

Grupo SANJOSE

Sector Construcción

Mucho valor oculto

COMPRAR (desde inicio de cobertura: 17/12/21)
 Ignacio Romero 91 782 9157/8
 Romerolnacio@bancsabadell.com

Cierre (16-12-21): 3,89 euros/acc.
P.O.: 9,65 euros/acc. (potencial +148%)

INFORMACIÓN CLAVE

Reuters / Bloomberg:	GSJ.MC/GSJ SM
Cap. Bursatil / EV	251 M / 49 M
# acciones:	65,0 M
12M Max/Min:	6,50/3,67
Perf. Rel. IBEX (1,3,6m):	1,5%/-19,3%/-21,8%
Vol. medio acc. M Eur/M Acc.	0,149/0,03
Beta (5años)	1,01
Free-float:	33,6%
Rating(S&P, M, F)	NR / NR / NR

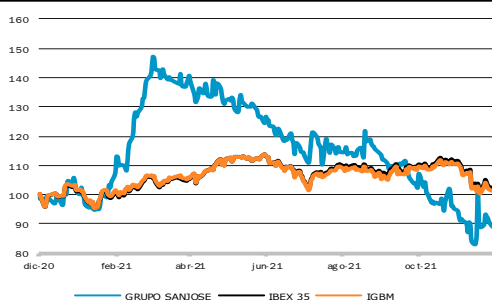
Accionistas Principales

Familia Rey 48,3%, familia Sánchez Ávalos 16,1%.

BS (e)	2020	2021e	2022e
Ventas Totales	962	972	1.047
Crec. %	0,4%	1,1%	7,6%
EBITDA	75	55	64
Crec. %	43,3%	-26,9%	17,6%
Margen EBITDA	7,8%	5,6%	6,1%
EBIT	42	32	45
Crec. %	82,5%	-25,3%	43,0%
Margen EBIT	4,4%	3,3%	4,3%
BDI	22	15	27
Crec. %	-86,5%	-31,8%	79,5%
x ACC.	2020	2021e	2022e
BPA	0,34	0,23	0,42
Crec. %	-86,5%	-31,8%	79,5%
BPA Ajustado	0,47	0,28	0,43
Crec. %	15,6%	-41,3%	55,2%
DPA	0,10	0,10	0,10
Crec. %	542,4%	-3,3%	0,0%
CFPA	0,49	0,35	0,54
Crec. %	-81,7%	-27,6%	51,9%
RATIOS	2020	2021e	2022e
PER	11,70x	17,16x	9,56x
PER Ajustado	8,39x	14,30x	9,22x
PCF	8,11x	11,20x	7,37x
PVC	1,80x	1,70x	1,50x
ROE	15,4%	9,9%	15,7%
Yield	2,6%	2,5%	2,5%
EV/Ventas	0,09x	0,08x	0,05x
EV/EBITDA	1,20x	1,43x	0,77x
EV/EBIT	2,11x	2,46x	1,09x
Deuda/EBITDA	-2,60x	-3,77x	-3,65x

Fuente: Análisis BS

Compañía vs País e Índice IBEX:



Fuente: Bloomberg

■ Grupo SANJOSE (GSJ) es un holding con exposición al negocio de construcción (90% de los ingresos), Concesiones y Servicios (6%), Energía (1%), Inmobiliaria y otros (3%). El grupo también tiene participaciones en distintas sociedades de distintos sectores y entre ellas destaca su posición del 10% en DCN, tenedora de parte de los derechos de edificación en Madrid Nuevo Norte. Adicionalmente, GSJ cuenta con un patrimonio inmobiliario tasado en c.254 M euros que consta de activos de diversa tipología (terrenos, activos en renta, etc...) repartidos entre cinco países.

■ Como han realizado otras constructoras españolas cotizadas (Ferrovia, Sacyr, OHL) GSJ **ha diversificado sus fuentes de ingresos hacia otros negocios** para reducir la volatilidad de la PyG aprovechando, además, su *know how* en construcción para acudir a las licitaciones de proyectos *greenfield*. A día de hoy el peso de esos otros negocios no es elevado en la PyG aunque si tiene un peso significativo en la valoración.

■ Después de una etapa difícil que duró unos 6 años, tras la compra de la inmobiliaria Parquesol, hoy **GSJ tiene un balance fuerte**, con una posición neta de tesorería, y mira al futuro con optimismo. Esperamos que el foco de crecimiento en los próximos años, además de construcción, sea concesiones y servicios. Esperamos un crecimiento TACC 2020-2023e de ingresos y BDI del +4% y del +7% respectivamente.

■ Para valorar la compañía, y debido a la distinta naturaleza de las actividades que realiza, hemos utilizado una suma de las distintas partes que componen el Grupo. Nuestro P.O. es de 9,65 euros/acc. (potencial +148%) de los cuales 2,33 euros corresponden a la posición neta de tesorería ajustada por el 75% de las provisiones (60% de su capitalización) y 2,1 euros a DCN. **Iniciamos cobertura con una recomendación de COMPRAR.**

■ Resulta difícil calcular el valor de desarrollo de DCN dado que hay que asumir hipótesis de valor del m2 de producto terminado, coste de construcción y promoción y tasas de riesgo en un proyecto que podría dilatarse hasta 2040. Por ese motivo, hemos tomado como referencia la transacción con Merlin de 2019 (aplicándole una prima para reflejar el mayor valor asociado a los hitos urbanísticos cumplidos) para luego contrastar el valor por m2 con transacciones de mercado.

■ Dado que la acción cotiza a 3,89 euros/acc (16-dic) y solamente la posición de caja neta ajustada equivale a 2,33 euros/acc. se deduce que el valor que el mercado asigna implícitamente a los distintos negocios es de tan solo 1,56 euros/acc. En nuestra opinión la acción está infravalorada.

■ Este descuento en valoración podría deberse a que algunos de los activos de la compañía son poco líquidos y difíciles de valorar, a que el dividendo es relativamente bajo (2% de yield en los dos últimos años vs c.4% de media del sector) o que la acción es poco líquida y ha pasado desapercibida entre los inversores en los últimos años.

Índice

1. DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA	3
BREVE HISTORIA DE LA COMPAÑÍA.....	3
ACCIONARIADO.....	4
2. DIVISIONES: CONSTRUCCIÓN TIENE MUCHO PESO EN VENTAS PERO NO TANTO EN VALORACIÓN.....	5
CONSTRUCCIÓN (90% DE LOS INGRESOS)	5
CONCESIONES Y SERVICIOS (6% DE LOS INGRESOS).....	6
ENERGÍA (1% DE LOS INGRESOS)	7
DISTRITO CASTELLANA NORTE	7
OTROS (3% DE LOS INGRESOS)	8
3. ESTIMACIÓN DE RESULTADOS: CONTINUIDAD AUNQUE SUPEDITADA A DECISIÓN EN DCN.....	11
<i>Construcción.....</i>	<i>11</i>
<i>Concesiones y Energía.....</i>	<i>12</i>
<i>Inmobiliario en Perú.....</i>	<i>13</i>
<i>Otros negocios.....</i>	<i>13</i>
4. INVERSIONES, FLUJOS DE CAJA Y BALANCE.....	14
5. VALORACIÓN	16
<i>Análisis de sensibilidad</i>	<i>19</i>
<i>Ratios de compañías comparables</i>	<i>19</i>
6. DATOS FINANCIEROS	21
7. DATOS OPERATIVOS.....	21

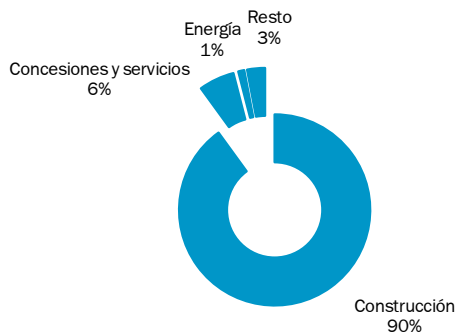
1. DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

Un grupo constructor con activos inmobiliarios relevantes

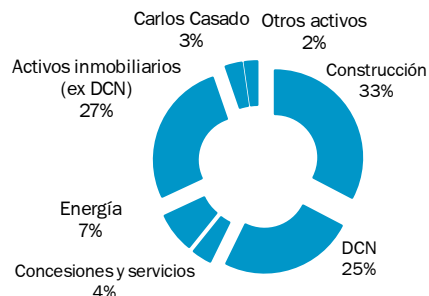
GRUPO SANJOSE (GSJ) es un holding con exposición al negocio de construcción (90% de los ingresos), Energía (1% de los ingresos), Concesiones y Servicios (6%), Inmobiliaria y otros (3%).

El grupo también tiene participaciones en distintas sociedades de distintos sectores y entre ellas destaca su posición del 10% en DCN, tenedora de parte de los derechos de edificación en Madrid Nuevo Norte, el proyecto de regeneración urbana de mayor envergadura que se está realizando en la actualidad en toda Europa. Adicionalmente, cuenta con un patrimonio inmobiliario tasado en c.254 M euros que consta de activos de diversa tipología (terrenos, activos en renta, etc) repartidos entre cinco países.

INGRESOS POR ACTIVIDAD SEP'21



VALOR EMPRESA ESTIMADO



Fuente: GSJ, BS Análisis

BREVE HISTORIA DE LA COMPAÑÍA

GSJ Nace en 1962 en Pontevedra como una empresa dedicada a la construcción y la rehabilitación. En los 80s crece con fuerza en España y adquiere Cimsa, una constructora especializada en obra civil, que le permite ampliar su experiencia a todo tipo de infraestructuras (autovías y carreteras, ferroviarias, aeroportuarias, obras hidráulicas, etc).

En la década de los 90 la compañía consolida su presencia en Portugal y comienza su **expansión por otros países** como Alemania, Argentina, EE.UU. y Uruguay.

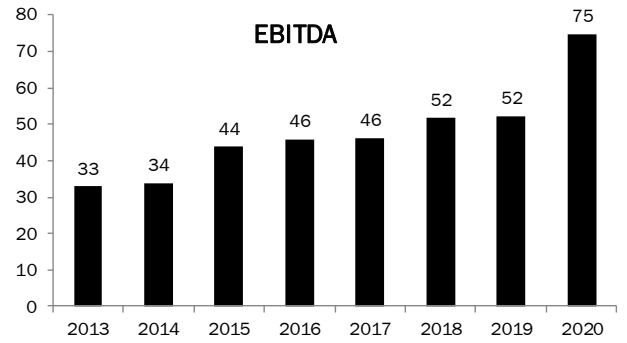
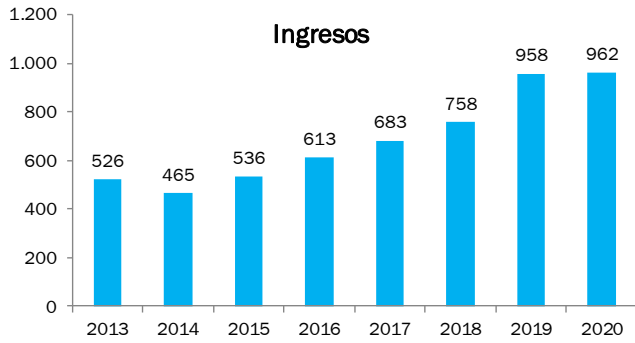
En la siguiente década la compañía va **diversificando sus líneas de negocio** (energía, concesiones y servicios entre otros) y en 2009 comienza a cotizar en el Mercado Continuo tras la adquisición y fusión con Parquesol, una promotora inmobiliaria cotizada por la que el grupo lanzó una OPA en 2006. La compra de Parquesol, en el pico de la burbuja inmobiliaria y financiada con deuda, tendría consecuencias negativas para la sociedad, que arrastró problemas de endeudamiento derivados de esta operación durante los siguientes años.

En el año de 2014 la compañía llega a un **acuerdo con los bancos acreedores** para reestructurar su deuda financiera. Como parte del acuerdo, que incluye financiación sindicada, la sociedad “encapsula” y saca del balance la mayor parte de los terrenos y solares del grupo (San José Desarrollos Inmobiliarios) y la deuda asociada, lo que permite reducir de manera importante el apalancamiento.

En 2019 **la compañía vende una participación del 14,46% en DCN** por 169 M euros en metálico (y como parte del acuerdo obtiene financiación a largo plazo) que le permite solucionar sus problemas de liquidez y poder operar sin las restricciones que desde 2014 los bancos acreedores imponían a su negocio de construcción y a su política financiera.

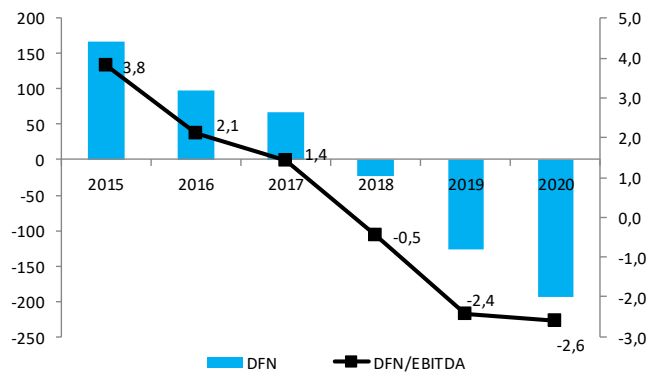
Hoy en día **la estrategia de la compañía sigue girando en torno al negocio de construcción mientras busca diversificar** sus fuentes de ingresos hacia otros sectores menos cíclicos, como concesiones y energías renovables. En la actualidad la compañía tiene una posición neta de tesorería en balance.

A continuación podemos ver las principales métricas financieras de los últimos años.



Datos en M euros
Fuente: GSJ, BS Análisis

DEUDA FINANCIERA (DFN, M EUROS) Y DFN/EBITDA



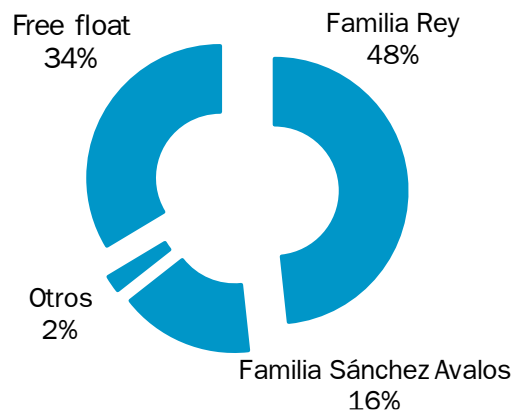
La DFN no está ajustada por provisiones
Fuente: GSJ, BS Análisis

Dos familias controlan el capital de la compañía

ACCIONARIADO

GSJ está controlado por dos familias. Jacinto Rey, fundador y presidente de la compañía, posee directa e indirectamente el 48,3% de la sociedad mientras que la familia Sánchez Ávalos posee un 16,1% (que es la suma de las participaciones individuales de las 3 hijas herederas de la posición del cofundador de la compañía). El free float es de c.34% del total.

ESTRUCTURA ACCIONARIAL



Fuente: GSJ

2. DIVISIONES: CONSTRUCCIÓN TIENE MUCHO PESO EN VENTAS PERO NO TANTO EN VALORACIÓN

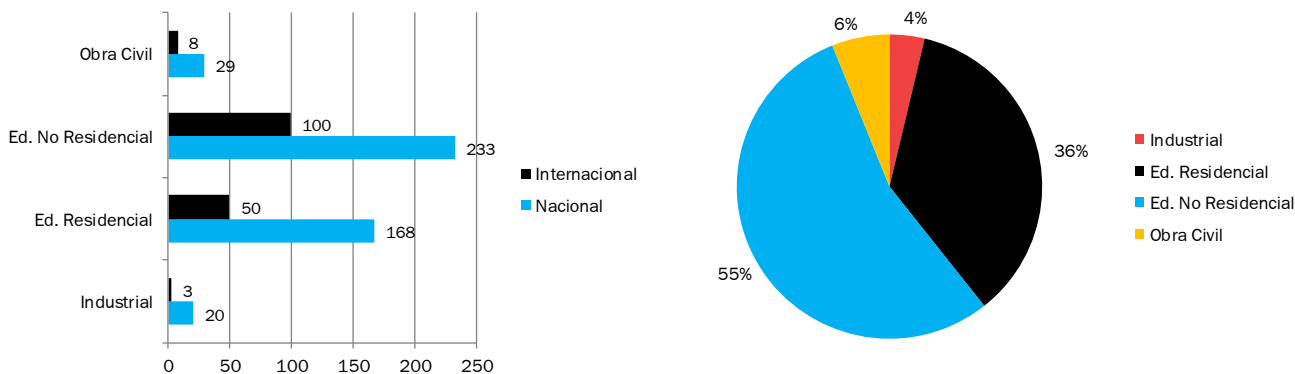
Construcción es un negocio cíclico

A continuación, describiremos las distintas líneas de negocio y principales activos del Grupo.

CONSTRUCCIÓN (90% DE LOS INGRESOS)

Construcción es el negocio *core* de GSJ y su peso en la cifra de ingresos es, con diferencia, el mayor de todos aunque como tiene márgenes más bajos al resto de actividades su contribución al EBITDA es proporcionalmente más baja (65%). GSJ hace edificación, obra civil, ingeniería y construcción industrial, así que hace prácticamente todo tipo de obras aunque con sesgo hacia el segmento de edificación (tanto residencial como no residencial) que en su conjunto representaron el 90% de los ingresos de 9 meses '21. El grupo es especialista en hospitales, hoteles y rehabilitaciones o reformas con cierto grado de complejidad. Entre las obras de edificación realizadas en los últimos años están el Museo Louvre en Abu Dhabi o la reforma del Hotel Ritz en Madrid.

INGRESOS DE CONSTRUCCIÓN POR TIPOLOGÍA DE OBRA (M EUROS – SEP'21)



Fuente: GSJ

El negocio de construcción tiene carácter cíclico y, salvo por planes de infraestructuras/vivienda concretos, su evolución está ligada al crecimiento económico.

El entorno en la industria de la construcción es de **altísima competencia** porque las barreras de entrada son bajas (referencias, *know how* y pulmón financiero para invertir en circulante, etc...) y no es necesario realizar fuertes inversiones en capital a largo plazo para poder licitar. Adicionalmente, existe exceso de capacidad en algunos segmentos y desde principios de siglo muchas constructoras asiáticas están siendo agresivas en precio lo que ha propiciado que los márgenes operativos sean estrechos, de entre el 3% al 6%, y las condiciones en general más desfavorables para los contratistas (con menores adelantos y otras condiciones contractuales más adversas).

Para ser bueno (rentable) en este negocio es importante conocer bien los mercados en los que se opera para poder distribuir los riesgos inherentes a las obras correctamente, porque hay aspectos clave que suelen ser específicos de cada país: normativa, perfil geológico, facilidad para resolver posibles conflictos con los clientes (conocer al cliente es fundamental), selección de subcontratistas y proveedores, etc. Debido al entorno altamente competitivo y a unos márgenes estrechos, ya comentados, una mala ejecución de un proyecto puede dañar la rentabilidad de otras muchas obras bien ejecutadas.

Así, **la gestión del riesgo de los proyectos es fundamental** y en ese sentido el *know how* local es clave. Una buena planificación y gestión de los proyectos (en especial la evolución del circulante y el control de costes) es indispensable para minimizar el riesgo de sobrecostes y/o problemas de ejecución y cobro. La seguridad jurídica y la capacidad para poder negociar con el cliente posibles conflictos que puedan surgir de manera favorable también tienen un sesgo local diferenciador importante.

Aunque está
diversificada
geográficamente
España sigue teniendo
un peso muy alto

Es por todo ello que **GSJ**, como suelen hacer la mayoría de las constructoras internacionales, **opera en una serie de mercados** donde consideran que tienen el *know how* necesario:

- **España.** Es con diferencia el principal mercado de GSJ, representando un 74% de los ingresos de construcción a 9meses'21.
- **Portugal.** También considerado por GSJ como un “mercado doméstico”.
- **Abu Dhabi.** En este país GSJ ha realizado obras de renombre, como el Museo del Louvre. GSJ opera en este mercado en JV con distintos socios locales.
- **Perú.** GSJ tiene una operación inmobiliaria en Perú, como veremos más adelante, y también realiza actividades de construcción.
- **Chile.** GSJ ha realizado diversas obras en Chile y opera dos hospitales en régimen de concesión (aunque el negocio *core* de GSJ allí es construcción). El país andino es interesante por su programa de proyectos concesionales, que las distintas administraciones han fomentado con éxito en las últimas décadas.
- **Otros LatAm.** La compañía también tiene presencia en México, Paraguay y Argentina.
- **Otros resto del mundo.** Entre los países que GSJ ha tenido presencia está India, Malta, Timor Oriental, Nepal y Cabo Verde (donde actualmente está ejecutando dos obras).

INGRESOS POR PAÍSES (INCLUYENDO NO CONSTRUCCIÓN)

Cifra de negocio	2020	% total
España	603	63%
Portugal	131	14%
Abu Dhabi	104	11%
Chile	83	9%
Cabo Verde	16	2%
Perú	12	1%
México	4	0%
India	1	0%
Resto	8	1%
Total	962	100%

Datos en M euros
Fuente: GSJ

Adicionalmente, de cara a futuro la compañía también quiere estar en **Norteamérica**, donde ya estuvieron en el pasado, y **donde las perspectivas de inversión en infraestructuras son muy favorables**. El gobierno federal de EE.UU. podría aprobar este mismo año un programa de inversión en infraestructuras por un valor superior a los 550.000 M dólares que, entre otras cosas, prevé renovar y modernizar la inmensa red de carreteras del país.

GSJ ocupa la posición 99 del ranking de mayores constructoras del mundo por ingresos elaborado por Deloitte (Global Powers of Construction 2020).

CONCESIONES Y SERVICIOS (6% DE LOS INGRESOS)

Al igual que han realizado otras constructoras españolas cotizadas (Ferrovial, Sacyr, OHL, etc) GSJ ha buscado diversificar y reducir la volatilidad de sus ingresos hacia concesiones aprovechando, además, su *know how* en construcción para acudir a las licitaciones de proyectos *greenfield*. La división opera en el ámbito hospitalario, en servicios urbanos, plantas industriales y concesiones de infraestructuras, entre otros.

Esta división tiene dos tipologías de activos:

1. **Contratos de mantenimiento**, que por lo general tienen una duración relativamente corta (menos de 5 años). Entre las actividades que hace esta línea de negocio destaca el mantenimiento de instalaciones de cierta complejidad (y que aportan mayor valor añadido) como plantas de energía junto con la conservación de parques y jardines (entre sus clientes cuenta con Patrimonio Nacional de España), *facility management*, carreteras, instalaciones deportivas, etc.
2. **Concesiones de hospitales** en Chile. GSJ opera dos hospitales en Santiago de Chile y trabaja activamente en aumentar el número de activos similares que gestiona en ese país.

La estrategia en esta división no contempla la adquisición de activos en funcionamiento (*brownfields*) sino que busca aportar valor adicional al proyecto mediante la promoción y ejecución de la obra. Respecto al riesgo operativo, la compañía está dispuesta a asumir proyectos tanto con como sin riesgo (pagos por disponibilidad, etc...) en función de cada caso.

ENERGÍA (1% DE LOS INGRESOS)

La lógica de esta división es similar a la de concesiones: diversificar y reducir el efecto cíclico en los ingresos del negocio de construcción. GSJ es promotor y constructor de proyectos de energías renovables y eficiencia energética.

La cartera de energía de GSJ consta de una planta fotovoltaica en Jaén relativamente pequeña (5 MW) y una planta de poligeneración de energía eléctrica, frío y calor en la provincia de Barcelona, en régimen de concesión, donde cerca de la mitad de los ingresos provienen de un contrato de suministro a largo plazo (PPA). Adicionalmente, la compañía tiene permisos concedidos en Galicia para la instalación de c.28 MW de energía eólica. En total, la cartera de pedidos aportaba 375 M euros a sep'21 que, según la compañía, debería materializarse en los próximos 23 años.

DISTRITO CASTELLANA NORTE

DCN tiene un peso relevante en la valoración aunque ahora no genere ingresos

Por su relevancia en la valoración del grupo (ver página 15) creemos que Distrito Castellana Norte (DCN) merece un apartado propio. DCN, de la que GSJ posee una participación del 10%, es propietaria de parte de los derechos de edificación sobre el ámbito Madrid Nuevo Norte (antes conocida como Operación Chamartín), el proyecto de regeneración urbana de más importante que se está realizando en la actualidad en toda Europa. El ámbito es de una envergadura igual o superior que Canary Wharf en Londres o La Défense en París.

Tras décadas de estudios, planificación y retrasos, Madrid Nuevo Norte recibió recientemente el visto bueno definitivo de todas las administraciones públicas involucradas por lo que se encuentra en las fases iniciales de un proceso que todavía podría tardar entre 10 y 20 años en estar terminado, con los habituales parones y acelerones en el desarrollo en función del ciclo político y económico. La entrega del primer edificio no está prevista antes de 2027 aunque las obras de urbanización del ámbito, que entre otras cosas prevén el soterramiento de las vías próximas a la estación de Chamartín, podrían empezar ya en 2022 o 2023.

DCN tiene **derechos de edificación** sobre aproximadamente el 40% de la superficie edificable del ámbito lo que se traducen en c.964.000 m² de oficinas (incluyendo *retail* asociado) y c.234.000 m² de residencial (según Merlin Properties). Los otros accionistas en DCN son BBVA (75%) y Merlin Properties, a la que GSJ vendió un 14,5% a finales del año 2019.

MADRID NUEVO NORTE



Fuente: EjePrime

En nuestra opinión, GSJ quiere mantener su participación en DCN porque le interesa el proyecto inmobiliario y también porque puede servir para alimentar la cartera de obra de la constructora. Dicho esto, tampoco descartamos otras opciones. En su última junta general de accionistas Merlin Properties estimaba que las inversiones requeridas para promover el ámbito hasta 2040, en su parte correspondiente al 14,46%, son de unos 626 M euros (excluyendo el importe pagado a GSJ). Si damos por buena la cifra y calculamos cual sería la parte proporcional al 10% que tiene GSJ salen unos 432 M euros, que a primera vista parece demasiada inversión para el tamaño de GSJ aunque es cierto que el horizonte temporal es muy largo y GSJ podría rotar activos para reciclar el capital (mientras que entendemos que la intención de MRL es mantener los activos, pero solo los de oficinas, para su alquiler).

Por su parte, el accionista mayoritario, BBVA, seguramente venda su participación dado que no es un promotor y entendemos que el regulador bancario no vería con buenos ojos que invirtiese una suma importante en el proyecto.

Así las cosas, nos da la sensación de que la estrategia de GSJ es de *wait and see*, sobre todo teniendo en cuenta que al ser su participación minoritaria las decisiones que se tomen en DCN están fuera de su control. En cualquier caso, y como veremos con más detalle en la sección de valoración (página 15), creemos que la participación del 10% en DCN tiene un valor superior al que sugiere el precio de venta a Merlin en 2019 dado que desde entonces se han cumplido una serie de hitos urbanísticos que aumentan el valor del activo.

OTROS (3% DE LOS INGRESOS)

Promoción inmobiliaria en Perú. GSJ está desarrollando una promoción de viviendas en Lima, Perú, llamada “Condominio Nuevavista”. Las obras de este proyecto se iniciaron en 2018, en un terreno por el que pagó 15 M dólares, y está prevista la construcción de un total de 1.104 viviendas de gama media-baja distribuidas en un total de 10 edificios de las cuales ya se han vendido 524 uds. El proyecto se está haciendo por fases y actualmente se encuentran en ejecución las fases VI y VII.

CONDOMINIO NUEVAVISTA



Fuente: GSJ.

La compañía justifica su presencia en Perú porque conoce bien el mercado y la relación rentabilidad-riesgo obtenida en los proyectos es atractiva. Entendemos que GSJ seguirá invirtiendo en suelo para mantener volúmenes de negocio en este país a futuro. En base a la información publicada por la compañía esta línea de negocio habría generado unos 3,8 M euros de EBITDA desde 2018 (año en el que empezaron las obras de Condominio Nuevavista) de los cuales 2,7 M fueron generados en sep'21.

Activos inmobiliarios en renta. A dic'20 la compañía tenía 186.526 m2 de superficie alquilable, principalmente en centros comerciales (98% del total) en Argentina (Avellaneda, Quilmes y La Tablada, en Buenos Aires). Estos activos inmobiliarios generaron unas rentas de 1,09 M euros en 2020, afectados por Covid-19 y la devaluación del peso argentino, y el valor tasado es de 83,7 M euros.

La mayor parte de los terrenos y solares son urbanísticamente inmaduros

Terrenos y solares. La compañía dispone de 4,8 M de m2 de suelo en distintas fase de madurez urbanística, siendo el 27% finalista. La mayor parte del suelo es rústico, con una finca en Portugal de c.3 M de m2.

SUPERFICIE DE TERRENOS Y SOLARES

m2	Dic'20	% total
Portugal	2.997.750	63%
Argentina	1.012.101	21%
España	720.342	15%
Brasil	30.285	1%
Perú	20.000	0%
Total	4.780.478	100%

Fuente: GSJ.

También destaca Tablada, un suelo urbanizable en el sudoeste de la zona metropolitana del Gran Buenos Aires de más de 808.102 m2 (1,6 M de m2 edificables de uso comercial y residencial). Este suelo todavía carece de planeamiento urbanístico y no hay fecha prevista de conversión a finalista.

Como se puede observar en la foto, a continuación, el terreno en Tablada es de un tamaño considerable y está situado dentro de la mega-urbe de Buenos Aires.

TABLADA, ARGENTINA



Fuente: GSJ.

Carlos Casado. Esta sociedad, cotizada en la Bolsa de Buenos Aires y Nueva York, tiene entre sus principales activos c. 200.000 hectáreas de terrenos en el Chaco paraguayo, donde actualmente desarrolla producción agrícola y explotación ganadera vacuna, entre otros. GSJ tiene una participación del 52%.

Comercial Udra. Es una distribuidora mayorista de prendas deportivas y de moda con presencia en España, Andorra y Portugal. Con más de veinte años de actividad, Comercial Udra cuenta con marcas como Arena, Teva, Hoka, Diadora, Hunter y Fred Perry y genera unas ventas de unos 20 M euros al año.

3. ESTIMACIÓN DE RESULTADOS: CONTINUIDAD AUNQUE SUPEDITADA A DECISIÓN EN DCN

En sus previsiones para los próximos años la compañía estima estabilidad de ingresos y márgenes.

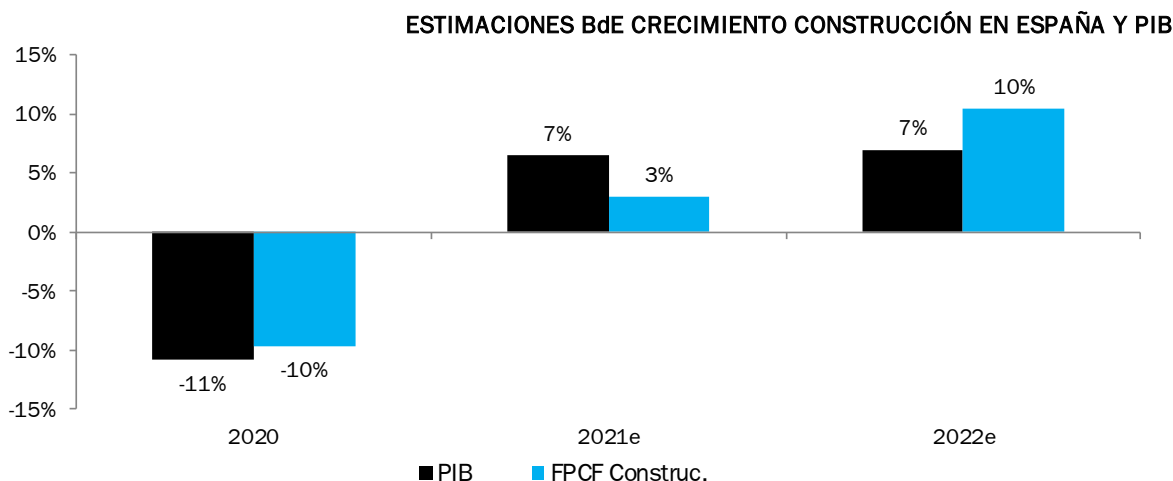
A continuación hacemos un repaso a nuestras previsiones por las divisiones más relevantes:

Construcción

El ciclo en construcción es favorable

La inversión en construcción está altamente correlacionada con la actividad económica y representa c.13% del PIB (con bastante dispersión en función del país). Buena parte de la inversión en construcción es realizada por las Administraciones Públicas, que deben modular su gasto en base al crecimiento económico y sus compromisos presupuestarios lo que provoca fluctuaciones en la inversión total en construcción. Adicionalmente, la inversión en vivienda, que es otro componente importante de la inversión total en construcción, también tiene un sesgo cíclico.

Tras un mal año 2020 para la industria de la construcción en España en 2021 estamos viendo un rebote que debería tener continuidad en 2022. Según las estimaciones del Banco de España, la inversión en construcción debería crecer un +3% en 2021 (revisado a la baja en septiembre desde un +6%) y un +10% en 2022. Las medidas de política fiscal adoptadas por los gobiernos y la realización de parte de la inversión privada no satisfecha en 2020 estás detrás de este repunte. En ese sentido, el retraso en la absorción de fondos europeos explicaría el mayor crecimiento en 2022 frente a 2021. España es el principal mercado de GSJ, representando un 73% de los ingresos de construcción en 1S'21 (y c.65% de la cartera, según nuestras estimaciones). En el resto de países de la Unión Europea la situación es similar a la de España.



Fuente: BdE.

El impacto de la pandemia no está siendo homogéneo en todo el mundo y eso se ha notado también en la evolución de la inversión en construcción. En LatAm el impacto de Covid-19 ha sido fuerte y se ha traducido en caídas de doble dígito en prácticamente todos los países. Está previsto que la recuperación allí sea más suave, porque los estímulos son menores que en Europa, y que no se alcancen niveles pre Covid-19 hasta dentro de 4 años (según Deloitte).

En base a los datos de la cartera a cierre de septiembre'21 la actividad de edificación residencial debería ir ganando peso en el mix de obra en los próximos 24 meses. La compañía está siendo muy activa en este segmento, con varios contratos con las principales promotoras españolas, y en este sentido, cabe destacar la adjudicación el pasado mes de octubre de la construcción de más de 3.600 viviendas del Plan Vive de la Comunidad de Madrid por un importe de 330 M euros. Así, está previsto que la cartera de construcción a cierre de ejercicio pueda superar los 1.500 M euros (llevando la cifra total del grupo por encima de los 2.000 M euros). También hay varios trabajos de reforma de hoteles en cartera. Creemos que la compañía debería de aumentar ligeramente su cifra de negocios en los próximos 12 meses.

M euros	CARTERA DE CONSTRUCCIÓN			
	Sep'21	% total	Dic'20	Var %
Construcción	1.252	69%	1.234	1%
- Obra civil	176	10%	182	-3%
- Edificación no residencial	557	32%	649	-14%
- Edificación residencial	457	22%	347	32%
- Industrial	62	4%	56	11%

No incluye Plan Vive
Fuente: GSJ

*Edificación residencial
va ganando peso en el
mix de ventas de
construcción*

A más largo plazo, las perspectivas de inversión en construcción en los mercados donde está GSJ debería hacer posible generar crecimientos anuales del +2%/+4%.

Edificación residencial tiene márgenes bajos y en el actual entorno de inflación de algunos materiales de construcción **existe el riesgo de compresión de márgenes** a corto y medio plazo si no son capaces de trasladar el mayor coste de la obra a los clientes, que debería ser compensado en parte por una base comparable fácil de batir (el año 2020 fue complicado por la pandemia). Durante el año 2021 se ha producido un fuerte aumento de algunas materias primas aunque parece que lo peor ya ha pasado y algunos precios ya están bajando después de tocar techo. Según la Confederación Nacional de la Construcción (CNC) las subidas han encarecido un +22% el coste total de las obras en España.

Concesiones y Energía

En estas dos líneas de negocio esperamos estabilidad de los ingresos y márgenes a medio y largo plazo pero en el corto hay varios factores que desvirtúan la comparativa con 2020.

En concesiones, por lo observado a sep'21, veremos mejora de ingresos ordinarios por la base comparable de 2020, que es fácil de batir, aunque este año no veremos un extraordinario positivo por un arbitraje favorable en Chile (que generó un ingreso extra de c.30 M euros en 2S'20).

En el negocio de energía el año debería ser malo por el fuerte aumento de los precios del gas natural, que es la materia prima utilizada para generar electricidad en la planta de poli-generación que tiene en Cataluña, y que no podrá trasladar a clientes este año 2021. En 2022 debería compensar este efecto porque los precios se revisan anualmente en base al coste del gas natural del año anterior. De esta manera, los fuertes vaivenes que estamos viendo en 2021 en los precios del mercado mayorista de la electricidad y en las *commodities* energéticas (especialmente el gas) se notarán en el corto plazo pero no debería tener un impacto significativo a medio ni a largo plazo ya que los ingresos y márgenes de esta división cuentan con mecanismos de ajuste que equilibran la rentabilidad del negocio.

La cartera a septiembre'21 era de 375 M euros de ingresos en Energía (para los próximos 23 años) y 230 M euros en Concesiones. Lógicamente, si finalmente GSJ desarrolla y opera los parques eólicos en Galicia comentados anteriormente (c28 MW) las cifras de este negocio a largo plazo podrían cambiar significativamente.

M euros	CARTERA DE ENERGÍA, CONCESIONES Y SERVICIOS			
	Sep'21	% total	Dic'20	Var %
Energía	375	20%	383	-2%
Concesiones y servicios	230	10%	204	13%
- Mantenimiento	23	1%	29	-21%
- Concesiones	207	9%	175	18%

Fuente: GSJ

Inmobiliario en Perú

Estimamos que GSJ ha obtenido unos ingresos de c.38 M euros de Condominio Nuevavista en los últimos 4 años. Dado que todavía les queda por vender algo más de la mitad de los pisos proyectados, si extrapolamos las cifras, cabría esperar una cifra de ingresos algo superior en los próximos 4 años.

En 2020 la actividad promotora en Perú estuvo negativamente afectada por la pandemia de Covid-19 pero está rebotando con fuerza en 2021. A septiembre'21 los ingresos crecieron un +207% hasta 13 M euros y esperamos que cierre el ejercicio con unos ingresos de 18 M euros.

GSJ tiene intención de seguir invirtiendo en este segmento y está analizando el mercado de manera activa para reponer el banco de suelo.

Otros negocios

La visibilidad que tenemos sobre la evolución del resto de negocios es baja y además la compañía no reporta segmentación diferenciada para poder analizar con detalle los factores que más inciden en su evolución. Adicionalmente, buena parte de la evolución de estos negocios (los suelos relacionados con promoción inmobiliaria) dependerá de la decisión que tomen respecto a lanzar los proyectos o no o incluso venderlos a otros promotores. Entendemos que tras la mala experiencia con Parquesol la compañía, a día de hoy, no tiene interés en desarrollar promociones inmobiliarias siendo la excepción Perú (mencionado anteriormente) y DCN, donde existe un interesante ángulo constructor.

En nuestras estimaciones hemos asumido crecimiento en línea con la inflación en la línea de ingresos asociada a estos negocios.

ESTIMACIONES DIVISIONALES

M euros	2019	2020	2021	2022	2023
Construcción	876	868	886	960	979
Var %	30%	-1%	2%	8%	2%
Inmob.	13	9	18	19	19
Var %	240%	-33%	115%	1%	0%
Energía	9	11	11	12	12
Var %	-2%	14%	6%	2%	0%
Concesiones	51	73	51	51	51
Ajustes	9	2	6	6	6
INGRESOS	958	962	972	1.047	1.066
Var %	26%	0%	1%	8%	2%
Construcción	40	52	38	48	49
Margen %	5%	6%	4%	5%	5%
Inmob.	2	0	4	3	3
Margen %	14%	6%	21%	16%	16%
Energía	3	4	2	3	3
Margen %	33%	34%	21%	24%	24%
Concesiones	2	10	3	2	3
Margen %	5%	14%	6%	5%	5%
Ajustes	5	8	8	8	8
EBITDA	52	75	55	64	65
Var %	1%	43%	-27%	18%	2%
Margen %	5%	8%	6%	6%	6%

Fuente: BS Análisis.

4. INVERSIONES, FLUJOS DE CAJA Y BALANCE

Posición de caja neta tras la venta de una participación en DCN

GSJ presenta un balance sólido. A sep'21, GSJ tenía una posición neta de tesorería de 205 M euros, equivalente al 81% de su capitalización bursátil a 15 de diciembre, aunque si ajustamos la cifra por las provisiones el nivel de caja neta descendería hasta los 151 M euros (como veremos más adelante en nuestra valoración tomamos solo el 75% de las provisiones). La venta de más de la mitad de su posición en DCN a finales de 2019 acabó definitivamente con las tensiones de liquidez derivadas la adquisición de Parquesol y la gran crisis financiera de 2008.

Como es habitual en el sector, las partidas de circulante tienen mucho peso en el balance. El negocio constructor no requiere de fuertes inversiones en inmovilizado pero si genera movimientos importantes en las cuentas de circulante por los anticipos recibidos, obra pendiente de cobrar, pagos aplazados a proveedores, etc. GSJ opera con un circulante negativo y, aunque desde fuera de la compañía es difícil hacer una valoración de la evolución prevista de la inversión en circulante, en los próximos años no esperamos variaciones significativas en la estructura de capital de manera que el circulante debería crecer en una proporción similar al volumen de negocio.

Respecto a las provisiones, a sep'21 el grupo había dotado en balance provisiones por valor de 72 M euros (excluyendo provisiones por insolvencias). En los últimos 6 años la compañía ha dotado provisiones por un importe medio de 11 M euros (1,4% de los ingresos totales).

Por lo demás, el balance de GSJ infravalora el peso de sus participaciones inmobiliarias dado que estas son contabilizadas a precio de adquisición mientras que su valor actual es, en la mayoría de los casos, claramente superior. Como ejemplo cabe mencionar la participación del 10% en DCN, que está valorada en balance a 15 M euros mientras que su valor de mercado podría ser de al menos 116 M euros en base a la transacción realizada con MRL en 2019 (y eso sin dar valor adicional al crédito blando concedido por la propia MRL).

BALANCE - M euros	2019	2020	2021e	2022e	BALANCE 2023e
Inmovilizado	104	99	116	133	150
Inv. Asoc. y Fin. LP	72	52	49	50	51
Otros	44	37	37	37	37
Existencias	110	89	88	87	86
Deudores Comerc.	354	350	354	381	388
Efectivo y otros	316	361	373	400	417
ACTIVO	1.000	989	1.017	1.088	1.129
Fondos propios	136	143	152	174	197
Minoritarios	27	26	26	26	26
Provisiones	78	81	95	102	109
Deuda financiera	189	167	167	167	167
Acreedores Comerc.	545	545	551	593	604
Otros	25	26	26	26	26
PASIVO	1.000	989	1.017	1.088	1.129

Fuente: BS Análisis

La compañía no tiene un objetivo de apalancamiento definido ni plan de inversiones publicado y tomará decisiones de inversión caso a caso, según vayan surgiendo oportunidades. Como hemos comentado en la sección de líneas de negocio, creemos que GSJ optará por seguir diversificando hacia concesiones y energía para mitigar el sesgo cíclico del negocio de construcción en la cuenta de resultados.

La política de inversiones y apalancamiento también estará, sin duda, supeditada a la decisión que tomen en relación al proyecto Madrid Nuevo Norte, que exigirá inversiones relevantes en los próximos 10 años. Como señalábamos en la sección anterior, en base a los grandes números comentados por Merlin Properties en su JGA, la inversión que tendría que realizar GSJ podría ser de unos 432 M euros. Asimismo, Merlin no espera recibir los primeros cashflows positivos hasta 2025/26, aunque esto posiblemente se deba a que a Merlin le interesa exclusivamente la parte de oficinas (entendemos que el residencial podría generar cashflows positivos con anterioridad).

CASH FLOW - M euros	2019	2020	2021e	2022e	CASHFLOW 2023e
EBITDA	52	75	55	64	65
Financieros	22	1	-4	-2	-2
Var circulante/Otros	-15	26	2	15	4
AC	464	439	442	468	474
PC	571	571	577	619	630
Impuestos	-13	-14	-10	-18	-19
CF Operativo	46	88	43	59	48
Inversiones	-11	-26	-25	-25	-25
Desinversiones	170	24	0	0	0
Dividendos	-1	-7	-7	-7	-7
CF Total	204	80	12	27	17

Fuente: BS Análisis

Esperamos que en los próximos 3 años la compañía genere un promedio anual de *cashflow* operativo (antes de inversiones) de c.50 M euros, equivalente al 29% de su valor empresa.

Respecto a la política de remuneración al accionista, no hay nada definido de manera formal. En los últimos 2 años ha pagado dividendos por valor de 13,0 M euros mientras que durante la vigencia del sindicato existían restricciones al pago de dividendos. Los 13,0 M mencionados se han pagado a razón de partes similares de 6,5 M euros cada año (equivalentes a una yield del >2% a los precios actuales).

5. VALORACIÓN

Valoramos la compañía en 9,65 euros/acc. (potencial +148%). Para calcular nuestro precio objetivo, y debido a la distinta naturaleza de las actividades que realiza la compañía, hemos utilizado una suma de las distintas partes que componen GSJ en base a dos escenarios, pesimista y optimista. El P.O. es la media de estos dos escenarios. Como se puede ver en la tabla a continuación, 151 M euros o 2,33 euros/acc corresponden a la posición neta de tesorería ajustada por el 75% de las provisiones (equivalente al 60% de su capitalización bursátil).

VALORACIÓN POR SUMA DE PARTES

M euros	Valor empresa		Comentario
	Pesimista	Optimista	
Construcción	128	240	Rango EBITDA normalizado de 32-60 M euros y múltiplo de 4,0x
DCN	123	154	Mínimo es la valoración del acuerdo MRL de 2019 y máximo asume +25% de prima
Concesiones	17	22	Múltiplo de EBITDA '21e de 7x-9x
Energía	38	44	Valor neto activos regulados y múltiplo de EBITDA plantas en operación
Activos inmobiliarios (ex DCN)	121	179	Valor tasado a jun'21 -52% de dcto. (rango mínimo) y -30% (máximo)
Carlos Casado	17	17	En base a su valor en Bolsa (Dic'21)
Otros activos	11	15	Comercial Udra y otras inversiones disponibles para la venta
EV	455	672	
Descuento por holding (10%)	-45	-67	
<u>EV Ajustado</u>	<u>409</u>	<u>605</u>	
+ Créditos fiscales	0	0	
+/- Caja/(DFN)	205	205	
- Provisiones	-54	-54	Incluimos 75% del valor en balance a sep'21
- Minoritarios	-31	-31	
<u>Valor fondos propios</u>	<u>530</u>	<u>725</u>	
Número de acciones (M)	65	65	
Valor por acción	8,15	11,15	
Precio Objetivo	9,65		P.O. es promedio de ambos escenarios

Metodología: Modelos propios BS Análisis

El desglose de cada epígrafe es el siguiente:

Precio objetivo de 9,65 euros/acc.

Construcción. Valoramos la división con mayor peso en base a un múltiplo de EBITDA normalizado (no el real para 2021) donde la variable utilizada para determinar los dos límites del rango es el EBITDA normalizado: 32 M euros en el límite inferior y 60 M euros en el superior, que compara con media de los últimos 8 años de 31 M euros. Creemos que la mayor previsión sobre el nivel histórico tiene sentido dado que durante la década pasada la compañía estuvo sujeta a restricciones, por parte del sindicato de bancos acreedores, al número de proyectos a los que podía acudir. El margen sobre EBITDA estimado sobre ingresos varía en ambos límites entre un 4,0% y un 5,0% (compara con 5,0% en últimos 8 años). En ambos casos el múltiplo aplicado al EBITDA es de 4x, que es el que habitualmente se aplica a la división de construcción de las compañías españolas con presencia internacional (como SCYR, FCC o ACS).

DCN. Resulta difícil calcular el valor de desarrollo de DCN dado que hay que asumir hipótesis de valor del metro cuadrado de producto terminado, coste de construcción y promoción y tasas de riesgo en un proyecto que podría dilatarse hasta 2040 (según Merlin Properties). Por ese motivo, hemos tomado como referencia la transacción con Merlin Properties, quedándonos en la parte baja del rango, y aplicado una prima del +25% a ese valor para luego contrastar el valor resultante por metro cuadrado con transacciones de mercado. En este sentido **es importante aclarar que DCN tiene los derechos de edificación pero todavía no es propietaria del suelo** (lo será después de realizar un pago adicional en el futuro) y además ese suelo requiere de importantes inversiones en infraestructuras y urbanización para llegar a ser suelo finalista listo para edificar.

Para determinar el valor de la transacción de 2019 con Merlin hemos sumado a los 168,9 M euros desembolsados por esta a GSJ en metálico (por el 14,46%) otros 9 M euros por el crédito concedido por Merlin (recordamos que se trata de un *bullet* a 20 años a un tipo del 2%, por debajo de precio de mercado). Asumiendo que el precio "correcto" debería ser +100 pbs mayor y descontando el ahorro de intereses al 7% llegamos a dicho valor de 9 M euros. De esta manera, asignamos a la venta del 14,46% de DCN de octubre de 2019 un valor de 178 M euros

(169+9). Aplicando dicha valoración al 10% que GSJ todavía tiene llegamos a **123 M euros**, que establecemos como el **límite inferior** del rango.

Para calcular el **límite superior** aplicamos una prima del +25% a la cifra obtenida anteriormente para llegar a una valoración de **154 M euros**. Entendemos que la participación del 10% que todavía mantiene GSJ debería tener un valor superior al que sugiere el precio de venta a Merlin en 2019 dado que desde entonces se han cumplido una serie de hitos urbanísticos que disminuyen el riesgo del suelo y aumentan el valor del activo (estimamos dicha mejora en un +25%). Dicho esto, en nuestra opinión, también es cierto que una vez que Merlin ya tiene una posición en DCN, y a la espera de conocer si es capaz de comprar la parte de BBVA, el valor estratégico que para ellos el 10% restante de GSJ es significativamente menor.

Para contrastar la valoración en términos de metro cuadrado de suelo edificable finalista hemos sumado al rango de valoración de DCN el capex de urbanización previsto y el pago pendiente de realizar por el suelo señalado anteriormente. En base a las estimaciones de Merlin Properties, y aplicando la parte proporcional de GSJ, llegamos a una valoración por metro cuadrado edificable de suelo finalista de 2.875 euros en el límite inferior y 3.132 euros en el superior, cifras que parecen razonables para la fase urbanística en la que se encuentra el ámbito en estos momentos.

Concesiones. Este negocio es una mezcla de servicios diversos y concesiones (los hospitales en Chile) y lo valoramos a un rango de 7x a 9x EBITDA'21, que son las métricas habituales para este tipo de negocios. ACS obtuvo algo más de 8,75x por la venta de Urbaser (servicios urbanos), en FCC valoramos su negocio de servicios a 8x y agua a 10x mientras que en nuestra valoración del negocio de servicios de Sacyr, con menor valor añadido, utilizamos unos múltiplos más reducidos (6x). El múltiplo debería oscilar en función del valor añadido, el crecimiento esperado y la dinámica competitiva del segmento en el que se opere, motivo por el cual el negocio de gestión del agua suele tener múltiplos más altos.

Energía. Para valorar la planta fotovoltaica de Jaén, y dado que es un activo regulado, tomamos como referencia su inversión regulada pendiente de recuperar o el Valor Neto del Activo que es de 4 M euros por MW instalado (según referencia del BOE 28 de febrero de 2020 ajustada a 2021).

En el caso de la planta de poligeneración de Barcelona aplicamos un múltiplo de entre 10x y 14x al EBITDA promedio 2019-2020.

Por último, valoramos los derechos de construcción de un parque eólico en Galicia (c.28 MW en la provincia de Lugo) en un rango de 4,2 y 5,6 M euros en base a un rango de múltiplos de 0,15x-0,20x respectivamente el valor estimado de construcción (28 M euros para todo el parque). Este tipo de parques, ya en funcionamiento, se suelen vender a múltiplos de 1,3x el capital invertido. El múltiplo más bajo que utilizamos nosotros refleja el riesgo de ejecución y margen de la obra. La valoración por MW sería de 150.000 y 200.000 euros en los límites inferior y superior respectivamente.

En total, valoramos el negocio de energía de GSJ entre 38 y 44 M euros (7% del EV total en el punto medio del rango). Para los activos en operación el múltiplo de EBITDA implícito es de 10x y 12x en el rango bajo y alto respectivamente.

Activos inmobiliarios. Hemos tomado como referencia la última tasación de activos publicada a la que le hemos aplicado un descuento en base a la tipología de activo. En la tabla a continuación podemos ver el valor de la tasación y el rango de valoración propuesto. Los descuentos aplicados se basan en nuestras estimaciones y en comparables de mercado por tipos de activos (tanto promotoras españolas como socimis). Todas las inmobiliarias españolas relevantes cotizan con fuertes descuentos frente al valor de tasación, que varía desde el -53% de Metrovacesa (mucho suelo residencial que no va a ser activado a corto plazo) al -15% de Colonial (activos en renta super prime en París oficinas) pasando por Lar España (-28%, centros comerciales en España). Entendemos que el descuento debe variar en función de las perspectivas de evolución de la tasación ajustada por el riesgo y de la liquidez/facilidad para vender el activo. En ese sentido, el sesgo de la cartera de GSJ a suelo inmaduro, activos retail y a países como Argentina penaliza la valoración.

VALORACIÓN CARTERA DE ACTIVOS INMOBILIARIOS

M euros	Valor tasado	Descuento sobre tasación		Valoración	
		Mínimo	Máximo	Min	Max
Promoción terminada	18	-35%	-20%	12	15
Activos de uso propio	23	-20%	-5%	18	22
Activos en renta	81	-50%	-25%	40	61
Suelo (no incluye DCN)	118	-65%	-40%	41	71
Promoción en construcción	14	-35%	-20%	9	11
Total	254	-52%	-30%	121	179

Fuente: GSJ, BS Análisis

En la lista no está incluida la participación en DCN que, como ya hemos comentado anteriormente, valoramos aparte.

Carlos Casado. Al tratarse de una cotizada con una capitalización de 33 M euros nos parece oportuno aplicar valor de mercado a la participación del 52% que GSJ mantiene en la sociedad. Así, el valor para GSJ sería de c.17 M euros aunque podría haber potencial de mejora adicional. Como referencia anecdótica, llama la atención que el valor implícito que el mercado está asignando a las 200.000 hectáreas de terrenos que Carlos Casado tiene en el Chaco paraguayo es de c.170 euros/Ha. (0,017 euros/m²).

Comercial Udra. Valoramos Comercial Udra en un rango de 9 y 13 M euros en base a unas ventas recurrentes estimadas de 17 M y 20 M euros (22 M euros en 2020) con margen del 10% y 15% respectivamente (11% en 2020). Al EBITDA resultante en ambos límites del rango le aplicamos un múltiplo de 5x. En términos de PER'20 la valoración implícita de este negocio en ambos rangos sería de 6x y 10x en el límite inferior y superior respectivamente. Aunque la valoración pueda parecer conservadora creemos que se justifica la prudencia en un negocio que nos parece vulnerable a los cambios que están aconteciendo en la industrial de la distribución textil, donde el aumento de la penetración de las ventas online provoca que los intermediarios pierdan poder de negociación frente a clientes y proveedores.

Otros. Por último, incluimos en nuestra valoración otros periféricos como la participación en Bodegas Altanza, Oryzon Genomics y otros, que están contabilizados como inversiones disponibles para la venta por 2,2 M euros.

Análisis de sensibilidad

Vemos potencial incluso asumiendo que los activos inmobiliarios (ex DCN) valen cero

Hemos realizado un análisis de sensibilidad a la valoración de los activos inmobiliarios (sin incluir DCN) y al negocio constructor. Como se puede observar en la tabla a continuación, incluso en un escenario de valor inmobiliario cero (descuento del -100% frente a valor tasado) el P.O. seguiría siendo superior a los 7 euros.

ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD

		Dcto. Activos inmobiliario (ex DCN)				
		-100%	-75%	-41%	-25%	0%
Vtas. Construcción	800	7,07	7,95	9,15	9,71	10,59
	875	7,26	8,14	9,33	9,89	10,77
	950	7,44	8,32	9,52	10,08	10,96
	1.000	7,57	8,45	9,65	10,21	11,09
	1.075	7,75	8,63	9,83	10,39	11,27
	1.150	7,94	8,82	10,02	10,58	11,46
	1.200	8,07	8,95	10,14	10,70	11,58

Fuente: BS Análisis

Creemos que la acción está infravalorada, quizás porque los activos son poco líquidos y difíciles de valorar

Y es que dado que la acción cotiza a 3,89 euros/acc (16-dic) y solamente la posición de caja neta ajustada equivale a 2,33 euros/acc. se deduce que el valor que el mercado asigna implícitamente a los distintos negocios es de tan solo 1,56 euros/acc (vs los 7,32 euros de nuestra valoración). Esta anomalía podría ser debida a varios motivos:

- Los activos de la compañía son poco líquidos y difíciles de valorar, como la parte inmobiliaria.
- Lo cierto es que el dividendo es relativamente bajo, un 2% de yield en los dos últimos años.
- La acción es poco líquida, con un free float de c.30% y un volumen diario de c.120.000 euros (equivalente al 0,04% de la capitalización bursátil).
- La compañía ha estado años fuera del radar de los inversores.

Ratios de compañías comparables

Compara no son muy representativos

La mayor parte de las constructoras grandes están diversificadas hacia otras líneas de negocio, en algunos casos vía participaciones de cotizadas en Bolsa, de manera que, en nuestra opinión, los ratios de valoración y márgenes de las grandes constructoras no son realmente comparables en si. Aquellas compañías con una parte proporcionalmente importante de capital asignado a concesiones o renovables, ya a velocidad de crucero, tendrán unos márgenes más altos que las constructoras puras (y también unos ratios de apalancamiento más elevados, por el *project finance* asociado).

En los casos de compañías en los que haya un activo relevante que no genere EBITDA, ya sea porque es un activo inmobiliario que no genere rentas o una participación en una compañía que no entre en el consolidado, etc..., los ratios de valoración como el PER o el EV/EBITDA tenderán a ser más altos que la media y podrían dar la falsa impresión de estar más caras en Bolsa. De esta forma, al analizar los ratios hay que tener todo esto en cuenta y no sacar conclusiones apresuradamente ya que la comparativa puede dar lugar a errores de apreciación.

Dicho lo anterior, y como se puede observar en la tabla a continuación, GSJ compara relativamente bien en ratios de valoración frente al sector con la excepción de la rentabilidad por dividendo, donde está por debajo. Adicionalmente, si ajustáramos el numerador de los ratios EV/EBITDA y PER por el valor de los activos que no generan EBITDA ni beneficio neto respectivamente (prácticamente todos los suelos y terrenos, incluyendo la participación en DCN, y los derechos de promoción de eólica) los ratios serían sustancialmente más bajos lo que da una idea del valor oculto en la acción.

RATIOS DE COMPARABLES

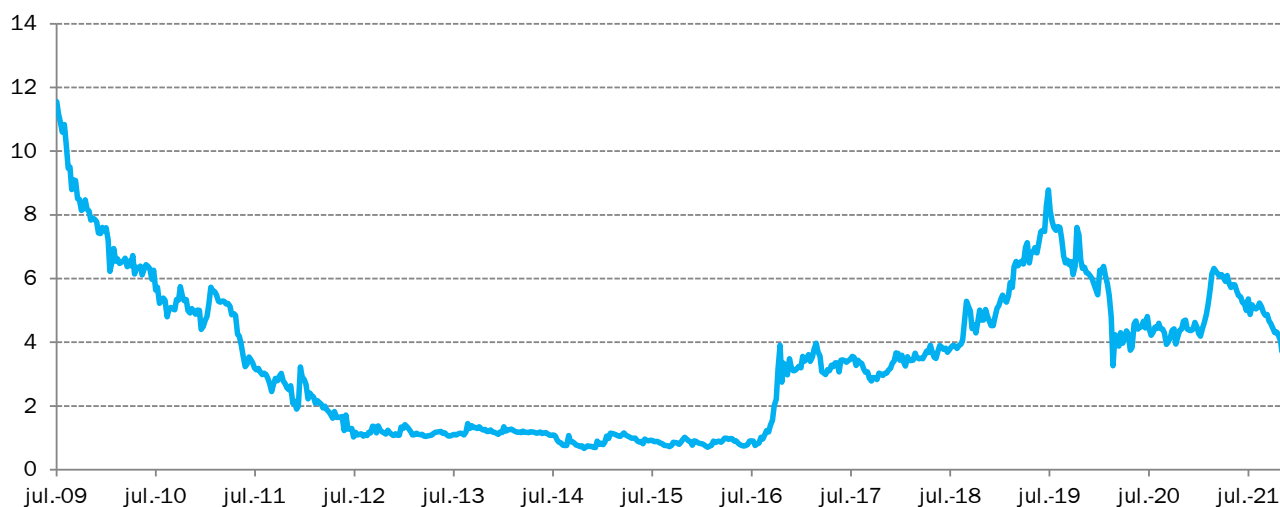
Compañía	País	Capitaliz. (M euros)	Mg. EBITDA 2021e	Ingresos TACC'20-23e	EV/EBITDA		PER		Rentab. Dividendo		DFN/ EBITDA	ROE (%)
					2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2020
GSJ (*)	España	252	5,6%	7,0%	3,1x	2,3x	17,2x	9,6x	2,5%	2,5%	-2,0	15,4%
ACS	España	6.438	6,2%	-6,1%	5,2x	4,7x	8,8x	10,6x	7,7%	8,3%	-1,2x	12,4%
Acciona	España	8.733	17,9%	7,8%	10,9x	9,7x	24,6x	20,1x	2,7%	2,7%	3,4x	5,8%
FCC	España	4.413	16,4%	4,7%	7,4x	7,3x	12,1x	11,4x	3,7%	3,7%	2,4x	13,6%
OHLA	España	505	3,0%	5,6%	5,2x	5,2x	n.a.	n.a.	0,0%	0,0%	0,8x	n.a.
Sacyr	España	1.310	18,2%	2,9%	8,3x	7,6x	12,3x	9,0x	4,0%	4,2%	7,6x	8,2%
Bouygues	Francia	11.436	10,0%	4,8%	4,1x	3,8x	10,5x	10,2x	5,1%	5,1%	0,4x	5,9%
Eiffage	Francia	8.195	16,0%	6,5%	6,7x	6,1x	11,4x	9,7x	3,2%	3,7%	3,4x	6,3%
Hochtief	Alemania	4.803	4,8%	-0,9%	4,3x	4,0x	11,2x	9,1x	6,1%	6,5%	-0,6x	37,1%
Skanska	Suecia	9.229	7,5%	-0,9%	7,6x	8,9x	13,3x	14,8x	3,7%	3,8%	-1,0x	25,6%
Vinci	Francia	50.621	15,5%	9,7%	9,9x	8,2x	21,0x	14,1x	2,6%	3,7%	2,6x	5,7%
MEDIA (ex GSJ)			11,5%	3,4%	7,0x	6,6x	13,9x	12,1x	3,9%	4,2%	1,8x	13,4%

(*) Deuda GSJ no incluye provisiones
Fuente: Bloomberg, BS Análisis

La acción ha mostrado mucha volatilidad en los últimos años

Como se puede observar en el gráfico a continuación, la acción ha reflejado las diversas etapas por las que ha pasado la compañía. En el periodo que va de mediados de 2012 hasta finales de 2016 la capitalización promedio fue de 66 M euros (vs 252 M euros a 15-dic de 2021).

COTIZACIÓN DE GRUPO SANJOSE

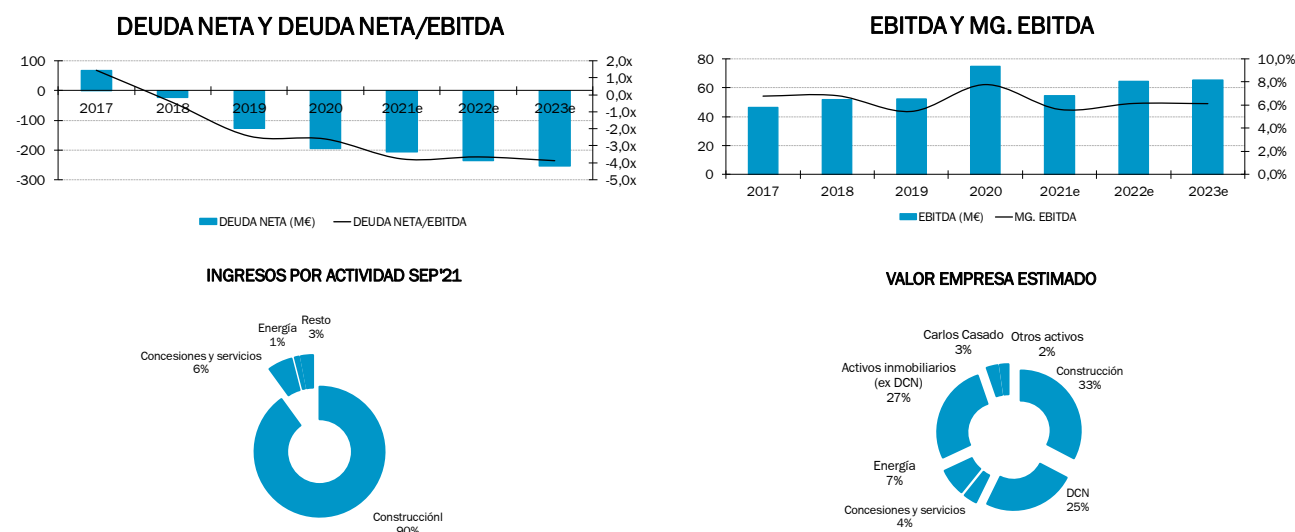


Datos semanales
Fuente: Bloomberg

6. DATOS FINANCIEROS

PERDIDAS Y GANANCIAS	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	TACC 19/23
Ventas	758,4	958,2	962,0	972,4	1.046,8	1.066,0	2,7%
<i>Crec%</i>	11,1%	26,3%	0,4%	1,1%	7,6%	1,8%	
EBITDA	51,7	52,2	74,8	54,7	64,3	65,3	5,7%
<i>Crec%</i>	11,7%	1,0%	43,3%	-26,9%	17,6%	1,6%	
<i>Margen EBITDA</i>	6,8%	5,4%	7,8%	5,6%	6,1%	6,1%	
EBIT	41,0	23,2	42,4	31,7	45,3	45,8	18,5%
<i>Crec%</i>	32,1%	-43,4%	82,5%	-25,3%	43,0%	1,1%	
<i>Margen EBIT</i>	5,4%	2,4%	4,4%	3,3%	4,3%	4,3%	
Gastos financieros netos	-8,8	21,9	1,4	-4,0	-2,0	-2,0	n.a.
<i>Crec%</i>	-128,2%	-349,7%	-93,6%	-386,5%	-50,0%	0,0%	
Impuestos	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<i>Tasa Impositiva (%)</i>	32,7%	7,4%	38,6%	39,0%	39,0%	39,0%	
Minoritarios s/ BAI (%)	-20,9%	39,1%	-26,1%	-26,8%	-26,7%	-26,9%	
BDI	18,2	163,2	22,1	15,0	27,0	27,3	-36,0%
Nº Accs medio	65,0	65,0	65,0	65,0	65,0	65,0	
BPA	0,28 €	2,51 €	0,34 €	0,23 €	0,42 €	0,42 €	-36,0%
<i>Crec%</i>	48,1%	798,2%	-86,5%	-31,8%	79,5%	1,2%	
BPA Ajust.	0,28 €	0,41 €	0,47 €	0,28 €	0,43 €	0,44 €	1,6%
<i>Crec%</i>	28,5%	44,3%	15,6%	-41,3%	55,2%	1,1%	
DPA	0,00 €	0,02 €	0,10 €	0,10 €	0,10 €	0,10 €	57,9%
<i>Payout (%)</i>	0,0%	5,8%	4,1%	29,5%	43,2%	24,1%	
<i>Yield (%)</i>	0,0%	0,4%	2,6%	2,5%	2,5%	2,5%	
Capex	6,2	10,6	26,1	25,0	25,0	25,0	23,9%
FLUJOS DE TESORERIA (M euros)							
BDI	18,2	163,2	22,1	15,0	27,0	27,3	-36,0%
+Amortizaciones	10,6	29,0	32,4	23,0	19,0	19,5	-9,4%
-Variación Circulante Neto	-48,6	15,2	-25,8	-2,1	-15,1	-3,9	n.a.
-Total Inversiones brutas	-6,2	-10,6	-26,1	-25,0	-25,0	-25,0	23,9%
+/- Desinversiones y otros Ajustes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	n.a.
Cash Flow Libre Operativo	83,6	187,6	106,4	65,2	86,1	75,7	-20,3%
-Dividendos	0,0	-1,0	-6,7	-6,5	-6,5	-6,5	57,9%
Cash Flow Libre (después de dividendos)	83,6	186,6	99,6	58,7	79,6	69,2	-22,0%
BALANCE (M Euros)							
Activo fijo	99,8	104,1	99,3	116,3	133,3	150,3	9,6%
Circulante neto	-59,0	25,8	0,5	3,3	29,3	35,3	8,2%
<i>% circulante neto / Ventas</i>	-7,8%	2,7%	0,0%	0,3%	2,8%	3,3%	
Patrimonio neto atribuible	56,7	108,8	117,1	125,7	146,2	167,0	11,3%
Minoritarios	24,3	27,1	26,2	26,2	26,2	26,2	-0,9%
Deuda Neta/Caja Neta	-23,4	-126,9	-194,6	-206,3	-234,9	-253,1	18,8%
<i>Deuda Neta / Equity</i>	-0,3x	-0,9x	-1,4x	-1,4x	-1,4x	-1,3x	
<i>Deuda Neta / EBITDA</i>	-0,5x	-2,4x	-2,6x	-3,8x	-3,7x	-3,9x	
<i>% circulante neto / Ventas</i>	-7,8%	2,7%	0,0%	0,3%	2,8%	3,3%	
ROE	22,4%	120,0%	15,4%	9,8%	15,7%	14,1%	
ROCE	33,7%	59,3%	-103,8%	-68,5%	-76,0%	-82,8%	
RATIOS DE MERCADO							
EV/Ventas	0,34x	0,17x	0,09x	0,08x	0,05x	0,03x	
EV/EBITDA	5,01x	3,03x	1,20x	1,43x	0,77x	0,48x	
ROCE/WACC	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
PER	14,20x	1,58x	11,70x	17,16x	9,56x	9,45x	
PER Ajustado	14,00x	9,71x	8,39x	14,30x	9,22x	9,11x	
P/CF	11,12x	1,48x	8,11x	11,20x	7,37x	7,31x	
P/VC	3,19x	1,90x	1,80x	1,70x	1,50x	1,34x	
FCF Yield	29,5%	129,1%	88,8%	15,0%	58,0%	58,5%	

7. DATOS OPERATIVOS



Dirección Análisis

Assistants

Ana Torrente: TorrenteA@bancsabadell.com
Eamon Donoghue: DonoghueE@bancsabadell.com
Concha Galán: GalanC@bancsabadell.com
Héctor Vicente: VicenteH@bancsabadell.com

Director Análisis

Nicolás Fernández: FernandezNi@bancsabadell.com

Financieras

Esther Castro: CastroEs@bancsabadell.com
M.ª Paz Ojeda: OjedaM@bancsabadell.com

Utilities, gas y energía

Álvaro del Pozo: Alvaro.DelPozo@bancsabadell.com
Virginia Romero: RomeroVi@bancsabadell.com
Antonio Martos: AnMartos@bancsabadell.com
Alfredo del Cerro: delCerroA@bancsabadell.com

TMTs

Andrés Bolumburu: BolumburuA@bancsabadell.com
Álvaro del Pozo: Alvaro.DelPozo@bancsabadell.com

Industriales

Óscar Rodríguez: RodriguezOsc@bancsabadell.com
Alfredo del Cerro: delCerroA@bancsabadell.com
Luis Arredondo: ArredondoL@bancsabadell.com
Alfonso Mariátegui: MariateguiA@bancsabadell.com

Farmacia, química y papeleras

Luis Arredondo: ArredondoL@bancsabadell.com
Alfredo del Cerro: delCerroA@bancsabadell.com
Rafael Bonardell: BonardellR@bancsabadell.com

Construcción, materiales de construcción, inmobiliarias y REITS

Ignacio Romero: Romerolgnacio@bancsabadell.com
Alfredo del Cerro: delCerroA@bancsabadell.com
Luis Arredondo: ArredondoL@bancsabadell.com

Distribución, retail, logística, alimentación y bebidas

Ignacio Romero: Romerolgnacio@bancsabadell.com
Arancha Piñeiro: PineiroA@bancsabadell.com
Rafael Bonardell: BonardellR@bancsabadell.com

Hoteles, transportes y autopistas

Rafael Bonardell: BonardellR@bancsabadell.com

Derivados, Técnico y Cuantitativo

Diego Ferrer: FerrerDiego@bancsabadell.com

Equipo Small&Medium

Andrés Bolumburu: BolumburuA@bancsabadell.com
Ignacio Romero: Romerolgnacio@bancsabadell.com
Alfredo del Cerro: delCerroA@bancsabadell.com
Luis Arredondo: ArredondoL@bancsabadell.com

Equipo Eurostoxx50

Óscar Rodríguez: RodriguezOsc@bancsabadell.com
Arancha Piñeiro: PineiroA@bancsabadell.com
Álvaro del Pozo: Alvaro.DelPozo@bancsabadell.com
Alfonso Mariátegui: MariateguiA@bancsabadell.com
Rafael Bonardell: BonardellR@bancsabadell.com

Equipo ESG

Virginia Romero: RomeroVi@bancsabadell.com
Antonio Martos: AnMartos@bancsabadell.com

Estrategia de Renta Variable y Estrategia de Crédito

Glen Spencer Chapman: chapmang@bancsabadell.com
Diego Ferrer: FerrerDiego@bancsabadell.com
Diego Fernández: FernandezDi@bancsabadell.com
Virginia Romero: RomeroVi@bancsabadell.com
Israel González: israel.gonzalez@bancsabadell.com
Álvaro Ferrero: FerreroAl@bancsabadell.com
Antonio Martos: AnMartos@bancsabadell.com
Pablo Esteve: EstevePJ@bancsabadell.com

Specialist Sales

Jorge Llorente: LlorenteJo@bancsabadell.com
Manuel Yagüez: YagueezM@bancsabadell.com
Pedro Álvarez: AlvarezPe@bancsabadell.com

Agentes

Eduardo de la Fuente: Eduardo_delafuente@agentes.bancsabadell.com

Disclaimer sin asesoramiento de inversión
Sistema de recomendaciones:

Este informe de inversión se ha realizado de forma objetiva e independiente a petición de la propia compañía objeto de análisis en base a un contrato de servicio de análisis firmado entre las partes. La Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A (Banco Sabadell o la Entidad) ha implementado todas las medidas de control necesarias para asegurar que no hay ningún conflicto de interés en la elaboración de la valoración.

El periodo al que se refiere la recomendación y la valoración presentada en el informe tiene una validez de 12 meses. La valoración está basada en hipótesis razonables sobre diversas variables en la fecha de publicación y en modelos de valoración propios disponibles en las bases de datos de la Dirección de Análisis y que pueden incluir desde el descuento de flujos de caja, a una suma de partes, comparación de ratios, descuento de dividendos y otros métodos comúnmente aceptados. La evolución posterior del precio de cotización de la compañía o de alguna de esas variables (como por ejemplo: cambios sobrevenidos en tipos de interés, tipos de cambio, precios de materias primas, y otras variables que pueden ser tanto específicas de la compañía, como generales de su sector) podría motivar un cambio de recomendación y/o valoración que se reflejaría mediante un nuevo informe de análisis, para lo que no hay un calendario de revisiones específico previsto.

Las recomendaciones de la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A. (Banco Sabadell o la Entidad) son COMPRAR (SOBREPONDERAR en índices y sectores de renta variable y emisores de renta fija), VENDER (INFRAPONDERAR) y BAJO REVISIÓN. La recomendación de COMPRAR se emite para aquellas compañías en las que la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A. espera una evolución mejor a la del mercado (referencia Ibex35 e Índice General de la Bolsa de Madrid para las compañías españolas cotizadas; referencia Eurostoxx50 para las compañías de la zona Euro; en índices y sectores de renta variable el benchmark es la cesta de índices y sectores en cobertura; en emisores de renta fija es el índice BERC IG €) mientras que las de VENDER se emiten para aquellas compañías en las que la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A. espera una evolución peor a la del mercado de referencia. La recomendación de BAJO REVISIÓN se emite para aquellas compañías cotizadas en las que la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A. está analizando posibles cambios en las estimaciones o valoración tras algún hecho relevante que haga posible ese análisis detallado.

El presente informe ha sido preparado por la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A., de forma objetiva e independiente basado en información pública disponible, empleando información de fuentes consideradas fiables, pero Banco de Sabadell, S.A. no se hace cargo ni acepta responsabilidad ante posibles errores en dichas fuentes ni en su elaboración, ni se responsabiliza de notificar cualquier cambio en su opinión o en la información contenida en el mismo o utilizada para su elaboración.

La relación completa de informes y recomendaciones publicados durante los últimos 12 meses sobre los instrumentos financieros analizados por Banco Sabadell pueden consultarse a través del enlace www.bsanalisis.com o a través del servicio de banca a distancia BSOonline. El 'Informe mensual de Estrategia de Renta Variable', documento consultable por las mismas vías, contiene la proporción total de emisores afectados por las recomendaciones (comprar, vender o bajo revisión) a fecha de hoy y en los 12 meses previos, así como los porcentajes de compañías objeto de análisis a las que se haya prestado actividades y servicios de inversión. El acceso al servicio de análisis requiere que exista una relación contractual previa, ya sea como cliente de la Entidad (clientes depositantes) o por haber suscrito un contrato oneroso de recepción de informes de análisis (clientes no depositantes).

Banco de Sabadell, S.A. se encuentra supervisado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores y por el Banco de España.

Este informe, ha sido elaborado por la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A. con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe, y está sujeto a cambio sin previo aviso. Banco de Sabadell, S.A. no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento. En ningún caso contiene recomendaciones personalizadas, y tampoco implica asesoramiento en materia de inversión. Ni el presente documento ni su contenido constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base a ningún contrato o compromiso.

Los inversores deben tomar sus propias decisiones de inversión, basadas en sus objetivos específicos de rentabilidad y de posición financiera y empleando los consejos independientes que consideren oportunos, y no simplemente en el contenido de este informe. Las inversiones comentadas o recomendadas en este informe podrían no ser interesantes para todos los inversores. Banco de Sabadell, S.A. no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros. El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes de los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

Cuando una inversión se realiza en una moneda distinta de la de referencia del inversor, la evolución del tipo de cambio podría afectar a la inversión negativamente, tanto en su valor de mercado como en su rentabilidad.

Comunicación de intereses o conflictos de interés [Reglamento Delegado (UE) 2016/958]

Durante los 12 meses precedentes a la elaboración del presente informe, Banco Sabadell ha participado en operaciones de colocación y aseguramiento de emisiones de renta variable o renta fija de las siguientes Compañías objeto de Análisis por la Dirección de Análisis de Banco Sabadell: Cellnex, Acciona, Acciona Energía, Euskaltel, CAF, CIE, FCC, Sacyr, Fluidra, Insur, Aedas, Masmovil, Meliá Hotels, Metrovacesa y Ecoener.

A fecha de este informe (i) Banco Sabadell no mantiene una posición larga o corta neta que sobrepase el umbral del 0,5% del capital social total emitido por ningún emisor, (ii) Banco Sabadell tiene concedida la exención para las actividades de creación de mercado prevista en el artículo 17 del Reglamento (UE) 236/2012 para los siguientes valores: Abertis, Acciona, Acerinox, ACS, Aena, Amadeus, Antena 3TV, Applus Servicios, Arcelor Mittal, Banco Sabadell, Banco Santander, Bankia, Bankinter, BBVA, Bolsas y Mercados, Caixabank, Cellnex, Dia, Enagás, Endesa, Euskaltel, Ferrovial, Gas Natural, Gestamp Automoción, Grifols, Hispania Activos Inmobiliarios, IAG, Iberdrola, Inditex, Indra, Inmobiliaria Colonial, Logista, Mapfre, Mediaset, Meliá, Merlin Properties, Prosegur, Red Eléctrica, Repsol, Sacyr, Siemens, Técnicas Reunidas, Telefónica, Viscofán y (iii) Banco Sabadell actúa como proveedor de liquidez para los valores de renta variable emitidos por Azkoyen, Fluidra, Iberpapel, Indra y Sacyr.

A fecha de este informe ninguna Compañía objeto de análisis por parte de la Dirección de Análisis de Banco Sabadell posee más de un 5% del capital de Banco Sabadell.

De acuerdo con la información correspondiente al último Informe Anual de Gobierno Corporativo publicado por Banco Sabadell, los siguientes miembros del Consejo de Administración de la entidad son a su vez Consejeros independientes de las siguientes sociedades cotizadas analizadas por la Dirección de Análisis de Banco Sabadell: Doña Aurora Catá Sala de Repsol. Don George Donald Johnston de Acerinox y Merlin. Doña Alicia Reyes Revuelta de Ferrovial. Ningún Consejero del Banco tiene una relación comercial relevante con la(s) Compañía(s) objeto de análisis en este informe.

El Grupo Banco Sabadell tiene establecidos procedimientos de actuación y medidas de control que constan en el Reglamento Interno de Conducta del Grupo Banco Sabadell en el ámbito del mercado de Valores (aprobado por el Consejo de Administración de Banco de Sabadell el 24 de mayo de 2018), aplicable a los miembros de la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A., para prevenir y evitar los conflictos de interés en el desarrollo de sus funciones. Dichas medidas incluyen la obligación de los miembros de la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A. de informar de los conflictos de interés a que estén sometidos por sus relaciones familiares, su patrimonio personal o por cualquier otra causa, y mantener dicha información actualizada, así como el establecimiento de barreras y medidas de separación entre las distintas áreas de actividad que desarrolla la entidad relacionadas con valores negociables o instrumentos financieros y con respecto al resto de áreas y departamentos de Banco de Sabadell, S.A. de conformidad con lo previsto en la legislación aplicable, a fin de que la información y documentación propia de cada área de actividad se custodie y utilice dentro de ésta y la actividad de cada una de ellas se desarrolle de manera autónoma con respecto a la de las demás. Los empleados de otros departamentos de Banco de Sabadell, S.A. u otra entidad del grupo Banco Sabadell pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opciones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo Banco de Sabadell, S.A. o cualquier otra entidad del grupo Banco Sabadell puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento.

Dicho Reglamento Interno de Conducta puede consultarse en la Web corporativa del Grupo Banco Sabadell (www.bancsabadell.com).

Ninguna parte de este documento puede ser copiada o duplicada de ningún modo, reproducida, redistribuida o citada sin el permiso previo por escrito de Banco de Sabadell, S.A.

Queda prohibida la distribución del presente informe en Estados Unidos, y en todas aquellas jurisdicciones en que la misma pueda estar restringida por la ley.

La remuneración de los analistas que han elaborado estos informes no esta vinculada, ni directa ni indirectamente, a las recomendaciones u opiniones expresadas en los mismos. Los factores de remuneración de los analistas pueden incluir los resultados de Banco de Sabadell, S.A., parte de los cuales puede ser generado por actividades de banca de inversión.