	<b>1.515.000</b>	<b>1.522.001</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>5.051.312</b>	<b>5.142.248</b>	<b>5.835.011</b>	<b>7.240.041</b>	<b>9.061.044</b>

Fuente: Elaboración propia, datos CLR

Se estima un crecimiento en el inmovilizado y en los clientes a causa de ese aumento de la cartera de contratada se que prevé un constante aumento, por consiguiente, esto afectará al aumento de reservas ya que la compañía no tiene en mente un reparto de dividendos.

Por último, se ha supuesto un aumento de deuda en 2018 para llevar a cabo las inversiones de expansión pero que se irán reduciendo los ejercicios siguientes.

Gráfico: Comparación Balance estimado (2016-2020e)



Fuente: Elaboración propia, datos CLR

Tabla: Pérdidas y Ganancias estimadas (2016-2020e)

Pérdidas y Ganancias (euro)	2016	2017	2018e	2019e	2020e
<b>Importe neto de la cifra de Negocios (INCEN)</b>	<b>4.980.958</b>	<b>5.274.376</b>	<b>8.024.875</b>	<b>9.250.000</b>	<b>10.637.000</b>
Ventas	0	10.245	18.125	25.511	27.002
Prestación de servicios	4.980.958	5.264.131	8.024.875	9.224.489	10.609.998
Aprovisionamientos	-2.034.866	-1.435.097	-2.295.000	-2.639.000	-3.035.000
<b>Margen</b>	<b>2.946.092</b>	<b>3.839.279</b>	<b>5.729.875</b>	<b>6.611.000</b>	<b>7.602.000</b>
Otros resultados	-5.506	36.394	0	0	0
Gastos de personal	-824.646	-996.692	-1.446.000	-1.519.000	-1.594.000
Otros gastos de explotación	-1.486.521	-1.853.013	-2.531.000	-2.658.000	-2.790.000
<b>EBITDA</b>	<b>629.419</b>	<b>1.025.968</b>	<b>1.752.875</b>	<b>2.434.000</b>	<b>3.218.000</b>
Amortización del inmovilizado	-421.839	-409.971	-512.000	-641.000	-801.000
Deterioro de existencias, mercaderías, materias primas y otros	7.688	0	0	0	0
<b>EBIT</b>	<b>215.268</b>	<b>615.997</b>	<b>1.240.875</b>	<b>1.793.000</b>	<b>2.417.001</b>
Ingreso financiero	417	149			
Gastos financieros	-124.936	-112.671	-124.000	-136.000	-150.000
Diferencia de cambio	145.747	-254.205	0	0	0
<b>RESULTADO FINANCIERO</b>	<b>21.228</b>	<b>-366.727</b>	<b>-124.000</b>	<b>-136.000</b>	<b>-150.000</b>
Rdo de entidades valoradas por el método de participación	0	0	0	0	0
<b>RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>236.496</b>	<b>249.270</b>	<b>1.116.875</b>	<b>1.657.000</b>	<b>2.267.001</b>
Impuesto de sociedades	-126.769	-166.829	-170.000	-249.000	-453.000
<b>RESULTADO DEL EJERCICIO</b>	<b>109.727</b>	<b>82.441</b>	<b>946.875</b>	<b>1.408.000</b>	<b>1.814.001</b>

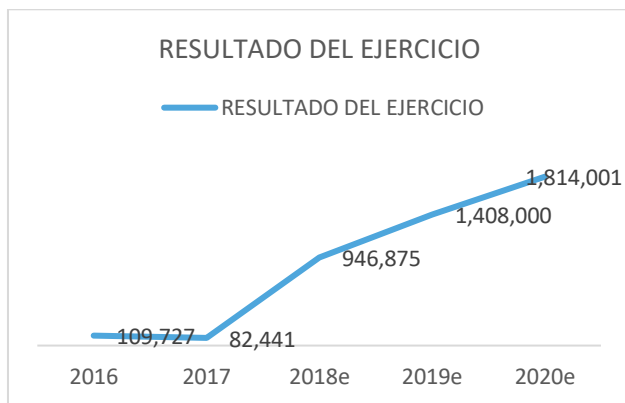
Fuente: Elaboración propia, datos CLR

Por otro lado, debido a la expansión tanto en España como en Brasil, aumentará el EBITDA en cada ejercicio y por consiguiente el gasto de personal.

A partir del ejercicio 2019, la compañía tiene previsto un crecimiento sostenido en sus ventas del 15% con no más de seis o siete mercados consolidados en el mundo.

En la estimación no se ha tenido en cuenta las diferencias de conversión ya que se asume que la empresa ha iniciado políticas de cobertura para paliar ese efecto, así como la diversificación geográfica de clientes.

Gráfico: Evolución resultado del ejercicio estimados (2016-2020e)



Fuente: Elaboración propia, datos CLR

Tabla: Estado de Flujos de Efectivo estimado (2016-2020e)

Estado de flujos de efectivo (MM €)	2016	2017	2018e	2019e	2020e
<b>Resultado del ej. Antes de imp.</b>	<b>236.496</b>	<b>249.270</b>	<b>1.116.875</b>	<b>1.657.000</b>	<b>2.267.001</b>
<b>Ajustes del resultado</b>	<b>377.421</b>	<b>722.605</b>	<b>636.000</b>	<b>777.000</b>	<b>951.000</b>
Amortización del inmovilizado	421.839	409.971	512.000	641.000	801.000
Correcciones valorativas por deterioro	0	-4.573	0	0	0
Resultados por bajas y enajenaciones del inmovilizado	-7.688	-49.520	0	0	0
Ingresos financieros	-417	-149	0	0	0
Gastos financieros	124.936	112.671	124.000	136.000	150.000
Diferencias de cambio	-145.747	254.205	0	0	0
Otros ingresos y gastos	-15.502	0	0	0	0
<b>Cambios en el capital corriente</b>	<b>-1.758.239</b>	<b>-83.753</b>	<b>-399.000</b>	<b>-397.000</b>	<b>-455.000</b>
Existencias	-78.186	-121.975	-40.000	-42.000	-45.000
Deudores y otras cuentas a cobrar	-1.252.633	-119.823	-127.000	-400.000	-460.000
Otros activos corrientes	-147.201	60.140	44.000	0	0
Acreedores y otras cuentas a pagar	-356.214	194.233	-276.000	45.000	50.000
Otros pasivos corrientes	59.441	-8.223	0	0	0
Otros activos y pasivos no corrientes	16.554	-88.105	0	0	0
<b>Otros flujos de efectivo de las actividades de explotación-</b>	<b>-296.826</b>	<b>-312.739</b>	<b>-294.000</b>	<b>-385.000</b>	<b>-603.000</b>
Pago intereses	-124.936	-112.671	-124.000	-136.000	-150.000
Cobro intereses	417	149	0	0	0
Cobro(pagos) por imp. S.benef.	-172.307	-200.217	-170.000	-249.000	-453.000
<b>Flujos de efectivo de las actividades de explotación</b>	<b>-1.441.148</b>	<b>575.383</b>	<b>1.059.875</b>	<b>1.652.000</b>	<b>2.160.001</b>
<b>Pagos por inversiones</b>	<b>-765.650</b>	<b>-575.231</b>	<b>-800.000</b>	<b>-1.300.000</b>	<b>-1.000.000</b>
Sociedades del grupo, net. Ef. Soc. cons	-145.709	0	0	0	0
Inm. Intangible	-9.502	-3.741	0	0	0
Inm. Mat.	-608.786	-566.490	-800.000	-750.000	-1.000.000
Otros act. Finan.	-1.653	-5.000	0	-550.000	0
<b>Cobros por desinversiones</b>	<b>451.658</b>	<b>167.471</b>	<b>27.000</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Sociedades del grupo, net. Ef. Soc. cons	27.000	0	0	0	0
Inm. Intangible	0	568	0	0	0
Inm. Mat.	400.900	163.879	0	0	0
Otros act. Finan.	23.758	3.024	27.000	0	0
<b>Flujo de Efectivo de las Actividades de Inversión</b>	<b>-313.992</b>	<b>-407.760</b>	<b>-773.000</b>	<b>-1.300.000</b>	<b>-1.000.000</b>
<b>Cobros y pagos por instr. Patr.</b>	<b>557.792</b>	<b>-24.670</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Emisión de instr. de patr.	704.996	0	0	0	0
Adq. Instr. Patr. De la soc. dom.	-192.673	-82.392	0	0	0
Enajenación. Instr. Patr. Soc. dom.	45.469	57.722	0	0	0
<b>Cobros y pagos por instr. Pas. Finan.</b>	<b>895.288</b>	<b>178.532</b>	<b>37.000</b>	<b>-48.000</b>	<b>-28.000</b>
Deudas con entidades de crédito	773.000	478.800	37.000	-48.000	-28.000
Otras deudas	600.000	327.330	0	0	0
Deudas con entidades de crédito	-347.239	-403.348	0	0	0
Otras deudas	-130.473	-224.250	0	0	0
<b>Flujo de Efectivo de las Actividades de Financiación</b>	<b>1.453.080</b>	<b>153.862</b>	<b>37.000</b>	<b>-48.000</b>	<b>-28.000</b>
Efecto de las variaciones de los tipos de cambio	145.747	-254.205	0	0	0
<b>Aumento/Disminución neta del ef. O equiv.</b>	<b>-156.313</b>	<b>67.280</b>	<b>323.875</b>	<b>304.000</b>	<b>1.132.001</b>
Ef. O equiv. Al comienzo del ejercicio	520.361	364.048	431.328	755.203	1.059.203
Ef. O equiv. Al final del ejercicio	364.048	431.328	755.203	1.059.203	2.191.204

### 6.3 Tablas comparativas sectoriales

Clerhp, es una empresa por modelo de negocio, difícil de aplicar comparativas con otras compañías del sector ingeniería, la razón es un modelo muy volcado en una ingeniería específica, estructuras y unos márgenes con un CAPEX inicial alto, que la hacen singular a la para que atractiva, frente a otras compañías cotizadas del sector de la construcción. Pese a ello se ha realizado una comparación con las empresas Técnicas Reunidas (TRE) y Duro Felguera (MDF), explicándolas brevemente:

- **Técnicas Reunidas (TRE):** Realiza todo tipo de servicios de ingeniería y construcción de instalaciones industriales “llave en mano”. Dentro de su actividad de servicios de ingeniería, opera a través de diferentes áreas de actividad dentro de los sectores de gasista, energético y refino. Cotiza en el mercado continuo desde junio de 2006 y forma parte del IBEX. Ha realizado proyectos en más de cincuenta países en los seis continentes.
- **Duro Felguera (MDF):** Empresa especializada en la ejecución de proyectos “llave en mano” para los sectores energético, industrial y de Oil&Gas, la prestación de servicios industriales y la fabricación de bienes de equipo.

En la tabla 17, se realiza una comparativa entre las empresas nombradas anteriormente teniendo en cuenta las variables más relevantes y más fáciles para realizar comparaciones.

Tabla: Comparación CLR, TRE y MDF

	Año/Empresa	CLR	TRE	MDF
PER	2018e	13,84	28,30	-0,38
	2017	165,01	28,83	-0,21
	2016	135,92	9,53	-0,08
Est.LTG (BPA)	2018e	0,09 €	0,83 €	-0,37 €
	2017	0,01 €	0,81 €	-1,59 €
	2016	0,01 €	2,45 €	-0,11 €
Precio actual	2018	1,27 €	22,49 €	0,010 €
Precio objetivo	2018	1,59 €	23,03 €	0,012 €
Ingresos	2018e	8.024.875 €	2.260,4 €	400,01 M€
	2017	5.274.376 €	5.069,8 €	624,13 €
	2016	4.980.948 €	4.796,8 €	709,12 €
Beneficio neto	2018e	946.875 €	13,8 M€	-95,24 M€
	2017	82.441 €	64 M€	-254,5 M€
	2016	109.727 €	128,85 M€	-18,2 M€
Beneficio operacional	2018e	1.240.000 €	34,2 M€	-105,7 M€
	2017	616.000 €	100,4 M€	-194,797 M€
	2016	215.000 €	192 M€	1,438 M€
EBITDA	2018e	1.752.875 €	94,14 M€	-92,3 M€
	2017	1.025.968 €	121,88 M€	-166,07 M€
	2016	629.419 €	211 M€	1,86 M€
EV to EBITDA	2018e	8,84 €	8,88 €	-1,61 €
	2017	15,57 €	7,11 €	198,47 €
	2016	27,17 €	14,98 €	-2,76 €

Fuente: Elaboración propia, datos Bloomberg



Tras una visión general de los datos, se puede observar que la compañía Duro Felguera no supondrá un problema para CLR dado que los resultados muestran que MDF pasa por una mala situación financiera, por lo que la competitividad puede centrarse frente a la compañía Técnicas Reunidas.

Al basarse en el múltiplo PER, las cifras obtenidas durante estos años dan como resultado un PER bajo la media de normalidad, pero a medida que pasan los años va disminuyendo debido a una infravaloración de CLR en comparación con una sobrevaloración o fuerte esperanza de crecimiento de TRE al ser mayor que 25. Esto supondrá un encarecimiento del precio de la acción de TRE en comparación con su generación.

La estimación del beneficio por acción (BPA) de Clerhp aumentará de un 0,01€ en 2017 a un 0,09€ en el ejercicio siguiente en comparación con la estabilidad de Técnicas Reunidas manteniendo casi la misma cifra, de 0,81€ en 2017 a 0,83€ en 2018.

Finalmente, el EV/EBITDA de CLR y TRE se encuentran muy cercanas a la media del sector (9€), ya que se sitúan para finales de este ejercicio en el 8,84 y 8,88 respectivamente.

Teniendo en cuenta lo obtenido anteriormente, es posible hacerse una idea de dónde puede estar la oportunidad de negocio que genere un mayor valor a la cartera.

## 7. VALORACIÓN DEL GRUPO

### 7.1 Valoración mediante múltiplos: Ratios

A continuación, hemos calculado determinados ratios que darán una idea de cómo está la empresa y se tendrán en cuenta a la hora de hacer la valoración final del grupo:

Tabla 18: Ratios de rentabilidad (2016-2017)

Ratios de rentabilidad		
	2016	2017
Rotación activos	0,99	1,03
Periodo medio cobro	174,59	175,80
Periodo medio pago	108,49	203,23
Deuda neta/ Recursos propios	1,11	1,25
Ebitda/gastos financieros	5,04	9,11
Deuda neta / Ebitda	3,48	2,31
ROCE medio	6,07%	19,64%
ROE	4,94%	4,24%
Ratio corriente	2,41	1,95
Multiplicador de apalancamiento	2,27	2,65

Fuente: Elaboración propia, datos CLR

Gracias al multiplicador de apalancamiento se puede ver que no es muy grande, es decir, que la mayoría de los activos de la empresa no están financiados por deuda.

Tabla : Ratios de endeudamiento y financiación

Ratios endeudamiento y financiación		
(x)	2016	2017
Liquidez general	2,41	1,95
Solvencia	1,00	1,00
Nivel endeudamiento	0,69	0,73
Calidad deuda	0,30	0,39
Autonomía financiera	0,44	0,38

Fuente: Elaboración propia, datos CLR

Destacamos dos tipos de ratios que serán importantes para la empresa de cara a dividendos en los próximos años:

- Ratio entre fondos propios y patrimonio total, estableciéndose entre el 0,55, es decir, el 55% del total del pasivo quiere la empresa que sean fondos propios
- Ratio de liquidez, realizable más disponible entre el pasivo corriente, a esto se le resta la obra en curso. Quieren que este ratio esté por encima de 2.

Conectando estos dos ratios, y según el plan de negocio de la empresa, prevén repartir dividendos de cara a 2020.

La empresa ha obtenido un ratio corriente de 1,95, lo que nos permite medir su eficiencia operativa, y según el resultado obtenido, se puede afirmar que la empresa no debería tener ninguna dificultad para hacer frente a sus obligaciones a corte plazo que le surgiesen repentinamente.

Tabla: Ratios de rentabilidad y solvencia

	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Rotación activos	0,99	1,03	1,37	1,24	1,16
Rotación existencias (días)	174,59	175,80	121,03	121,02	121,06
Periodo medio pago (días)	108,49	203,23	83,18	78,56	74,32
Deuda neta/ Recursos propios + Minoritarios	1,11	1,25	0,84	0,55	0,38
Ebitda/gastos financieros	5,04	9,11	14,14	17,90	21,45

Fuente: Elaboración propia, datos CLR

La tabla siguiente muestra el PER como va disminuyendo de 10,83 en 2018 hasta un 8,67 en la estimación de 2020, esto muestra la infravaloración del mercado respecto al grupo. Por otro lado, el EV/EBITDA en 2018 se mantiene casi en la media del sector (9,03) y va aumentando a medida que pasan los próximos ejercicios.

Tabla: Estimación Valoración CLERHP

	2018e	2019e	2020e
EBITDA	1.752.875€	2.434.000€	3.218.000€
PER	10,83	9,54	8,67
EV/EBITDA	8,75€	9,33€	10,40€

Fuente: Elaboración propia, datos CLR

## 7.2 Value y DCF

Finalmente, en este apartado valoramos por suma de partes (por la heterogeneidad de los sectores que la componen), teniendo en cuenta los ratios y toda la información obtenida a lo largo del informe. De esta forma se obtendrá la valoración del grupo teniendo en cuenta cada una de las líneas de negocio de la compañía.

Para efectuar dicha valoración aplicamos una media de DCF y múltiplo 9x EV/Ebitda 18, acorde con los ratios del sector en España y Europa (establecidos en un Ev/Ebitda de 9,03).

En las hipótesis, asumimos una Tasa Anual de Crecimiento Compuesto (TACC) del 5,8% y un coste de capital (WACC) del 6% debido a la ejecución de la cartera pendiente de ejecutar en el último ejercicio 2018 (€14mn).

El valor de CLR es de €22,854 mn, esto supondría un precio objetivo de 1,59€/acc. frente al 1,27€/acc que tiene ahora mismo en el mercado.

Tabla: Estimación Valoración CLERHP

(mn€)	EV	Criterio
<b>Ejecución de estructuras</b>	<b>19,70</b>	9xEV/EBITDA 18 y DCF
<b>Diseño, cálculo y asistencia técnica</b>	<b>15,02</b>	
<b>Alquiler maquinaria</b>	<b>7,55</b>	
<b>Total</b>	<b>42,27</b>	
Minoritarios y otros	-17,012	
Deuda neta 18	-2,404	
<b>EV total</b>	<b>22,854</b>	TACC 5,8%
Valor descontado	6,856	(dto iliquidez 30%)
WACC	0,411	6,00%

Valor objetivo	1,59 €/acc
Último precio	1,27 €/acc
Potencial	25%

Fuente: Elaboración propia, datos CLR

Con los datos estimados para finales del ejercicio 2018 y los dos años posteriores, la compañía arroja un ratio EV/EBITDA por debajo de 9 veces y un ratio deuda neta /recursos propios por debajo de 1 veces, como muestra la tabla anterior.

El descuento del 30% por iliquidez viene dado por el hecho de cotizar en el MAB, como ya se explicó en la primera parte, estas empresas no gozan de la misma contrapartida que en un mercado continuo, dificultando la opción de liquidez a la hora de efectuar las operaciones en el mercado.

Teniendo en cuenta los datos y la información anterior, obtenemos evidencias de que la empresa tiene una segura proyección futura, no sólo por los contratos ya firmados que sirven de garantía y los objetivos de la empresa. Sino que también se ve respaldado por los datos obtenidos, con un PER que muestra la oportunidad de invertir en Clerhp al estar infravalorado en el mercado, un Ev/Ebitda aumentando por encima de la media del sector en los próximos ejercicios y un precio objetivo mayor del precio de cotización.

Cabe destacar el modelo de negocio de Clerhp como empresa de ingeniería de estructuras, mediante el aprovechamiento de sus economías de escala, tiene una estructura de márgenes que crece de manera exponencial en función del grado de madurez de cada mercado, pudiendo pasar en mercados como el boliviano, de márgenes del 10% a más del 40% en tres años. También cabe destacar como ventaja competitiva respecto a sus competidores y como causa principal de estos márgenes, su equipo humano de ingeniería y *know how*, que la convierten en una empresa única en el mercado de ingeniería de estructuras y en el posible punto de mira por valoración de compra de constructoras al otro lado del charco.

En cuanto a la deuda de la compañía, la empresa tiene previsto crecer en su Business Plan según la generación de caja, manteniendo el ratio Deuda/EBITDA por debajo de 1 veces, esto se considera importante ya que la empresa no tiene previsto realizar ninguna ampliación de capital que pudiera diluir en el futuro el valor de los actuales accionistas, manteniendo simplemente las líneas de crédito y *factoring* para financiar su circulante.

Dado el potencial y valor objetivo obtenido, se otorga a la compañía un precio objetivo de 9 veces EV/EBITDA sobre la previsión de 2020 aplicando un descuento por iliquidez y por cotizar en un mercado como el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) del 30% sobre ese precio, por lo cual, se recomienda **COMPRAR** con un precio objetivo de 1,59 €/acc lo que da sobre el precio medio de cotización de los últimos meses, 1,27 €/acc., por encima del 25%.

Por los motivos anteriores, invertir hoy en día en CLERHP significa apostar por la expansión geográfica, su aumento de cartera y establecimiento en los países presentes que subirá el valor de la compañía.

Se sitúa el precio objetivo de 1,59 €/acc (potencial +25 %) valorando la compañía en base a un modelo  
DFC.

## 8. GLOSARIO

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

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 precio inflados o grandes expectativas de crecimiento de los beneficios futuros.
- Beneficio por acción ó Earnings per Share (BPA ó EPS):**  $\text{Beneficio neto/nº acciones}$

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

Compara el valor de una empresa con los beneficios brutos antes de intereses, impuestos, amortizaciones y depreciaciones, para determinaer si la empresa incorpora mayor o menos valor que 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 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.
- Enterpise 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.
- Enterpise 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](http://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.

### Conflictos de interés:

A fecha del presente informe, GPM actúa como proveedor de liquidez de Clerhp Estructuras, S.A. en el Mercado Alternativo Bursátil. GPM dispone de un acuerdo con Clerhp Estructuras, S.A. que el mismo se ha elaborado de forma objetiva, independiente y sin recibir instrucciones del emisor.