

## NYSEA

23/09/2019

Departamento Research  
913 191 684

Último precio	0,0147€/acc. <b>COMPRAR</b>
Precio objetivo 2020	0,036€/acc.
Potencial	+144,9%

Nombre de valor	
ISIN	ES0150480111
CIF	A08074320
Ticker	NYSE
Nº acc. admitidas a cotización	2.121.757.000
Valor Nominal	0,015 €
Capitalización (miles)	30.978€
Precio de salida	22/01/2018 0,1700€
Último precio	23/09/2019 0,0147€
Periodo 2018	Precio máximo 0,5900 €
	Precio mínimo 0,0115 €
Periodo 2019	Precio máximo 0,0243 €
	Precio mínimo 0,0123 €
Volumen (Acc.)	3.296.647
Efectivo (miles€)	57.957

### NUEVOS SOCIOS Y PLAN DE NEGOCIO PARA NYESA

- **NYSEA de vuelta al parque:** La nueva NYESA volvió al mercado con importantes proyectos en Rusia, de la mano de los inversores que aportaron MARMA. Tras este nuevo proyecto, Olaf y Rubí vieron una oportunidad y decidieron formar parte de la compañía mediante la aportación de activos.

- **Nuevos socios, nuevos objetivos:** Las dimensiones de los proyectos NARVA LOFT (Rusia), La Playa y La Roca (Costa Rica) diluyeron la presencia del grupo en España. No obstante, gracias a la incorporación de oficinas en Las Torres de Hércules, de la mano de los nuevos socios de Olaf y Rubí, el grupo centrará todo su esfuerzo patrimonial en España. Además, se prevé que este cambio de estrategia se lleve también al área inmobiliaria, con proyectos como la compra/venta de lote de viviendas a Liberbank. Esto último, y gracias a la amplia experiencia de los gestores detrás de Olaf y Rubí, pasará a ser una de las principales, si no la principal, fuente de ingresos del grupo.

- **La deuda, el principal peligro en el corto plazo:** La sociedad tendrá que hacer frente a grandes pagos debido a los vencimientos de sus distintos pasivos, alguno de ellos de origen concursal, y otros ya vencidos. Esto podría poner en peligro la estabilidad patrimonial del grupo, que recordemos se encuentra actualmente con un patrimonio neto negativo (Q1 2019). Uno de los sistemas que hasta ahora usaba la sociedad, la línea de crédito a través de ampliaciones de capital con GEM, se encuentra actualmente congelado ya que el valor de la cotización bursátil de NYESA es inferior a su valor nominal.

Principales Accionistas (tras inc. Olaf y Rubí)	
José Antonio Bartolomé Nicolás	21,44%
Familia Gaber*	13,97%
Familia Eldarov*	9,72%
Fanumceo S.L.	7,51%
Acción Concertada (Grupo Bartibás)	3,46%
Alexander Samodurov*	1,59%
Free Float	42,31%

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

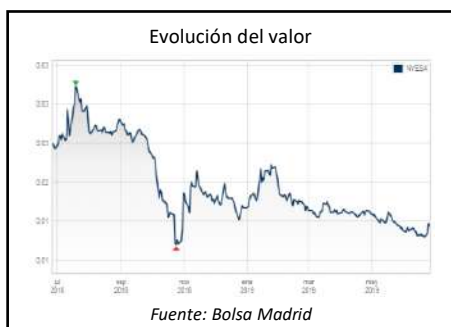
**ROE**, beneficio de la empresa por cada euro, si es:

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

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

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

Datos financieros (€)	2016	2017	2018	2019 Q1
Cifra de negocios	2.354.964	676.523	22.183.003	1.127.816
EBITDA	18.083.034	10.456.919	-36.663.684	-2.323.683
EBIT	18.256.039	11.660.260	-47.506.885	-2.328.543
Gastos Financieros	-4.965.344	-5.666.394	-4.976.193	-704.076
Impuestos	0	-6.841	-60.238	0
Resultado Neto	32.948.512	27.622.042	-52.393.365	-3.032.618
Activos	125.670.459	78.230.154	90.397.928	96.489.577
Inmovilizado material	3.644.782	4.768	2.395	1.917
Capitalización	27.596.100	27.596.100	35.433.342	33.735.936
Acciones en circulación	162.330.000	162.330.000	2.121.757.000	2.121.757.000
BPA	0,20	0,17	-0,02	0,00
PER	0,84	1,00	-0,68	-11,12
EV	186.096.058	118.134.545	122.594.218	109.367.798
EV/EBITDA	10,29	11,30	-3,34	-55,67
EV/INGRESOS	74,73	68,94	5,49	109,43
TOTAL DEBT/EBITDA	8,81	8,82	-2,43	-41,75
PRECIO/CASH FLOW	84,45	29,73	115,24	112,45
PRECIO/VALOR CONTABLE	-0,82	-1,97	28,31	-64,19
ROA	1,87%	0,86%	24,54%	1,17%
ROE	16,45%	4,52%	69,70%	3,54%
Último precio de cotización	0,17	0,17	0,0167	0,0159



\*D. Alexander Samodurov dimitió del puesto de Miembro del Consejo de administración el día 13/09/19 y renunció a la cesión de derechos políticos contemplada en el pacto parasocial firmado en febrero de 2019. A su vez, el resto de accionistas de origen "ruso", también se acogen a la renuncia anteriormente comentada.

## INDICE

<b>1. DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA</b> .....	3
<b>2. LÍNEA DE NEGOCIO</b> .....	9
<b>I. Inmobiliaria</b> (59,67% de los ingresos Q1 2019) .....	10
<b>II. Patrimonial</b> (0,92% de los ingresos Q1 2019).....	10
<b>III. Internacional</b> (39,41% de los ingresos Q1 2019) .....	11
<b>IV. Evolución de los sectores</b> .....	11
<b>3. ESTRATEGIA Y CLAVES DE CRECIMIENTO</b> .....	12
<b>4. FACTORES DE RIESGO</b> .....	13
<b>5. ANÁLISIS FINANCIERO</b> .....	14
5.1 Cuentas actuales .....	14
5.2 Cuentas estimadas .....	17
5.3 Tablas comparativas sectoriales .....	20
<b>6. VALORACIÓN DEL GRUPO</b> .....	21
6.1 Valoración mediante múltiplos: Ratios .....	21
6.2 Value y DCF .....	21
<b>7. GLOSARIO</b> .....	24
<b>8. DISCLAIMER</b> .....	26

## 1. DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

---

Nyesa (NYE) es un grupo que históricamente se ha venido dedicando a la promoción inmobiliaria (compra- venta de solares edificables, gestión urbanística y arrendamiento de activos patrimoniales). Se constituyó el 5 de abril de 1950 bajo la denominación social de Industrias del Besòs, S.A. y posteriormente, con fecha de 3 de junio de 2010, cambió su denominación social a la actual.

Salió a bolsa el 30 de noviembre de 1998 a un precio de 3,90€/acc. y el 29 de septiembre de 2011, la CNMV suspendió cautelarmente su cotización hasta el 22 de diciembre de 2017. Tras una profunda reestructuración, fruto de un concurso de acreedores, volvió al parque español el 22 de enero de 2018 a un precio de 0,17€.

El pasado 21 de febrero de 2018, se comunicó un pacto parasocial entre sus accionistas más significativos (Sres Gaber, Sres. Eldarov, Sr. Ivanov y Sr. Samodurov) y el inversor Olaf y Rubí, S.L. (propiedad de la SOCIMI Brickstock), con la voluntad de llevar a cabo un cambio en la estrategia empresarial de la Sociedad y el Grupo, centrando su actividad en la gestión de activos inmobiliarios ya terminados y en la renta y el desarrollo de grandes proyectos nacionales e internacionales, aprovechando la experiencia y la positiva tendencia de estos sectores. Este pacto, también provocó numerosos cambios en el consejo de administración del grupo que se comentarán posteriormente.

Por otro lado, el pacto parasocial (Anexo 3, cláusula 7) blindaba la desinversión del proyecto Narvaloft. En este mismo anexo (cláusula 6) existe un compromiso irrevocable de no vender el 50% de las acciones de Nyesa de las que devendrá titular el inversor. En un hecho relevante publicado el 30 de octubre de 2018, a este compromiso irrevocable se adhieren los accionistas significativos (Sres Gaber, Sres Eldarov, Sr. Ivanov, Sr. Samodurov y Fanumceo).

La compañía pretende maximizar sus beneficios mediante la explotación de sus tres líneas de negocio, y en especial, pretenden centrarse en el panorama nacional de las áreas de inmobiliario y patrimonial que se explicarán a fondo más adelante.

Nyesa cuenta actualmente con 79 empleados, formados por un nuevo equipo de profesionales para destacar el nuevo enfoque de la compañía. No hay que olvidar que la considerable reducción respecto al ejercicio anterior se debe a la desinversión del proyecto Narvaloft.

El pasado 23 de enero de 2018 se comunicó a la CNMV la entrada en vigor de pactos parasociales. En dicho pacto, facultaban a D. Andrei Ivanov, D. Mikhail Gaber, D. Ruslan Eldarov, Dña. Karina Eldarova, Dña. Bella Gaber y D. Inna Gaber a nombrar un nuevo consejero por cada 15% de participación. Los Sres. Gaber y Eldarov podrían ejercitar este derecho a designar un consejero respectivamente y sería una cuestión para someter en la siguiente JGA de la Sociedad, siempre y cuando trasladaran dicha propuesta al Consejo de Administración con anterioridad a la convocatoria. A fecha de 21 de febrero de 2019, en un hecho relevante, se publicó un nuevo pacto parasocial entre los accionistas significativos y el inversor Olaf y Rubí, de tal forma que el organigrama de la compañía quedaría estructurado de la siguiente manera:

**Presidente**  
Don Michel Lallement

Consejero delegado

Director general

Consejero

Consejero coordinador

Don Liberto Campillo Molina

Don Alexander Samodurov

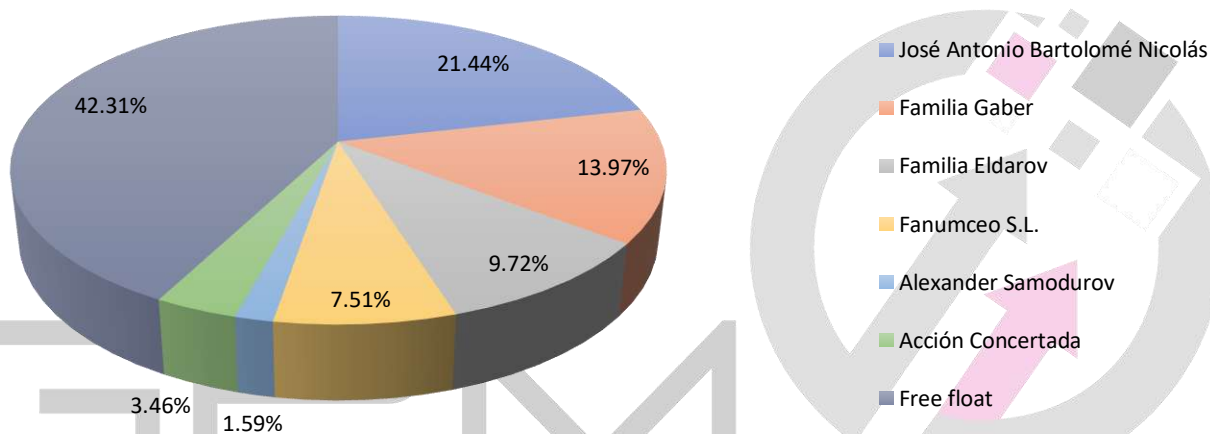
Don Ruslan Eldarov

Don Andrés Fornovi Herrero

Doña María Jesús Ibañez Fernandez

Don Gabriel Junípero López Rodríguez

**Accionariado Q1 2019**  
(después de la entrada de Olaf y Rubí)



El accionariado de la compañía, a fecha de la incorporación de Olaf y Rubí, se compone de la siguiente forma: como mayor accionista se encuentra Olaf y Rubí, S.L. con un **21,44%** (compañía encabezada por José Antonio Bartolomé Nicolás), seguido con un **13,97%** por el Grupo Gaber (Mikhail, Inna y Bella). El grupo Eldarov, compuesto por Ruslan Eldarov y Karina Eldarova, posee un **9,72%**. Fanumceo (propiedad de Juan Manuel Vallejo Montero y Carlos Eduardo Pinedo Torres) posee un **7,51%**, un **3,46%** controlado por el grupo Bartibas (acción concertada) y finalmente un **1,59%** perteneciente a Alexander Samodurov. Teniendo en cuenta lo anteriormente comentado, la empresa dispone de un free float del **42,31%**.

Detalle sobre el porcentaje del accionariado:

NOMBRE	Karina Eldarov	Ruslan Eldarov	Inna Gaber	Bella Gaber	Mikhail Gaber	Bartibás	Bartolomé	Famunceo	Alex Samodurov	Ivanov	Free Float
<b>PARTICIPACIÓN</b>	3,13%	6,46%	2,33%	5,65%	5,21%	3,46%	21,44%	5,70%	1,61%	1,97%	43,04%
<b>SUMA DE GRUPOS</b>		9,59%			13,19%						

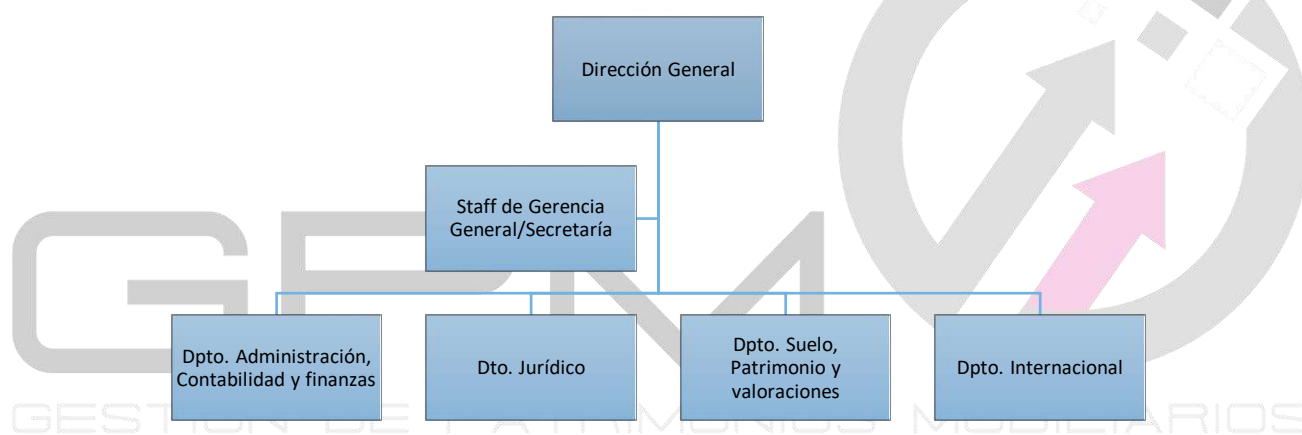
**ÚLTIMA ACTUALIZACIÓN:** Como se ha comentado con anterioridad, a fecha de 16 de septiembre de 2019, se publicó un Hecho Relevante informando sobre el último Pacto Parasocial celebrado el 13 de septiembre donde los "accionistas Rusos" renuncian a la cesión de derechos políticos, se obligan a aprobar de forma unánime por el Consejo de Administración lo relativo a la venta, enajenación o carga sobre Narva Loft o sobre las acciones de Nyesa y, por otro lado, D. Alexander Samodurov presentó su renuncia como miembro del Consejo de Administración terminando su relación laboral con la Sociedad.

A continuación, se muestran las retribuciones de los consejeros de la sociedad y su evolución respecto al ejercicio 2017. A D. Ruslan Eldarov no se le considera devengada ninguna remuneración ya que su nombramiento se produjo el 20 de diciembre de 2018, únicamente constan 41 mil euros derivados de su permanencia a consejos de otras sociedades del grupo y devengadas en metálico.

Retribuciones consejeros (Mil€)	Total 2018	Total 2017
Don CARLOS PINEDO TORRES	257	260
Don JUAN MANUEL VALLEJO MONTERO	257	260
Don MARÍA JESÚS IBÁÑEZ FERNÁNDEZ	22	10
Don ANDRÉS FORNOVI HERRERO	25	10
Don GABRIEL JUNÍPERO LÓPEZ RODRÍGUEZ	17	5
AQUALDRE, S.L.	12	25
Don VALERO ECHEGOYEN MORER	8	25
Don FRANCISCO JAVIER GARCÍA GARELL	4	0
Don RUSLAN EL DAROV	41	0
Don ALEXANDER SAMODUROV ALESCHENKO	8	0

Fuente: Auditoría NYE 2018

Actualmente la compañía tiene la siguiente estructura departamental:



Con lo anterior, y teniendo en cuenta el **nuevo Plan Estratégico de Nyesa**, la empresa está apostando por una especialización como *servicer*, centrando su operativa en el ámbito nacional, donde ya cuenta con un nuevo equipo altamente cualificado.

Cabe destacar la deuda con la Agencia Tributaria con privilegio general de la compañía, por valor de 3.360 miles de euros vencida a fecha de 21 de diciembre de 2018 y exigible, dado que no existe acuerdo de aplazamiento y fraccionamiento de esta. Desde la fecha de aprobación del concurso de acreedores, el grupo ha pagado un total de 1.110 miles de euros a la Agencia Tributaria. Esta cifra ha sido estimada en base a la información del momento. A este respecto, la empresa no mantiene provisionada cantidad alguna (de manera explícita) para cubrir las posibles contingencias derivadas de ese incumplimiento. El pasivo, uno de los aspectos a vigilar más de cerca, se divide en tres grandes bloques: el arriba mencionado con las AAPP, que suma cerca de 12M€ (al menos el expresado explícitamente en las auditorías), el de entidades de crédito, dividido en dos bloques (el del concurso de acreedores que dispone de condiciones especiales y el resto), que suman cerca de 38M€, y el resto de pasivos de origen desconocido, con cerca de 22,18M€.

La deuda asociada al negocio del sector inmobiliario, especialmente la deuda hipotecaria, la compañía la clasifica a corto plazo como financiera frente a la partida existencias del activo corriente, con independencia de que tengan un vencimiento superior a los doce meses. Por esto, la clasificación de la deuda queda de la siguiente forma:

Pasivos financieros	2019 Q1	DIF.	2018	DIF.	2017
Deudas con Entidades de Crédito	17.640.255 €	2,11%	17.275.931 €	-6,44%	18.465.647 €
Otros pasivos financieros	14.715.506 €	35,73%	10.841.928 €	-58,11%	25.879.639 €
<b>LARGO PLAZO</b>	<b>32.355.761 €</b>	<b>15,07%</b>	<b>28.117.859 €</b>	<b>-36,59%</b>	<b>44.345.285 €</b>
Deudas con Entidades de Crédito	18.146.680 €	0,00%	18.146.680 €	16,51%	15.575.734 €
Otros pasivos financieros	661.835 €	117,94%	303.677 €	-93,91%	4.989.235 €
<b>CORTO PLAZO</b>	<b>18.808.515 €</b>	<b>1,94%</b>	<b>18.450.357 €</b>	<b>-10,28%</b>	<b>20.564.969 €</b>
<b>TOTAL PASIVO FINANCIERO</b>	<b>51.164.277 €</b>	<b>9,87%</b>	<b>46.568.216 €</b>	<b>-28,26%</b>	<b>64.910.254 €</b>

Fuente: Datos NYE

El aumento de la deuda financiera del grupo consolidado en estos primeros meses de 2019 proviene del incremento, tras el reconocimiento del importe diferido en la adquisición, del lote de 176 viviendas de diferentes tipologías (valor por 4.950Mil€) adquirido a Liberbank, y un incremento de 649Mil€ por los intereses de la extensión temporal de deuda (Otros pasivos financieros). La partida “pólizas de crédito y préstamos”, subpartida de “Deudas con Entidades de Crédito no corrientes”, del ejercicio 2018, incluye deudas a largo plazo con entidades financieras vinculadas al Convenio de Acreedores. Por otro lado, los “préstamos hipotecarios vinculados al patrimonio” y “pólizas de crédito y préstamos” corrientes del mismo ejercicio incluyen créditos concursales calificados con privilegio especial, en consecuencia, tras la enajenación, ejecución, dación o venta de los activos que los garantizan, sobre la deuda restante, se aplicaron los efectos del Convenio de Acreedores (quita del 70%) y la espera que les corresponde por la calificación de su crédito.

En el mes de septiembre de este año 2019, vencerá la deuda calificada como privilegio especial. Las salidas de flujo de efectivo para atender esta deuda se realizarán según el calendario de pagos previstos en el Convenio de Acreedores de la Sociedad y se espera que sean de unos 4,5 M€.

El detalle de los vencimientos de los instrumentos financieros de pasivo a cierre del ejercicio 2018 es el siguiente:

	2019	2020	2021	2022	2023	Resto	Total
<b>Deudas financieras</b>	<b>18.423.131,73</b>	<b>5.478.055,72</b>	<b>4.069.180,23</b>	<b>4.069.180,23</b>	<b>6.781.967,05</b>	<b>1.060.949,59</b>	<b>39.882.464,55</b>
Con entidades de crédito	18.146.680,26	2.570.946,25	3.856.419,38	3.856.419,38	6.427.365,63	564.780,39	35.422.611,29
Otros pasivos financieros	276.451,47	2.907.109,47	212.760,85	212.760,85	354.601,42	496.169,20	4.459.853,26
Con empresas del grupo y asociadas	5.793,42	5.793,42	6.633,22	6.633,22	11.055,37	2.770.767,39	2.806.676,04
Deuda en situaciones especiales: ampliación de capital pendiente formalización	1.457.015,06	-	-	-	-	-	1.457.015,06
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	456.554,16	-	-	-	-	-	456.554,16
Empresas del grupo y asociadas	-	-	-	-	-	-	-
Acreedores varios	246.554,16	-	-	-	-	-	246.554,16
Otros	210.000,00	-	-	-	-	-	210.000,00
<b>Total</b>	<b>20.342.494,37</b>	<b>5.483.849,14</b>	<b>4.075.813,45</b>	<b>4.075.813,45</b>	<b>6.793.022,42</b>	<b>3.831.716,98</b>	<b>43.968.859,46</b>

- Aportaciones no dinerarias desde 01 enero de 2018:
  - 16 enero 2018: Aportaciones que han supuesto al grupo la incorporación del 98,12% del capital social de la sociedad Marma, S.A., que dispone de terrenos con una edificabilidad de más de 61 mil metros cuadrados y que, según la propia compañía nos comunica en su informe financiero intermedio del primer trimestre de 2019, se espera “que aporten en los próximos 6 años unos ingresos de 153M€ y unos beneficios antes de impuestos de 117M€”, tal y como indica NYESA en los resultados financieros intermedios (2019 Q1).



- 30 octubre 2018: Aportación por parte de Olaf y Rubí de activos en “Las Torres de Hércules”, situadas en Cádiz, compuestos por un total de 95 oficinas, 2 locales comerciales y 144 plazas de aparcamiento. Todo esto con una valoración preliminar de 22M€ según Savills-Aguirre Newman.
- Aportaciones dinerarias desde 01 enero de 2018\*:
  - Se abrió a negociación el 27 de junio un aumento de capital dinerario de “Gem Global Yield Fund” y “GEM investments America LLC” por importe de 420.000€, (28M acciones para esta ampliación) que a fecha de 13 julio 2018 quedaría verificada.
  - 25 julio 2018, aumento de capital dinerario proveniente de “GEM” por un importe de 2.125.394€ (80,20M acciones).
  - 20 de diciembre, se confirma por parte de la compañía la ampliación de “GEM” por un total de 2.125.394€ (80,20M de acciones) y se procede a su salida en las bolsas españolas.

\*El grupo tiene un acuerdo con “GEM” para ampliaciones de capital dinerarias de hasta 80 Millones de euros.

Siguiendo el criterio de prudencia, se ha provisionado el 100% del “Fondo de Comercio” surgido en la contabilización de la incorporación al grupo de las acciones de la sociedad rusa Marma SA, lo que supuso a 31 de marzo de 2018 un resultado negativo del Grupo de 12.323Mil€.

\*Incorporaciones:

	<b>16 de enero de 2018</b>
Patrimonio neto de la sociedad adquirida	531.222,24
Plusvalías en el valor de los activos	58.875.244,80
Valor razonable de activos adquiridos y pasivos asumidos por el porcentaje de participación adquirida	59.406.489,03
Coste de la combinación	(58.280.601,95)
Impuesto diferido (20%)	(11.954.849,90)
<b>Diferencia de primera consolidación (Fondo de comercio)</b>	<b>10.828.962,82</b>
<b>Ver nota 4 y 17.4</b>	

Las sociedades dependientes de Nyesa Valores Corporación, S.A. a 31 de diciembre de 2018 son las siguientes:

#### ESPAÑA

- Nyesa Expansión SLU, 100%
- Nyesa Genérica SLU, 100%
- Habidorme España, S.L., 60%
- Edutainment Sant Adria Del Besos, SAU 100%
- Geona Plus SLU 100%
- Tecknopack España SA 74%
- Nyesa Golf, SLU 100%
- Villarias Golf SLU 100%
- Nyesa Real Estate, SL, 100%

#### PORTUGAL

- Multisado-Construções, SA 74,96%

#### RUSIA

- Marma SA, 98,12%

#### COSTA RICA

- Nyesa Costa Rica SA 100%
- Santiponce del Este, SRL 100%

Fuente: Elaboración propia

\*Marma SA es propietaria del proyecto inmobiliario Narva Loft, que ha supuesto la superación del desequilibrio patrimonial que venía arrastrando el grupo desde el ejercicio 2011, permitiéndole salir de su situación concursal.

A continuación, se explica lo más destacable de algunas de las sociedades dependientes:

- **Nyesa Real Estate, SLU** ya no tiene activos y por tanto, no tiene actividad.
- **Nyesa Genérica SLU** es una sociedad tenedora de participaciones de la sociedad que tiene los activos en Costa Rica (Nyesa Costa Rica, SA).
- **Nyesa Expansión SLU** no tiene actividad.
- **Nyesa Costa Rica**, sociedad radicada en Costa Rica tenedora de los proyectos Resort La Roca y Finca La Playa.
- **Marma, S.A.** es propietaria del proyecto Narvaloft.



## 2. LÍNEA DE NEGOCIO

### Líneas de negocio

Área inmobiliaria

Área patrimonial

Área internacional

Nyesa se está centrando en su **nuevo Plan de Viabilidad**, continuando con normalidad el desarrollo de sus actividades en el sector inmobiliario y patrimonial e ideando un proceso de lanzamiento de *servicer* propio.

Su plan se focaliza en estas tres áreas de actividad: el área inmobiliaria, el área patrimonial y el área internacional, priorizando en el desarrollo de las dos primeras. Este cambio de rumbo es apreciable si observamos su última operación inmobiliaria, fechada a 24 de marzo de 2019, que consiste en la compra de un lote de 176 viviendas acabadas a Liberbank por 5.8M€, con el objetivo de vender y alquilar dichas propiedades, actualmente tasadas en 13.3M€. Esta operación trata de asegurar entradas recurrentes de caja a la sociedad, por lo que se centrarán en realizar operaciones de compra de lotes adquiridos a entidades financieras españolas.

Cabe destacar que la adquisición de lotes de viviendas no supone una salida importante de flujos de caja para la sociedad.

Tabla: Activos por área de negocio

Nombre del Activo	RESORT LA ROCA	FINCA LA PLAYA	NARVA LOFT	LAS TORRES DE HÉRCULES	LOTE VIVIENDAS LIBERBANK	PARCELA URBANA EL CAÑAVERAL VICÁLVARO
<b>País</b>	Costa Rica	Costa Rica	Rusia	España	España	España
<b>Área</b>	Internacional	Internacional	Internacional	Patrimonial	Inmobiliaria	Inmobiliaria
<b>Origen</b>	Ampliación de Capital	Ampliación de Capital	Ampliación de Capital	Ampliación de Capital	Compra	Compra
<b>Estado</b>	En Desarrollo	En Desarrollo	Última fase	Finalizadas	Finalizadas	Parcela edificable
<b>Valor esperado por la Sociedad</b>	24,5M\$ (por última venta)	43M\$ (proyección "golden visa")	153M€ (esperado)	22M€ (por tasación)	13,3M€ (por tasación)	Vendido por 2,87 Millones € (precio venta)

Fundada en 1987

Nombre de Activo	Descripción	Objetivo
<b>RESORT LA ROCA</b>	84 hectáreas de terreno urbanizable	Desarrollo hotelero y/o venta total
<b>FINCA LA PLAYA</b>	4,4 hectáreas con superficie edificable de 813 mil m2 donde se incluye el posible desarrollo hotelero con ROXA	Desarrollo hotelero y/o venta total
<b>NARVA LOFT</b>	Superficie edificable de 53.500 m2	Alquiler y venta de unidades
<b>LAS TORRES DE HÉRCULES</b>	92 oficinas / 2 locales / 144 plazas de garaje	Alquiler
<b>LOTE VIVIENDAS LIBERBANK</b>	Lote de 176 viviendas / 20.000m2	Venta < 70%/Alquiler Resto

Fuente: Elaboración propia

Tabla: Ingresos por línea de negocio (Q1 2019)

Líneas de negocio	Q1 2019	
INGRESOS ÁREA INMOBILIARIA	673.015,00 €	59,67%
INGRESOS ÁREA PATRIMONIAL	10.369,00 €	0,92%
INGRESOS ÁREA INTERNACIONAL	444.439,00 €	39,41%
TOTAL INGRESOS	1.127.816,00 €	100,00%

Fuente: Elaboración propia

### I. Inmobiliaria (59,67% de los ingresos Q1 2019)

La compañía cuenta con una amplia experiencia en este segmento, ya que durante toda su vida ha llegado a gestionar más de 6,9 millones de metros cuadrados de suelo bruto para construcciones de más de 6.000 viviendas y con una promoción de más de 3.000 unidades residenciales en territorio nacional.

A fecha de 27 de julio de 2018, se materializó una adquisición de una parcela en el “Desarrollo del este- El Cañaveral”, en la zona sureste de Madrid capital dentro del distrito de Vicálvaro, por un precio de 2,845 Millones de euros, donde posteriormente, se procedió a la venta, el 9 de abril de 2019, de esta parcela (M-14-C) por un monto de 2,87M€, generando un rendimiento del 0,88%, es decir, una ganancia de casi 25.000€. Esta zona de reciente construcción cuenta con numerosos proyectos nuevos con una media de 2.250€/m<sup>2</sup>, lo que da cabida a futuros proyectos, no obstante, fuera de las actuales intenciones de NYESA.

Actualmente, cuentan con un servicio subcontratado a un tercero de *servicer*, que les ayuda en la comercialización de los activos adquiridos de Liberbank, tanto en la disposición del activo como en la comercialización posterior. Es por esto, que la compañía, tal y como anunció en su nuevo plan de negocio, tiene como objetivo centrarse en la compra de lotes de viviendas a grandes bancos para su posterior venta, dando valor a estos activos con actividades de *servicer* y de remodelación, con rendimientos esperados de aproximadamente el 12% a lo largo de 2-3 años y por tanto, que sea una fuente de ingresos recurrentes.

### II. Patrimonial (0,92% de los ingresos Q1 2019)

Este segmento ha sido clave en el desarrollo histórico del Grupo, habiendo llegado a tener una importante cartera de edificios residenciales y no residenciales, así como importantes acuerdos con operadores de prestigio en el mercado terciario como Meliá Hotels Internacional, Intercontinental Hotels and Resort, Accor Hotels o Mapfre.

La compañía está trabajando activamente en esta área de actividad en la búsqueda de nuevas operaciones que refuercen el patrimonio y generen rentas recurrentes.

Los principales acuerdos en esta área durante este ejercicio han sido los siguientes:

- Contrato de inversión con Olaf y Rubí, SL a fecha de 30 de octubre 2018 para regular un aumento de capital no dinerario, lo que supone la incorporación de 92 oficinas, 2 locales comerciales y 144 plazas de garaje en las Torres de Hércules, Cádiz. Esta operación, valorada en 22M€, permitirá a la sociedad obtener flujos de caja recurrentes gracias al alquiler.
- Según el Hecho Relevante datado el 24 de junio de 2019, anunciaron un acuerdo de colaboración estratégico con el Grupo Roxa en relación con dos proyectos hoteleros internacionales hotel urbano en Moscú de cuatro estrellas y cien habitaciones y un Resort vacacional en Costa Rica compuesto por 250 habitaciones y siendo uno de los mayores proyectos turísticos de Costa Rica.

### III. Internacional (39,41% de los ingresos Q1 2019)

A fecha de 16 de enero de 2018, culminó la operación corporativa que ha supuesto la incorporación de un importante proyecto inmobiliario en Moscú (NarvaLoft) consistente en la rehabilitación de un complejo de edificios con más de 53 mil metros cuadrados de superficie edificable donde el grupo tiene una participación mayoritaria del 98.12% a través de MARMA S.A. Este proyecto cuenta además con numerosos locales y zonas de ocio, además de un proyecto hotelero que tiene como socio preferente al Grupo Roxa.

Sobre este business plan inicial, y debido al cambio de tendencia en el mercado inmobiliario moscovita, se ha decidido desde NYESA orientar el proyecto NARVALOFT más hacia la renta y venta de oficinas que de viviendas, reduciendo la necesidad de inversión y tiempo de finalización del proyecto. Recordemos que gran parte de la infraestructura necesaria ya está construida, por lo que la mayor parte del proyecto consiste únicamente en rehabilitar el entorno.

Como se ha comentado con anterioridad, el desarrollo hotelero dispone de un nuevo socio, el grupo Roxa, en sustitución del grupo Meliá. Desde GPM se ha consultado a diversos expertos del sector de la construcción e inmobiliario moscovita, que han confirmado que estos cambios van más en la línea de lo deseable en el distrito NAO. El precio medio del m<sup>2</sup> para alquiler de oficinas ronda los 13€, para oficinas recién construidas, y algo menos de 7€ para el resto.

Además, la sociedad está inmersa en el desarrollo de otros proyectos internacionales, como el proyecto La Roca Resort, que contempla el desarrollo de un gran complejo turístico en Costa Rica (sobre parcela de 240 hectáreas de extensión, orientado tanto al mercado local como al internacional, junto al desarrollo de al menos 2 hoteles de lujo y el desarrollo residencial de hasta 4.000 unidades, así como el desarrollo de zonas de ocio y comerciales), del cual NYESA posee una parte; vendió el 14 de Agosto de 2018 otro 50% por 24,5M\$.

El proyecto Finca La playa, también ubicado en Costa Rica, está compuesto por una parcela de 4,4 hectáreas de extensión y con una superficie edificable de 26.035 metros cuadrados en los que se prevén desarrollos independientes; un desarrollo residencial para 152 unidades en dos fases de 76 unidades cada una, y por otro, un desarrollo hotelero para un hotel de 130 habitaciones, posiblemente explotado por Meliá. No obstante, el nuevo plan de negocio descarta desarrollar el proyecto residencial de La Playa, decantándose solo por el desarrollo hotelero.

### IV. Evolución de los sectores

Teniendo en cuenta la constante tendencia al alza del **mercado inmobiliario español** en los últimos años, cabe esperar que los activos españoles, concretamente en la zona de Madrid, tengan un crecimiento medio anual de entre el 8% y el 11%. Se incorporarán a esta área las viviendas que el grupo considere para venta del lote de Liberbank o de futuros lotes.

Por su parte, el **sector patrimonial** cuenta con un único activo comercial, *Las Torres de Hércules*, con el que NYESA busca garantizarse flujos de caja recurrentes mediante el arrendamiento de las oficinas, locales comerciales y aparcamientos. La previsión es muy buena dada la posición geográfica del activo, a media hora en coche de Gibraltar y la calidad de los arrendatarios, como la naviera danesa Maersk. Como principal riesgo, la incertidumbre implantada por el Brexit en el Peñón podría afectar la llegada de nuevos inquilinos. Se incorporarán a esta área las viviendas que el grupo considere para alquiler del lote de Liberbank o de futuros lotes.

En el **área internacional**, los principales activos del grupo, situados en Costa Rica y Moscú, presentan perspectivas mixtas. Por un lado, en Costa Rica se espera un crecimiento medio anual en el sector turístico del 5% y, en cuanto a la economía local, se espera un crecimiento para 2019 del 3,2% según el banco central costarricense, buenos números que benefician al proyecto del Resort La Roca, centrado en el turismo.

Por el lado ruso, según CaixaBank, las proyecciones a medio plazo para la economía rusa no son muy alentadoras: se espera que sea la economía emergente con menor crecimiento, 1.5/2%, entre 2017-2027. Los principales factores explicativos señalados en el informe de CaixaBank son la aún gran dependencia en las materias primas, el declive demográfico que sufre el país desde principio de milenio y la cuestionable calidad de sus instituciones. Pese a esto, el activo en cuestión se encuentra en la región de Moscú, uno

de los mercados inmobiliarios más activos y alcistas de mundo. Según los expertos consultados, el mercado moscovita de alquiler de oficinas se encuentra algo saturado, con tasas de ocupación que rondan el 65% en el distrito NAO en oficinas de nueva construcción. Por su parte, los tipos de interés en Rusia están entorno al 7,5%, aun que fluctúan de manera muy brusca llegando hasta el 17% en diciembre del 2014.

### 3. ESTRATEGIA Y CLAVES DE CRECIMIENTO

Los 7 puntos clave sobre los que el NYESA define su estrategia a futuro son:

1. Pago y reestructuración de deudas según el plan de negocio acordado tras finalizar el concurso de acreedores.
2. Mejorar su situación patrimonial
3. Reestructuración de las líneas de negocio para llevar a cabo su estrategia empresarial:
  - a. Promoción del hotel y salida del proyecto La Playa.
  - b. Comercialización del proyecto La Roca, sujeta a restricciones concursales o salida total.
  - c. Cambio de estrategia con el proyecto Narvaloft y extinción total de deudas.
  - d. Potenciar la línea patrimonial y la inmobiliaria sustentado por un nuevo equipo profesional
4. Iniciar comercialización para así dar salida a activos finalizados del lote de viviendas de Liberbank y así permitir al grupo cumplir con vencimientos de deudas.
5. Ampliar la oferta de alquiler dentro de existencias y el número de contratos para sus tres líneas de actividad.
6. Aprovechamiento de las bases imponibles negativas pertenecientes a Nyesa Valores Corporación y a Genérica
7. Centrarse en el mercado nacional, un mercado conocido, según su plan de negocio de reforma.

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

- Amplia experiencia en el sector inmobiliario.
- Alto nivel de crecimiento gracias al extenso conocimiento del mercado donde opera.
- Tendencia alcista de inversión en construcción residencial que fomentan los proyectos de vivienda y configuran un ciclo expansivo del sector.
- Proyectos con un enorme potencial en mercados "premium".
- Flujos de caja recurrentes provenientes de arrendamientos tanto de viviendas como de oficinas y locales comerciales.

La inversión en **NYESA** supone confiar en la capacidad de su equipo con dilatada experiencia para afrontar tres grandes retos:

1. Finalizar, en las fechas previstas en el plan de negocio post-concurso, el pago de pasivos a los acreedores para así afianzar su balance.
2. Recuperar la confianza inversora con el fin de aumentar su capacidad de desarrollo.
3. Desarrollar con éxito los proyectos de Rusia y Costa Rica, o en su defecto liquidar y replantear su estrategia, transformándose en un *servicer* o SOCIMI.

Se considera que, en la medida que NYESA pueda hacer frente a estos tres grandes retos, se generara valor.

## 4. FACTORES DE RIESGO

A continuación, se comentarán los principales focos de riesgo tanto en Nyesa como en el sector donde se posiciona.

**Riesgo de tipo de cambio.** La sociedad opera en ámbito internacional, es decir, realiza transacciones en monedas distintas al euro: dólares americanos, colones y rublos. La compañía no realiza ninguna cobertura, por lo que puede suponer un riesgo para la compañía en el caso de que sufra una devaluación cualquiera de ellas.

**Riesgo de reducción del valor de mercado de determinados activos inmobiliarios.** Durante el ejercicio 2018, NYESA ha realizado correcciones por deterioro relacionadas con la disminución del valor de determinados activos inmobiliarios. La valoración anual de la cartera de activos que lleva a cabo cada ejercicio la compañía permite identificar que afectan directamente a su cartera de propiedades inmobiliarias. Para disminuir este riesgo, la compañía ha llevado a cabo acuerdos que han supuesto entrada de nuevos activos aumentando el patrimonio de la sociedad (Torres de Hércules).

**Riesgo de posibilidad de liquidación por incumplimiento del Convenio de Acreedores.** La compañía tiene una deuda con la Agencia Tributaria con privilegio general vencida a 31 de diciembre de 2018. Es exigible al no existir acuerdo de aplazamiento ni fraccionamiento y está sometido a control judicial. En caso de incumplimiento, el deudor tiene la obligación, y cualquier acreedor la potestad, de solicitar su declaración de incumplimiento que podría suponer la apertura de la fase de liquidación del concurso, pudiendo concluir en la liquidación de la Sociedad, en cuyo caso los accionistas únicamente percibirían su cuota de liquidación tras satisfacer todas las deudas.

**Riesgo por la deuda vencida impagada.** Nyesa mantiene deudas vencidas e impagadas por importe de 19.044 miles de euros a cierre de 2018. No se espera salida de flujos de caja por las deudas con privilegio especial por importe de 14.372 miles de euros, que en el mejor de los casos se realizará el pago de los créditos concursales en septiembre de este ejercicio 2019. A diferencia de estos créditos, los 4.671.781€ restantes vencidos e impagados, pueden ser reclamadas en cualquier momento por la Administración Pública, poniendo en peligro la liquidez y solvencia de la sociedad.

**Riesgo por excesiva dilución de las acciones.** Como hemos comentado a lo largo del informe, entre 2018 y principios de 2019, la sociedad ha ampliado capital 5 veces, pasando de tener en circulación 2.121.757.000 acciones a 2.700.973.216, un aumento de casi 580 millones de acciones, casi un 25% más. La mayoría de dichas ampliaciones surgen de la aportación no dineraria de Olaf y Rubí, y son, por lo tanto, de carácter no recurrente. No obstante, la línea de crédito suscrita con GEM, limitada a 80 millones de euros de los cuales la sociedad ha usado aproximadamente 5 millones, podría aumentar aún más la dilución, pudiendo generar cerca de 2.550.000.000 de nuevas, doblando las que están actualmente en circulación y diluyendo las participaciones existentes un 50%. Recordemos que esta línea no funciona actualmente debido al precio de la cotización.

**Competencia en el sector patrimonial.** Este factor podría suponer para el grupo un efecto positivo o negativo, ya que la competencia, principalmente con SOCIMIs, genera liquidez en el mercado inmobiliario, lo que ayudaría a NYESA a colocar activos no estratégicos a precios atractivos y con rapidez. Por otro lado, esta competencia puede disparar los precios a corto y medio plazo, lo que, sumado a las dificultades de financiación y capacidad inversora del grupo, dificultaría su futura expansión.

## 5. ANÁLISIS FINANCIERO

### 5.1 Cuentas actuales

Se analizarán las cuentas de resultados del Grupo con el objetivo de tener una idea de su situación presente para posteriormente realizar las estimaciones en base a estas: *Tabla: Balance (2016-1Q2019)*

Balance Consolidado	2016	2017	2018	2019 Q1
Inmovilizado material	3.644.782,45€	4.768,18 €	2.394,65 €	1.917,32€
Inversiones inmobiliarias	42.934.000,07€	832.000,07 €	834.000,07 €	834.000,07€
Activos financieros no corrientes	67.401,36€	34.626,54 €	59.427,55 €	51.149,58 €
Activos por impuestos diferidos	108,94€	108,94 €	288.115,86 €	884.763,86 €
<b>TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>46.646.292,82€</b>	<b>871.503,73€</b>	<b>1.183.938,13€</b>	<b>1.771.830,83€</b>
Existencias	78.213.300,56€	75.529.310,90 €	85.136.968,18 €	90.233.038,89 €
Deudores comerciales	25.828,24€	92.110,49 €	1.143.432,45 €	2.027.474,37 €
Otros activos financieros corrientes	1.894,94€	15.142,15 €	15.014,44 €	117.449,58 €
Activos por impuestos sobre ganancias corrientes	14.850,96€	17.314,90 €	150.103,11 €	147.277,82 €
Otros activos corrientes	18.911,90€	27.031,24 €	783.246,15 €	809.251,11 €
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	749.379,40€	1.677.740,22 €	1.985.225,93 €	1.383.254,50 €
<b>TOTAL ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>79.024.166,00€</b>	<b>77.358.649,90€</b>	<b>89.213.990,26€</b>	<b>94.717.746,27€</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>125.670.458,82€</b>	<b>78.230.153,63€</b>	<b>90.397.928,39€</b>	<b>96.489.577,10€</b>
Capital	14.317.437,52€	14.979.202,23 €	31.826.358,40 €	31.826.358,40 €
Prima emisión	12.833.498,29€	19.671.733,59 €	67.070.855,06 €	67.070.855,06 €
Reservas	- 1.739.594,67€	82.069.384,80 €	- 50.862.791,91 €	- 45.618.743,52 €
Ganancias acc	24.316.905,15 €	31.883.467,89 €	- 52.449.434,42 €	- 55.501.716,50 €
Otros ajustes por valoración	6.692.874,65 €	1.542.949,23 €	4.761.824,39 €	789.998,91 €
Intereses minoritarios			905.015,15 €	907.708,80 €
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO</b>	<b>- 33.578.879,06€</b>	<b>- 13.992.031,86€</b>	<b>1.251.826,67€</b>	<b>- 525.538,85€</b>
Deudas con entidades de crédito	55.210.043,96 €	18.465.646,69 €	17.275.931,03 €	17.640.254,78 €
Otros pasivos financieros	24.937.180,03 €	25.879.637,70 €	10.841.927,63 €	14.715.506,35 €
Pasivos por impuestos diferidos			11.954.849,90 €	11.954.849,90 €
Provisiones	9.004.149,04 €	9.629.221,42 €	9.224.930,01 €	9.414.912,74 €
Otros pasivos no corrientes	1.409.648,75 €	1.008.603,47 €	946.824,63 €	965.148,68 €
<b>TOTAL PASIVO NO CORRIENTE</b>	<b>90.561.021,78€</b>	<b>54.983.109,28€</b>	<b>50.244.463,20€</b>	<b>54.690.672,45€</b>
Deudas con entidades de crédito	15.616.581,47 €	15.575.734,01 €	18.146.680,26 €	18.146.680,26 €
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	2.259.201,02 €	1.811.616,26 €	4.989.375,94 €	6.499.049,89 €
Otros pasivo corrientes	34.586.028,36 €	4.989.235,14 €	303.677,07 €	661.835,15 €
Provisiones	11.122.647,95 €	10.205.891,19 €	11.178.505,20 €	11.178.505,20 €
Otros pasivos corrientes	5.103.857,31 €	4.650.599,61 €	4.283.400,04 €	5.838.373,01 €
<b>TOTAL PASIVO CORRIENTE</b>	<b>68.688.316,11€</b>	<b>37.233.076,21€</b>	<b>38.901.638,51€</b>	<b>42.324.443,51€</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>159.249.337,89€</b>	<b>92.216.185,49€</b>	<b>89.146.101,71€</b>	<b>97.015.115,96€</b>

Fuente: Elaboración propia, datos NYE



A destacar del balance un patrimonio nuevamente negativo para el Q1 2019 y una partida de existencias (activo corriente) suficiente para cubrir el pasivo corriente, eso sí, limitando sus posibilidades de crecimiento en el futuro.

Tabla: Pérdidas y Ganancias (2016-1Q2019)

<b>Pérdidas y Ganancias</b>	2016	2017	2018	2019 Q1
<b>Importe neto de la cifra de Negocios</b>	<b>2.354.964,02 €</b>	<b>676.523,24 €</b>	<b>22.183.002,64 €</b>	<b>1.127.816,03 €</b>
Otros ingresos de explotación	135.222,84 €	1.037.122,44 €	138.600,30 €	54.328,65 €
<b>Ingresos de explotación</b>	<b>2.490.186,86 €</b>	<b>1.713.645,68 €</b>	<b>22.321.602,94 €</b>	<b>1.182.144,68 €</b>
Variación de existencias			- 43.936.844,68 €	- 675.682,00 €
Aprovisionamientos			- 12.171.543,79 €	- 5.202,50 €
Otros gastos de explotación	922.573,45 €	2.693.128,02 €	- 1.304.201,91 €	- 282.518,11 €
Gastos de personal	900.037,35 €	931.685,98 €	- 1.733.429,93 €	- 2.540.759,89 €
Otros resultados	279.862,25 €	2.323.866,53 €	160.733,57 €	- 1.664,96 €
<b>Gastos de explotación</b>	<b>15.592.846,77 €</b>	<b>8.743.273,76 €</b>	<b>- 58.985.286,74 €</b>	<b>- 3.505.827,46 €</b>
Variación del valor razonable de las inversiones inmobiliarias	8.510.000,00 €			
Resultado por la pérdida de control de participaciones consolidadas		- 632.698,13 €		
<b>EBITDA</b>	<b>18.083.033,63 €</b>	<b>10.456.919,44 €</b>	<b>- 36.663.683,80 €</b>	<b>- 2.323.682,78 €</b>
Dotación a la amortización	3.005,58 €	- 3.014,27 €	- 55.211,60 €	- 477,33 €
Enajenación del inmovilizado	170.000,00 €	1.206.354,54 €	- 10.787.990,09 €	- 4.383,32 €
<b>EBIT</b>	<b>18.256.039,21 €</b>	<b>11.660.259,71 €</b>	<b>- 47.506.885,49 €</b>	<b>- 2.328.543,43 €</b>
Ingresos financieros	19.419.495,15 €	21.300.168,71 €	22.613,69 €	1,44 €
Gastos financieros	- 4.965.343,65 €	- 5.666.394,03 €	- 4.976.192,90 €	- 704.075,83 €
Diferencia de cambio	13.320,92 €	- 30.036,54 €	67.099,55 €	
Deterioro y enajenación de instr. financieros	225.000,00 €	358.044,06 €		
<b>Resultados financieros</b>	<b>14.692.472,42 €</b>	<b>15.961.782,20 €</b>	<b>- 4.886.479,66 €</b>	<b>- 704.074,39 €</b>
<b>Resultados antes de impuestos</b>	<b>32.948.511,63 €</b>	<b>27.622.041,91 €</b>	<b>- 52.393.365,15 €</b>	<b>- 3.032.617,82 €</b>
Impuestos		- 6.841,12 €	- 60.237,59 €	
<b>Resultado después de impuestos</b>	<b>32.948.511,63 €</b>	<b>27.615.200,79 €</b>	<b>- 52.453.602,74 €</b>	<b>- 3.032.617,82 €</b>

Fuente: Elaboración propia, datos NYE

Un 2018 marcado por la reestructuración de la sociedad. Observamos un pico en los gastos de explotación a consecuencia principalmente de la vuelta a la cotización de la compañía. EBITDA negativo en 2018 causado por las liquidaciones.

Tabla: Estado de flujos de efectivo (2016-2018)

Estado de Flujos de Efectivo (euros)	2016	2017	2018
<b>RESULTADO NETO ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>24.316.905,15 €</b>	<b>16.945.122,55 €</b>	<b>- 52.393.365,15 €</b>
Dotación a la amortización	3.005,58 €	3.014,27 €	55.211,60 €
Ganancias/pérdidas por venta de activo material	- 170.000,00 €	- 1.206.354,54 €	- €
Ingresos financieros	- 19.419.495,15 €	- 21.300.168,71 €	- 22.613,69 €
Gastos financieros	4.965.343,49 €	5.666.394,03 €	4.976.192,90 €
Variación de provisiones y diferencias de cambio (+/-)	- 13.320,56 €	- 779.854,35 €	- €
Resto	- 7.544.024,36 €	- 167.745,93 €	21.967.599,59 €
<b>AJUSTES DEL RESULTADO</b>	<b>2.138.414,15 €</b>	<b>- 839.592,68 €</b>	<b>- 25.416.974,75 €</b>
Existencias	- 2.461.271,93 €	1.178.390,72 €	42.849.151,51 €
Cuentas por cobrar	101.717,72 €	- 90.112,74 €	- 1.051.321,96 €
Otros activos corrientes	828.846,04 €		- 1.199.957,30 €
Cuentas por pagar	- 219.780,17 €	- 568.540,66 €	1.568.801,47 €
Otros pasivos corrientes	- 611.805,41 €	- 1.883.418,63 €	- 559.013,60 €
Otros activos y pasivos no corrientes		- 595.422,39 €	- 2.187,32 €
<b>CAMBIOS EN EL CAPITAL CIRCULANTE</b>	<b>- 2.362.293,75 €</b>	<b>- 1.959.103,70 €</b>	<b>41.605.472,80 €</b>
<b>(I) FLUJOS NETOS DE EFECTIVO POR EXPLOTACIÓN</b>	<b>- 223.879,60 €</b>	<b>- 2.798.696,38 €</b>	<b>16.188.498,05 €</b>
Inversiones inmobiliarias	- €	- €	- €
Inversiones en activos financieros	- €	- €	- €
Desinversiones inmobiliarias	175.000,00 €	9.243.718,52 €	- €
Desinversiones en activos financieros	225.000,00 €	30.878,46 €	- €
<b>(II) FLUJOS DE EFECTIVO DE ACTIVIDADES DE INVERSIÓN</b>	<b>400.000,00 €</b>	<b>9.274.596,98 €</b>	<b>- €</b>
Intereses pagados	- 2.978.286,57 €	- 2.713.455,77 €	- 2.190.786,95 €
Deudas con entidades de crédito	3.128.954,90 €	- 2.834.083,82 €	
Instrumentos de patrimonio	- €	- €	
Deudas por pasivos financieros cancelados	- €	- €	18.880.364,40 €
Emisión de nuevas acciones	- €	- €	5.190.139,01 €
<b>(III) FLUJOS DE EFECTIVO DE FINANCIACIÓN</b>	<b>150.668,33 €</b>	<b>- 5.547.539,59 €</b>	<b>- 15.881.012,34 €</b>
<b>AUMENTO/DISMINUCIÓN DEL EFECTIVO O EQUIVALENTES</b>	<b>326.788,73 €</b>	<b>928.361,01 €</b>	<b>307.485,71 €</b>
Efectivo o equivalentes al inicio del ejercicio	422.590,49 €	749.379,40 €	1.677.740,22 €
Efectivo o equivalentes al final de ejercicio	749.379,40 €	1.677.740,22 €	1.985.225,93 €

Fuente: Elaboración propia, datos NYE

## 5.2 Cuentas estimadas

En la tabla siguiente se observa la estimación asumida de 2019 a 2022 teniendo en cuenta todo lo anterior:

Tabla: Balance de situación con estimaciones (1Q2019-2022e)

Balance Consolidado (€)	2018	2019 Q1	2019e	2020e	2021e	2022e
Inmovilizado material	2394,65	1917,32	2032,3592	2194,947936	2458,341688	2900,843192
Inversiones inmobiliarias	834000,07	834000,07	884040,0742	954763,2801	1069334,874	1261815,151
Otros activos intangibles			0	0	0	0
Activo financieros no corrientes	59427,55	51149,58	54218,5548	58556,03918	65582,76389	77387,66139
Inversiones aplicado el método de participación			0	0	0	0
Activos por impuestos diferidos	288115,86	884763,86	937849,6916	1012877,667	1134422,987	1338619,125
Otros activos no corrientes			0	0	0	0
<b>TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>1183938,13</b>	<b>1771830,83</b>	<b>1878140,68</b>	<b>2028391,934</b>	<b>2271798,966</b>	<b>2680722,78</b>
Existencias	85136968,18	90233038,89	117647021,2	127058782,9	142305836,9	167920887,5
Deudores comerciales	1143432,45	2027474,37	2149122,832	2321052,659	2599578,978	3067503,194
Otros activos financieros corrientes	15014,44	117449,58	124496,5548	134456,2792	150591,0327	177697,4186
Activos por impuestos sobre ganancias corrientes	150103,11	147277,82	156114,4892	168603,6483	188836,0861	222826,5816
Otros activos corrientes	783246,15	809251,11	857806,1766	926430,6707	1037602,351	1224370,774
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	1985225,93	1383254,5	1466249,77	1583549,752	1773575,722	2092819,352
<b>TOTAL ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>89213990,26</b>	<b>94717746,27</b>	<b>122400811</b>	<b>132192875,9</b>	<b>148056021</b>	<b>174706104,8</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>90397928,39</b>	<b>96489577,1</b>	<b>124278951,7</b>	<b>134221267,9</b>	<b>150327820</b>	<b>177386827,6</b>

Fuente: Elaboración propia, datos NYE

Según nuestro análisis, cabe esperar un activo no corriente relativamente estable durante los próximos años, ya que, dada la naturaleza del negocio, la mayoría del crecimiento contable vendrá del lado del activo corriente, principalmente de las viviendas acabadas en el proyecto NARVA LOFT (partida existencias) y la incorporación del activo de Olaf y Rubí más los nuevos lotes de viviendas que se vayan adquiriendo a distintas entidades financieras.

Se espera que el patrimonio neto de la sociedad vuelva al positivo entre finales de 2019 y Q1 de 2020. Por último, por el lado del pasivo, una de las mayores amenazas de liquidez para el grupo nombrada anteriormente, su deuda con las AAPP (por un monto total de 4.671.781€), puede ser exigible en cualquier momento, ya que esta no dispone de un tratamiento especial derivado de la antigua situación concursal del grupo (quitas y prolongación de pagos) ni de un calendario de pagos fraccionados.

El resto del pasivo tendría que, por un lado, reducirse en el corto y medio plazo, debido a que el acuerdo post-concurso establecía que el grupo no tendría la capacidad de realizar aumentos del pasivo para emprender nuevos desarrollos que no estuvieran en el plan de negocio pre-concursal y, por otro, gracias a los flujos de caja recurrentes logrados con la incorporación (Las Torres de Hércules) y compra (Lote de viviendas Liberbank) de diferentes activos, cubrir las demandas de capital de los proyectos en marcha. En un plazo más allá del 2020 aquí expuesto, podría esperarse un aumento significativo de la deuda para hacer frente a nuevas inversiones y pre-proyectos, una vez cumplidos los objetivos post-concurso.

Ingresos y gastos futuros esperados

Entrada de efectivo

Venta de activos similares a las viviendas del lote de Liberbank, terrenos en Costa Rica, oficinas finalizadas en Narva Loft...

Alquileres en las torres de Hércules y las viviendas en alquiler del lote adquirido a Liberbank

Salida de efectivo

Gastos de explotación, devolución de deudas a las AAPP y entidades de crédito

Desarrollo de proyectos hoteleros en Costa Rica y Rusia

Inversiones necesarias para finalizar el proyecto Narva Loft

Fuente: Elaboración propia

Tabla: Pérdidas y Ganancias estimadas (1Q2019-2022e)

Pérdidas y Ganancias	2019 Q1	2019e	2020e	2021e	2022e
<b>Importe neto de la cifra de Negocios (INCEN)</b>	<b>1.127.816,03 €</b>	<b>4.511.264,12€</b>	<b>18.000.000,00 €</b>	<b>25.000.000,00 €</b>	<b>37.000.000,00 €</b>
Otros ingresos de explotación	54.328,65 €	108.657,30 €	750.000,00 €	550.000,00 €	350.000,00 €
<b>Ingresos de explotación</b>	<b>1.182.144,68 €</b>	<b>4.619.921,42 €</b>	<b>18.750.000,00 €</b>	<b>25.550.000,00 €</b>	<b>37.350.000,00 €</b>
Variación de existencias	- 675.682,00 €	- 2.000.000,00 €	- 6.750.000,00 €	- 15.000.000,00 €	- 21.500.000,00 €
Aprovisionamientos	- 5.202,50 €	- 5.202,50 €	5.202,50 €	- 5.202,50 €	- 5.202,50 €
Otros gastos de explotación	- 282.518,11 €	375.000,00 €	450.000,00 €	550.000,00 €	750.000,00 €
Gastos de personal	- 2.540.759,89 €	- 3.000.000,00 €	- 3.750.000,00 €	4.125.000,00 €	5.150.000,00 €
Otros resultados	- 1.664,96 €	10.281,08 €	- 25.000,00 €		
<b>Gastos de explotación</b>	<b>3.505.827,46 €</b>	<b>4.619.921,42 €</b>	<b>10.980.202,50 €</b>	<b>19.680.202,50 €</b>	<b>27.405.202,50 €</b>
<b>EBITDA</b>	<b>- 2.323.682,78 €</b>	<b>- €</b>	<b>7.769.797,50 €</b>	<b>5.869.797,50 €</b>	<b>9.944.797,50 €</b>
Dotación a la amortización	477,33 €	35.000,00 €	75.000,00 €	115.000,00 €	175.000,00 €
Enajenación del inmovilizado	4.383,32 €	285.000,00 €	415.000,00 €	715.000,00 €	1.000.000,00 €
<b>EBIT</b>	<b>2.328.543,43 €</b>	<b>320.000,00 €</b>	<b>7.279.797,50 €</b>	<b>5.039.797,50 €</b>	<b>8.769.797,50 €</b>
Ingresos financieros	1,44 €	2.250.000,00 €	2.500.000,00 €	3.250.000,00 €	3.000.000,00 €
Gastos financieros	- 704.075,83 €	- 1.750.000,00 €	- 3.750.000,00 €	- 4.750.000,00 €	- 5.750.000,00 €
Diferencia de cambio		- 320.000,00 €	- 500.000,00 €	- 750.000,00 €	- 600.000,00 €
<b>Resultados financieros</b>	<b>- 704.074,39 €</b>	<b>180.000,00 €</b>	<b>- 1.750.000,00 €</b>	<b>- 2.250.000,00 €</b>	<b>- 3.350.000,00 €</b>
<b>Resultados antes de impuestos</b>	<b>-3.032.617,82 €</b>	<b>- 140.000,00 €</b>	<b>5.529.797,50 €</b>	<b>2.789.797,50 €</b>	<b>5.419.797,50 €</b>
Impuestos			- 1.437.747,35 €	- 725.347,35 €	- 1.409.147,35 €
<b>Resultado después de impuestos</b>	<b>- 3.032.617,82 €</b>	<b>- 140.000,00 €</b>	<b>4.092.050,15 €</b>	<b>2.064.450,15 €</b>	<b>4.010.650,15 €</b>

Fuente: Elaboración propia, datos NYE

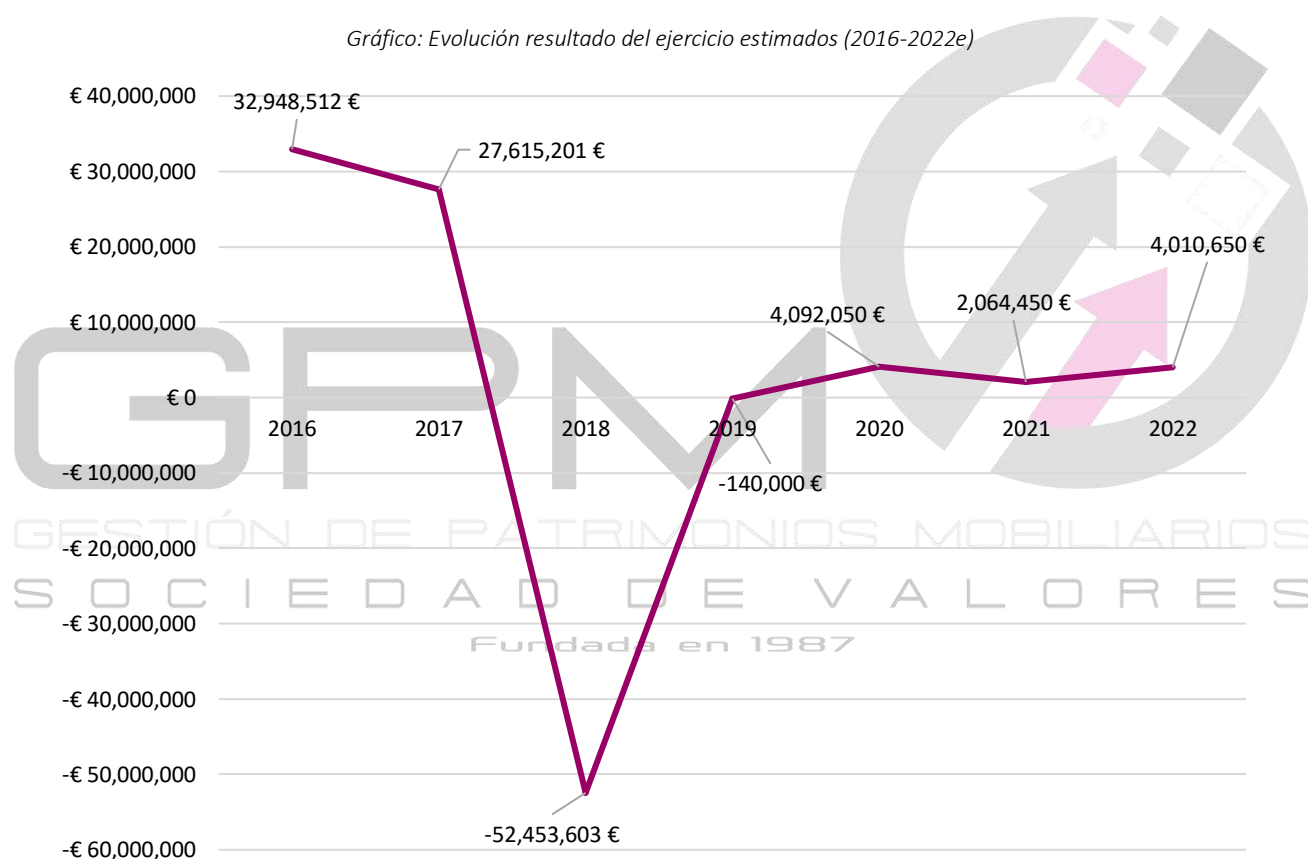
Se espera que la cifra de negocios aumente considerablemente en los próximos ejercicios a consecuencia de la finalización, venta y entrega de las viviendas del proyecto NARVA LOFT y venta de viviendas adquiridas en bloques a entidades financieras, todo esto apoyado por el flujo constante de capital proveniente de los alquileres (de oficinas principalmente).

Por el lado de los gastos, se espera un aumento a la par, pero en menor medida con respecto a las variaciones de existencias: la sociedad estima que el margen bruto posible en el proyecto NARVALOFT puede llegar a alcanzar 2/3 (Declaración financiera intermedia - Enero/marzo 2019 -página 4) y el de los bloques de viviendas un 12-14% anual, asumiéndose un tiempo medio de venta total de un bloque de entre 2 y 3 años en función del tamaño de estos.

Un aumento del gasto de personal no sería sorprendente, ya que como bien anuncia el grupo en su plan de negocios, este busca ir más hacia la promoción y el desarrollo de activos, por lo que se requeriría de personal adicional para la gestión de estos.

Asumiendo los puntos clave nombrados con anterioridad en este informe, consideramos prudente afirmar que la sociedad podría ver sus primeros beneficios a finales de 2020, con una horquilla aproximada de entre 3M€ y 5M€ antes de impuestos; un EBITDA aún negativo pero cercano a cero en los ejercicios 2019 a Q1 2020 servirá como indicador del buen cambio de rumbo del grupo.

Gráfico: Evolución resultado del ejercicio estimados (2016-2022e)



Fuente: Elaboración propia

### 5.3 Tablas comparativas sectoriales

Vamos a realizar una comparativa a nivel nacional del sector inmobiliario cotizado español (31/12/2018):

Tabla: Comparación QBT/UBS/AEDAS/HOME/NYE

Año 3T-2018	PER o P/E (x)	BPA (€)	EV/Revenue (x)	Ingresos (Millones€)	Bº neto (Millones€)	EBITDA (Millones€)	EV/EBITDA (x)	Precio actual (€)	MKT CAP (Millones€)
QUABIT (QBT)	5,91	0.29	6,58	15,44	14,33	-25,00	-11,95	1,1700	193,39
URBAS (UBS)	215	0,20	259,75	4,47	0,43	0,469	77.56	0,0086	12,54
AEDAS	758,05	0,03	13.23	134,5	2,45	3,30	320	21,900	1.062,94
NEINOR (HOME)	18.66	0,62	2,7	379,99	45,99	56,00	21.29	10,860	1.027,07
NYSEA (NYE)	-11,1	-0.02	2,94	22,18	-52,45	-35,93	-1,78	0,0147	30,97

Fuente: Elaboración propia, datos Bloomberg

Hay que destacar que un ratio tan conocido como el PER, para empresas de carácter tan cíclico, pierde utilidad\*, para este tipo de empresas, parece más relevante analizar ratios de solvencia, como (+/-) flujos de efectivo/EBITDA medios (a lo largo de un ciclo completo) y la recurrencia de ingresos/gastos, ya que son empresas de carácter cíclico en la inversión (inversión/compra de lotes – construcción/promoción/renovación - venta), lo que implica una baja recurrencia en los ingresos. Observamos como NYESA busca corregir este fenómeno con la puesta en marcha en paralelo del área patrimonial; no busca solo la venta de activos si no también su gestión en vista a obtener ingresos recurrentes. Los principales rivales nacionales cotizados de NYESA serían los siguientes:

**QUABIT:** Excluida el 12 de mayo de 2014 y relanzada el 2016 tras concurso con relativo éxito. En pleno ciclo de comercialización, su prioridad actual consiste en entregar las unidades ya comercializadas (sube la cifra de negocios a corto plazo a costa de mayores costes), capitaliza actualmente 172 millones de euros.

**URBAS:** Relanzada tras la quiebra técnica de Rayet Construcción, pasó a llamarse ATROC. Reestructurada tras la crisis del ladrillo, de vuelta en el sector de la promoción inmobiliaria en 2016 y actualmente redefiniendo su plan de negocios y renegociando su deuda (deuda por acciones) con sus principales acreedores, QUABIT es sin duda una empresa con mucha historia detrás. Sus ingresos para el Q1 2019 provienen únicamente de alquileres y sus ventas del Q1 2018 de la venta de suelo. Tiene una capitalización actual de 30 millones de euros.

**AEDAS HOMES:** Sociedad creada por el fondo americano Castl lake tras el desplome del mercado inmobiliario español en 2013. Asesorados por Merlin, son actualmente uno de los jugadores más influyentes en el panorama nacional. A diferencia de NYESA, QUABIT y URBAS, el fácil acceso a capital, ya que se trata de una empresa de nueva creación, sin limitaciones concursales, ha permitido a AEDAS adquirir suelo finalista, construir y vender viviendas en un margen menor a 5 años. Es pues una prueba de que el mercado inmobiliario español es atractivo, por lo que NYESA podría crecer tras sanearse por completo. Su capitalización bursátil actual es de más de 1.000 millones de euros. Castl lake mantiene una posición de algo más del 50% a fecha del 11/06/2019.

**NEINOR HOME:** Al igual que AEDAS, NEINOR fue creada por otro fondo americano, LONE STAR, a finales de 2014. Tras su salida a bolsa y en distintas colocaciones, el fondo se encuentra actualmente fuera del capital de NEINOR, con dos nuevos fondos sustituyéndolo: ORION EUROPEAN REAL ESTATE y la israelí ADAR. A inicios de 2019, LONE STAR parece que vuelve al mercado tras comprar diversos paquetes inmobiliarios a Bankinter y CaixaBank. Actualmente cuenta con una capitalización de 857 millones de euros.

Como se puede apreciar, las inmobiliarias españolas cotizadas están repartidas en dos grupos: de nueva creación o surgidas tras un concurso de acreedores. NYESA forma parte de este segundo grupo y a diferencia de QUABIT y URBAS, cuenta con promociones en fases avanzadas y activos generadores de flujos de efectivo como Las Torres de Hércules y las viviendas adquiridas a Liberbank, teniendo pues unas buenas perspectivas a futuro.



## 6. VALORACIÓN DEL GRUPO

### 6.1 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: Ratios de rentabilidad NYESA (2016-1Q2019)

Ratios financieros	2016	2017	2018	Q1 2019
<b>Current Ratio</b>	1,15	2,08	2,29	2,24
<b>Quick ratio</b>	0,012	0,049	0,105	0,106
<b>Deuda total/Activos</b>	1,27	1,18	0,99	1,01
<b>Deuda total/Capital</b>	11,12	6,16	2,80	3,05
<b>ROA</b>	1,87%	0,86%	24,54%	1,17%
<b>ROE</b>	16,45%	4,52%	69,70%	3,54%
<b>Cash Flow</b>	326.789€	928.361€	307.486€	300.000€
<b>Book Value</b>	-33.578.879€	-13.986.032€	1.251.827€	-525.539€

Fuente: Elaboración propia, datos NYE

### 6.2 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 y sus activos.

Para efectuar dicha valoración aplicamos una media de EV de 110M€ y un EV/Ebitda de x16, acorde con los ratios del sector en España, concretamente empresas en fase de comercialización, por parte de MARMA.

Se ha utilizado el método de valoración por diferencia entre activos y pasivos debido a la sencillez de utilización y teniendo en cuenta las limitaciones que esto supone. Dadas las características de la empresa en cuestión, en el momento actual nos parece un modelo óptimo.

Para este modelo, se ha utilizado como multiplicador de valor el ratio P/B, ya que este mide las expectativas del mercado con respecto al valor contable. Actualmente este ratio es de 1,755, que, pese a estar en una situación patrimonial compleja, tiene unas expectativas de crecimiento positivas. Es por ello por lo que, desde una visión conservadora y asumiendo que se alcanza una situación patrimonial positiva, se ha estimado un P/B de 2,15x.

Por otro lado, vamos a tener en cuenta dos posibles escenarios, el optimista y el moderado, que se muestran detalladamente en las siguientes tablas:

Valoración NYE 01/08/18		Valoración NYE- Optimista 2024			Valoración NYE- Moderado 2020		
(mn€)	V	(mn€)	V	Criterio	(mn€)	V	Criterio
<b>Inmobiliaria</b>	<b>5,80</b>	<b>Inmobiliaria</b>	<b>8,00</b>		<b>Inmobiliaria</b>	<b>7,00</b>	
· Lote viviendas liberbank	5,80	· Lote viviendas liberbank	8,00	Previsión	· Lote viviendas liberbank	7,00	Tasación
<b>Patrimonial</b>	<b>22,00</b>	<b>Patrimonial</b>	<b>22,00</b>		<b>Patrimonial</b>	<b>22,00</b>	
· Torres Hércules	22,00	· Torres Hércules	22,00	Tasación	· Torres Hércules	22,00	Tasación
<b>Internacional</b>	<b>78,21</b>	<b>Internacional</b>	<b>77,00</b>		<b>Internacional</b>	<b>60,00</b>	
· La Roca (CR)	17,55	· La Roca (CR)	15,00	Previsión	· La Roca (CR)	15,00	Previsión
· La Playa (CR)		· La Playa (CR)	12,00	Previsión	· La Playa (CR)	10,00	Previsión
· Narvaloft (RU)	60,66	· Narvaloft (RU)	50,00	Valor esperado	· Narvaloft (RU)	35,00	Valor esperado
<b>NUEVOS LOTES</b>		<b>NUEVOS LOTES</b>	<b>70,00</b>	Valor esperado	<b>NUEVOS LOTES</b>	<b>50,00</b>	Valor de compra
<b>Total</b>	<b>106,01</b>	<b>Total</b>	<b>177,00</b>		<b>Total</b>	<b>139,00</b>	
Minoritarios y otros	0,90	Minoritarios y otros	0,90		Minoritarios y otros	0,90	
Deuda neta	76,41	Deuda neta	110,00		Deuda neta	95,00	
Efectivo	2,00	Efectivo	2,00		Efectivo	2,00	
Valor total	<b>30,71</b>	Valor total	<b>68,10</b>		Valor total	<b>45,10</b>	
Valor objetivo	<b>0,0114</b>	Valor objetivo	<b>0,0252</b>		Valor objetivo	<b>0,0167</b>	
Multiplicador P/B	1,755	Multiplicador P/B	2,15		Multiplicador P/B	2,15	
<b>Precio objetivo</b>	<b>0,020</b>	<b>Precio objetivo</b>	<b>0,054</b>		<b>Precio objetivo</b>	<b>0,036</b>	
Potencial	53,5%	Potencial	317,1%		Potencial	176,3%	

Las líneas de negocio, tanto de inmobiliaria como patrimonial, se han valorado en base a la valoración provista por Nyesa para el escenario "Presente - 1/08/2019". Por su parte, el Solar Rubí no se incluye en estas tablas ya que está prevista su dación en pago para el ejercicio 2019, lo cual minorará la deuda con privilegio especial en 4,3M que va asociada a este último activo. Hay que destacar la partida "NUEVOS LOTES" con un rendimiento anual esperado del 12%. El potencial, que puede parecer quizá muy elevado, se justifica principalmente por el cambio de estrategia del grupo y por el aumento exponencial en los márgenes esperados.

No se van a tener en cuenta para las estimaciones los flujos de caja generados por las Torres Hércules, ya que estos irán destinados a hacer frente a futuros vencimientos de pasivo, al igual que los ingresos obtenidos por las ventas del lote Liberbank. Si se tendrán en cuenta futuros flujos por venta de lotes de viviendas a partir de 2020 según nuestros cálculos. Mantenemos por ello el efectivo constante.

Por su parte, los activos internacionales costarricenses de La Roca y La Playa ven su valor reducido en ambos modelos con respecto a la valoración actual ya que, actualmente, no se tiene en cuenta el valor de mercado sino el contable (coste). \*Está es una de las mediciones más volátiles\*

A continuación, destacaremos las principales diferencias entre cada escenario:

- Optimista:**  
 Se ha considerado un aumento de la deuda debido a la adquisición de nuevos lotes de viviendas, de ahí el aumento del valor de existencias. Por su parte La Roca, al tratarse de un activo no estratégico, verá levemente reducida su tasación debido a una venta acelerada.
- Moderado:**  
 En este escenario se prevé un valor esperado menor para los activos internacionales por la situación de incertidumbre de las economías de Rusia y Costa Rica. A su vez, la compra y colocación de viviendas de los lotes adquiridos a entidades financieras se reduce en comparación con el otro escenario.

Tabla: Estimación Valoración Moderada 2020

Precio objetivo	0,0360	€/acc
Último precio	0,0147	€/acc
Potencial	+144,9%	

Fuente: Elaboración propia, datos

Tabla: Estimación Valoración Optimista 2024

Precio objetivo	0,0540	€/acc
Último precio	0,0147	€/acc
Potencial	+267,35%	

Fuente: Elaboración propia, datos



## 7. GLOSARIO

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

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

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

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

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

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

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

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.
- Enterprise Value to Sale (EV/Sales):**  $\text{Valor de la empresa/Ventas}$

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

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

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

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

ROE > ROA, significa que el hecho de haber financiado parte del activo empresarial con deuda ha supuesto el crecimiento de la rentabilidad financiera.  
ROE = ROA, significa que la totalidad del activo se ha financiado con fondos propios sin acudir a la deuda.  
ROE < ROA, la deuda que se ha utilizado para financiar el activo supera la rentabilidad económica.
- Quick Ratio ó Acid-Test Ratio:**  $\text{(Activo corriente- inventario)/Pasivo corriente}$

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:** Activo Corriente/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:** Pasivo corriente/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):** Activo corriente/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:** Capitales propios/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):** Ventas/((Saldo inicial créditos por cobrar+ 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:** Pasivo total/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.

## 8. 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 estas, 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.