

Company Update

Buy

from
Share price: EUR 1.59
closing price as of 12/06/2020
Target price: EUR 2.09

Upside/Downside Potential 31.4%

Reuters/Bloomberg CLRE.MC/CLR.SM

Market capitalisation (EURm) 16

Current N° of shares (m) 10

Free float 25%

Daily avg. no. trad. sh. 12 mth 7

Daily avg. trad. vol. 12 mth (m) 20.64

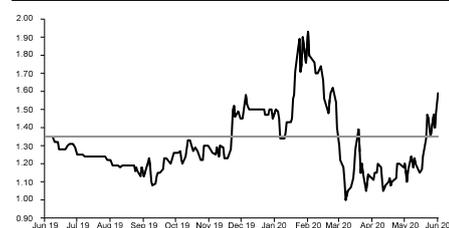
Price high/low 12 months 1.93 / 1.00

Abs Perfs 1/3/12 mths (%) 32.50/22.31/17.78

Key financials (EUR)	12/18	12/19	12/20e
Sales (m)	11	14	15
EBITDA (m)	2	3	3
EBITDA margin	18.8%	19.8%	22.0%
EBIT (m)	2	2	3
EBIT margin	15.5%	14.6%	16.6%
Net Profit (adj.)(m)	1	1	2
ROCE	19.4%	15.9%	16.2%
Net debt/(cash) (m)	3	6	7
Net Debt Equity	0.9	1.4	1.3
Net Debt/EBITDA	1.3	2.1	2.1
Int. cover(EBITDA/Fin.int)	16.0	8.1	7.2
EV/Sales	1.4	1.5	1.5
EV/EBITDA	7.7	7.7	7.0
EV/EBITDA (adj.)	7.7	7.7	7.0
EV/EBIT	9.3	10.5	9.2
P/E (adj.)	13.6	12.2	10.3
P/BV	4.7	4.1	3.0
OpFCF yield	7.7%	-9.8%	-2.5%
Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%
EPS (adj.)	0.09	0.12	0.15
BVPS	0.26	0.37	0.52
DPS	0.00	0.00	0.00

Shareholders

J.A. Romero 16%; P.J. Romero 15%; A. Cremares 13%;



Source: FactSet

Analyst(s)

Rafael Fernández de Heredia
 rafael.fernandezdeheredia@gvcgaesco.es
 +34 91 436 78 08

Reason: Initiation of coverage

15 June 2020

Capacitación técnica + buena ejecución

Iniciamos la cobertura del valor con una recomendación de Compra (Precio objetivo EUR 2,09/Acción - EUR 2,46) en una compañía en donde esperamos un gran crecimiento en los próximos años, que descansa en una acertada capacitación y especialización técnica, a lo que se añade una notable eficiencia operativa, que la compañía aprovecha consiguiendo una elevada tasa de éxito en las adjudicaciones.

- ✓ **CLERHP Estructuras** lo forma un conjunto de sociedades dedicadas a la ingeniería de estructuras y en concreto al diseño, cálculo y construcción de estructuras. También lleva a cabo servicios de asistencia técnica en la construcción y se ha diversificado igualmente en el negocio de alquiler de equipos y maquinaria de construcción.
- ✓ **La historia de CLERHP es una historia de crecimiento.** Desde su constitución en el año 2011, CLERHP ha registrado un sostenido aumento de sus resultados que descansa en los siguientes pilares: 1) Capacitación técnica, especialización y eficiencia operativa; 2) Diversificación geográfica; 3) Elevada tasa de éxito en las adjudicaciones. **Esperamos que en el período 2020-2023 el crecimiento del EBITDA sea del 22% anual y del beneficio neto del 34%.**
- ✓ **El diseño y el cálculo de estructuras constituye el elemento diferenciador de CLERHP** y constituye su principal fortaleza. Esta ingeniería persigue la optimización de la estructura tanto en cuanto a su comportamiento, su facilidad de ejecución y en especial su coste. CLERHP cuenta con un departamento técnico formado por 41 ingenieros altamente cualificados y con una sólida experiencia que le permite obtener **significativas economías de escala** a medida que la actividad se incrementa.
- ✓ **El modelo de negocio de CLERHP combina especialización técnica y buena ejecución de la construcción de la estructura** lo que aporta un gran valor añadido al cliente, dado que se reducen los agentes dentro del proceso constructivo con la consiguiente reducción del plazo de ejecución y del coste. También se está traduciendo en **una elevada tasa éxito en las adjudicaciones** (20% en 2019) y un elevado volumen de ofertas presentadas (EUR 88m).
- ✓ **La estrategia de CLERHP pasa por la diversificación geográfica con el foco puesto en Latinoamérica**, en países y ciudades en donde la competencia no sea elevada, cuyas perspectivas macro sean positivas y en donde sea posible una implementación en un corto período de tiempo. Las grandes ciudades no son los mercados prioritarios para posicionarse en un nuevo país, sino que son mercados a los que se podría optar una vez consolidada la presencia en dicho país. El objetivo es abrir al menos un nuevo mercado por año. Adicionalmente **CLERHP planea llevar a cabo adquisiciones (aprovechando su alto nivel de liquidez)** que le permitan acelerar este crecimiento.
- ✓ **Nuestra valoración se eleva a EUR 2,09/Acción - EUR 2,46** al que llegamos mediante un descuento de cash flows en el que consideramos una tasa de descuento de 9,3% y una g del 2,5%.



CONTENTS

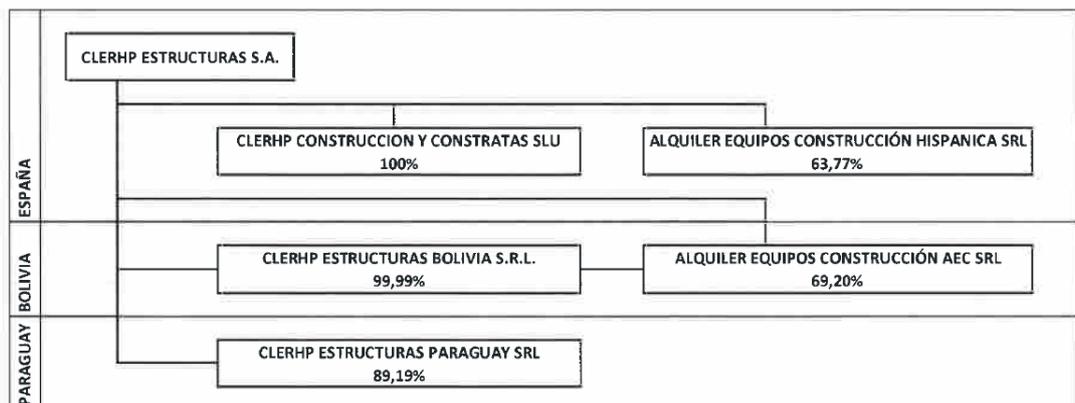
Especializado en la ingeniería y construcción de estructuras	3
Modelo de negocio eficiente	7
Centrado en los proyectos llave en mano	7
Ejemplos de proyectos finalizados con éxito.	8
Con el foco en Latinoamérica	9
Bolivia a la espera de la normalización política	10
Con déficit de viviendas en Paraguay	13
Un nuevo mercado, Uruguay	15
Una historia de crecimiento	16
Los ratios de deuda mejorarán de forma progresiva	19
Valoración	22
Riesgos	25
Accionistas y Consejo de Administración	26

Especializado en la ingeniería y construcción de estructuras

CLERHP Estructuras lo forman un conjunto de sociedades dedicadas a la ingeniería de estructuras y en concreto al diseño, cálculo y construcción de estructuras. También lleva a cabo servicios de asistencia técnica en la construcción y se ha diversificado igualmente en el negocio de alquiler de maquinaria de construcción, aunque por ahora el grueso de éste último negocio es intragrupo.

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

Por sociedades, CLERHP Estructuras se encarga de las actividades de diseño, cálculo y asistencia técnica. CLERHP Construcción cuenta con un parque de maquinaria de construcción y ejecuta los proyectos de construcción en España. CLERHP Estructuras Bolivia y CLERHP Estructuras Paraguay son las filiales de construcción en esos países. Por último, las otras dos filiales se dedican al alquiler de maquinaria.

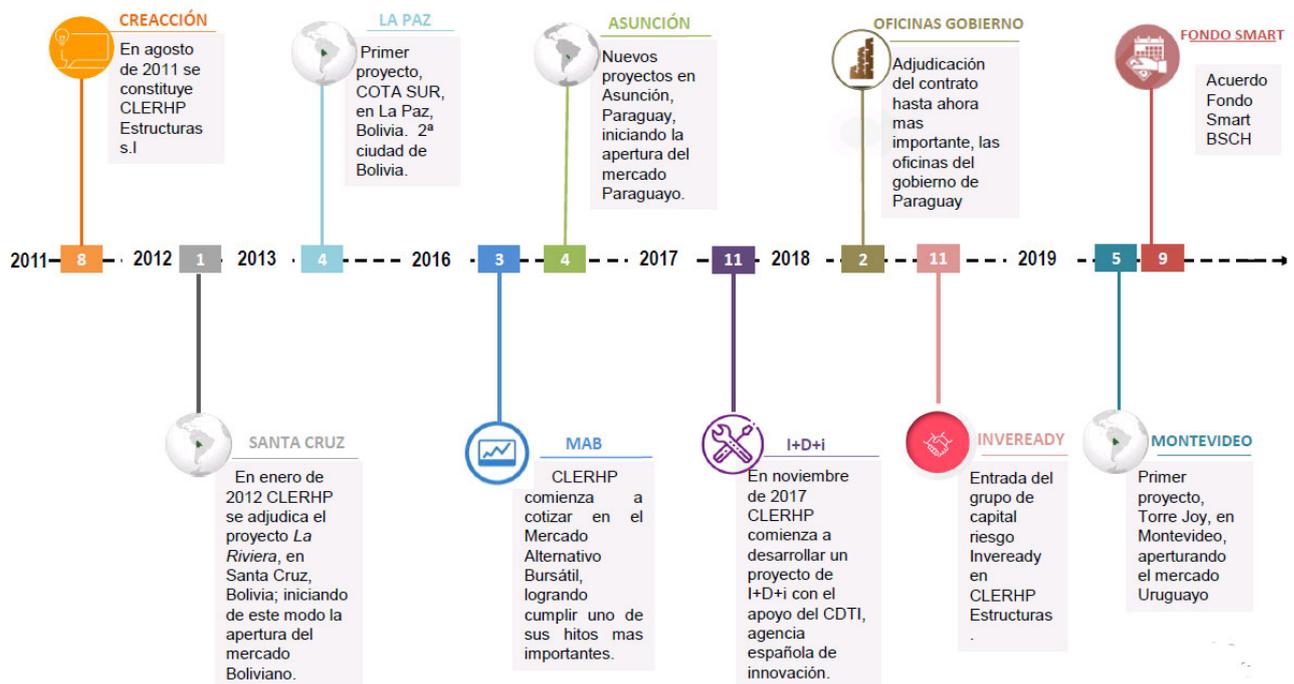


De la historia de CLERHP destacamos:

2011-2012. CLERHP Estructuras se funda en agosto de 2011 y en ese mismo año se constituye CLERHP Estructuras Bolivia y se consigue el primer proyecto en ese país (La Riviera & Beauty Plaza). En 2012 consigue su segundo proyecto en este país (Torres Geranios) y constituyó la compañía de Alquiler de Equipos de Construcción (AEC).

2013-2016. Entre 2013 y 2014 CLERHP sigue obteniendo más proyectos en Bolivia (Urubó Business Center, Hotel Radisson, Pueblo Paraíso) aumentando su presencia en Santa Cruz y La Paz con grandes proyectos y apuntalando su liderazgo en Santa Cruz. En marzo de 2016 comenzó a cotizar en el mercado alternativo bursátil.

2016-2017. Comienza su expansión por Paraguay formalizando un acuerdo de compra del 100% de Construcciones Guamora Paraguay, convirtiéndola en su filial en este país y consiguiendo su primer proyecto (Torre Spano, en Asunción). A finales de año formalizó un préstamo con el Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial (CDTI) para desarrollar un proyecto de I+D+i enfocado en desarrollar un sistema completo de encofrado horizontal.



2018: este fue un año importante para la empresa por varios motivos, por una parte se adjudicó el que es hasta la fecha el contrato más importante, se trata de las oficinas del gobierno de Paraguay por aproximadamente EUR 4,3m; a finales de ese mismo año entró en la empresa el grupo Inveready, acordando una inversión de EUR 1.5m

2019-2020. En mayo 2019 se incorporó la nueva filial uruguaya (CARTIVES S.A.) adquiriendo el 100% de la misma, firmando a su vez el primer contrato en el país, "Torre JOY" en Montevideo (EUR 1,8m). En septiembre de este año suscribió con Banco Santander un Acuerdo Marco de Financiación por un importe máximo de EUR 3,1m (se han dispuesto EUR 2,1m en Mayo 2020) para atender la creciente cartera de proyectos, así como desarrollar herramientas informáticas para mejorar la productividad del grupo en diversos aspectos

Varias son las actividades de negocio que lleva a cabo CLERHP

Diseño y cálculo de estructuras

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

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

CLERHP realiza trabajos de ingeniería de estructuras para sus filiales o directamente para terceros. Dispone de un departamento técnico centralizado (41 ingenieros en 2019) que lleva a cabo el diseño y cálculo de las estructuras, a la vez que realiza las funciones de I+D+i. Cuenta con técnicos altamente capacitados para el diseño y cálculo de estructuras, un equipo capaz de ejecutar la construcción de dichas estructuras y de personal para formar a las subcontratas locales (en Bolivia) en el empleo de técnicas y herramientas adecuadas para obtener la máxima calidad, seguridad y eficiencia.

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

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

En Bolivia la competencia viene de empresas de ingeniería como Sico, presente en todas las fases del proceso constructivo o ingenieros locales que trabajan directamente para el cliente.

CLERHP lleva a cabo proyectos de I+D+i que persiguen desarrollar técnicas y productos que aumenten la eficiencia y seguridad en el proceso constructivo de estructuras. Se ha estado trabajando en el diseño de una nueva generación de encofrados que elimine las deficiencias de los actuales sistemas de encofrado de segunda generación. En concreto los trabajos se han centrado en un encofrado modular y flexible y se cuenta con la colaboración del CDTI (Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial).

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

Asistencia técnica de obra

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

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

SALES BREAKDOWN				
EUR m	2017	2018	2019	% Total
Technical Assistance and Consulting	1.66	2.13	2.78	20.1%
Structure construction	3.60	8.01	10.96	79.5%
Machinery rental	-	0.25	0.03	0.2%
Machinery sales	0.02	0.13	0.02	0.1%
TOTAL	5.27	10.52	13.79	100%

Source: CLERHP

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

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

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

Construcción

Consiste en la construcción de las estructuras proyectadas. En Bolivia CLERHP emplea las mejores técnicas y personal cualificado en alianza con empresas locales que aportan la fuerza laboral. Aporta la tecnología, los equipos, el personal formador y técnico, mientras que la constructora local proporciona la mano de obra no cualificada.

En otros países como España o Paraguay cuenta con una plantilla propia de operarios (252 en 2019).

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

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

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

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

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

Alquiler de maquinaria

CLERHP proporciona servicios de montaje, mantenimiento y alquiler de maquinaria pesada a las filiales de construcción de estructuras del grupo. Cuenta con una filial en Bolivia y otra en España que cubre el resto de mercados en los que está presente. El uso de maquinaria pesada es clave para obtener las ventajas competitivas que aportan los sistemas constructivos que emplea CLERHP.

En Bolivia el mercado de maquinaria está poco desarrollado para el tipo de equipos que CLERHP está implantando. Sin embargo en Paraguay hay una mayor competencia de empresas como Comacon, presente en el alquiler de grúas y encofrado.

Modelo de negocio eficiente

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

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



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

Ventajas competitivas Grupo Clerhph



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

Por último CLERHP persigue la mejora continua de sus procesos y sistemas para alcanzar la mayor calidad posible y siendo competitivo en costes.

Centrado en los proyectos llave en mano

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

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

En alquiler de maquinaria el grueso del negocio proviene del uso interno de la maquinaria para garantizarse la calidad del servicio. El problema radica en que muchos de los constructores locales, por ejemplo en Bolivia, no han desarrollado técnicas de construcción que permitan aprovechar la eficiencia de estos equipos. La competencia en esta actividad en Bolivia es reducida, dado que los competidores cuenta con un menor parque de maquinaria y en muchos casos carecen del know how para operar los equipos con seguridad.

Ejemplos de proyectos finalizados con éxito.

Son numerosos ya los proyectos finalizados con éxito por parte de CLERHP de los cuales destacan edificios emblemáticos como el Hotel Radisson en Santa Cruz (Bolivia), edificio de 100.000m², la torre Riviera, uno de los edificios más altos en la misma ciudad o el edificio Omnia Lux, premio nacional de arquitectura 2014.



En Paraguay otro proyecto relevante fue el de las oficinas para el gobierno de Paraguay que comprendió el diseño, cálculo y construcción de la estructura de un proyecto de 180.000m² formado por cinco torres de distintas alturas, la más alta de 80m, más un auditorio.



Con el foco en Latinoamérica

La estrategia de CLERHP pasa por la diversificación geográfica con el foco puesto en Latinoamérica, en países y ciudades en donde la competencia no sea elevada, cuyas perspectivas macro sean positivas y en donde sea posible una implantación en un corto período de tiempo.

Las grandes ciudades no son los mercados prioritarios para posicionarse en un nuevo país, sino que son mercados a los que se podría optar una vez consolidada la presencia en dicho país.

CLERHP está presente en Bolivia desde el año 2011, entró en Paraguay en el 2016, en 2019 se establece en Uruguay y en Colombia. La mayor exposición es a Bolivia que representa el 54% de las ventas en 2019 y el 49% de la cartera. Dos son las ciudades de Bolivia en las que está presente, La Paz y Santa Cruz de la Sierra.

Le sigue en importancia Paraguay que supone el 30% de las ventas en 2019, el 31% de la cartera y en concreto está presente en Asunción.

SALES BREAKDOWN BY GEOGRAPHIC AREA				
EUR m	2017	2018	2019	% 2019 Total
Bolivia	4.75	6.63	7.50	54.4%
Paraguay	0.53	2.97	4.21	30.5%
Spain	-	0.92	2.02	14.7%
Uruguay	0.00	0.00	0.05	0.3%
TOTAL	5.27	10.53	13.79	100.0%

Source: CLERHP

Por último está Uruguay, nuevo mercado en el que se han obtenido dos contratos por importe de EUR 2,3m que representan el 11% de la cartera, aunque la aportación a ventas en 2019 fue aun reducida (0,3% del total).

En el caso de España su peso en ventas en 2019 fue de un 14%, aunque se trata de un mercado difícil por los bajos precios, alta competencia y por la complicada gestión del circulante. Es por ello que España no es la principal prioridad para CLERHP, aunque se sigue estando activo y se presentan ofertas de forma selectiva.

BACKLOG BREAKDOWN			
EUR m	2018	2019	% 2019 Total
Technical Assistance Spain	4.88	0.30	1.5%
Structure construction Bolivia	6.34	10.24	49.9%
Structure construction Paraguay	5.18	6.41	31.2%
Structure construction Spain	2.96		
Structure construction Uruguay		2.32	11.3%
Colombia		1.26	6.1%
TOTAL	19.36	20.53	100.0%

Source: CLERHP

Bolivia a la espera de la normalización política

Situación política

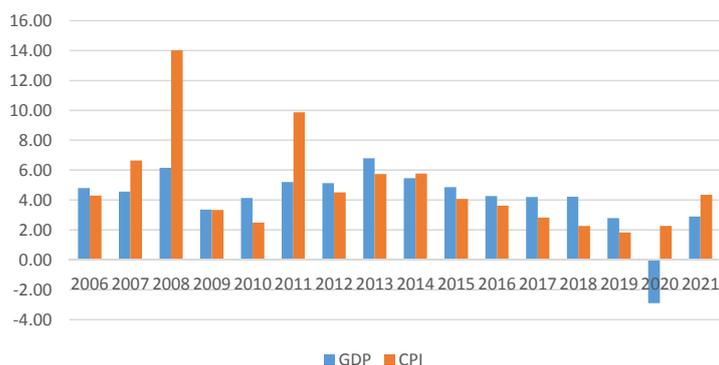
Las últimas elecciones del país celebradas el pasado 20 de octubre dejaron una situación de incertidumbre y vacío de poder que a día de hoy aún perdura. En las últimas elecciones tras los resultados preliminares de la primera vuelta, que apuntaban a que sería necesaria una segunda vuelta, Evo Morales obtenía un 45,7% de los votos, mientras que Carlos Mesa obtenía el 37,8% con el 80% escrutado. Posteriormente el recuento se paralizó durante casi 24 horas, poco después se publicaban los resultados finales en los que se daba como ganador a Evo Morales asegurando así su reelección; lo que lanzó a la oposición a acusar al máximo mandatario de fraude electoral, lo que dio lugar a las revueltas y protestas del pueblo bolivariano.

La auditoría realizada por la Organización de los Estados Americanos afirmó que existían irregularidades muy graves, tras lo cual comenzaron las revueltas que desembocaron en la retirada del apoyo por parte de la policía y el Ejército y finalmente en la dimisión de Evo Morales el 12 de noviembre. El vacío creado por esta situación hizo recaer la responsabilidad en la Asamblea, controlada por el Movimiento al Socialismo, pero finalmente fue la senadora de Unidad Democrática, Jeaninne Áñez, quien dio un paso adelante para asumir la presidencia, formar un gobierno de transición y convocar nuevas elecciones.

De cara a las nuevas elecciones el expresidente Morales se presenta a senador, pero su candidatura está pendiente de revisión por parte del Tribunal Supremo Electoral, en espera de que se aclare si una de las causas de la revisión se debe a que reside fuera del país. La posibilidad de que la candidatura de Evo Morales a senador sea aceptada ha provocado que se anuncien nuevas movilizaciones como protesta por parte del Comité pro Santa Cruz. Debido a la crisis sanitaria actual, **las elecciones que estaban previstas para el 3 de mayo han sido pospuestas sin fecha**, las propuestas actuales para su celebración están entre el 7 de junio y el 6 de septiembre.

La presidente interina **declaró la emergencia sanitaria el pasado 26 de marzo**, se cerraron las fronteras, y se decretó cuarentena en todo el país. **Desde el 1 de Junio se ha implantado una cuarentena dinámica**, más flexible que la anterior, que busca la progresiva reapertura de la economía tras dos meses de cierre.

Bolivia. Real GDP and CPI



Boliviano vs euro



Situación económica

En cuanto a la economía del país, el PIB acabó en 2019 con un crecimiento del 2,2%, por debajo del objetivo de crecimiento anunciado por el gobierno a comienzos de año (4,5%). Por su parte el desempleo cerró 2019 con una tasa del 4,8%, en ascenso desde el 4,2% registrado en 2018.

Durante el 1T20 la economía se ha ido desacelerando, acumulando hasta marzo una expansión de solo el 0,5% según el Índice Global de la Actividad Económica. En el mes de Marzo el descenso se eleva al -2,6%. **Las previsiones de PIB para 2020 rondan entre el -2,9% del FMI y el -3,4% (BM).** A efectos de CLERHP la actividad ha permanecido paralizada durante dos meses, aunque ya se ha vuelto a la normalidad. **De cara a 2021 el FMI espera un crecimiento del 2,9%.**

Su economía tiene gran dependencia de los precios internacionales del gas natural. China es su principal fuente de importaciones (22% del total) y también de financiación (9% de la deuda externa). La deuda de Bolivia supone el 23,5% del PIB.

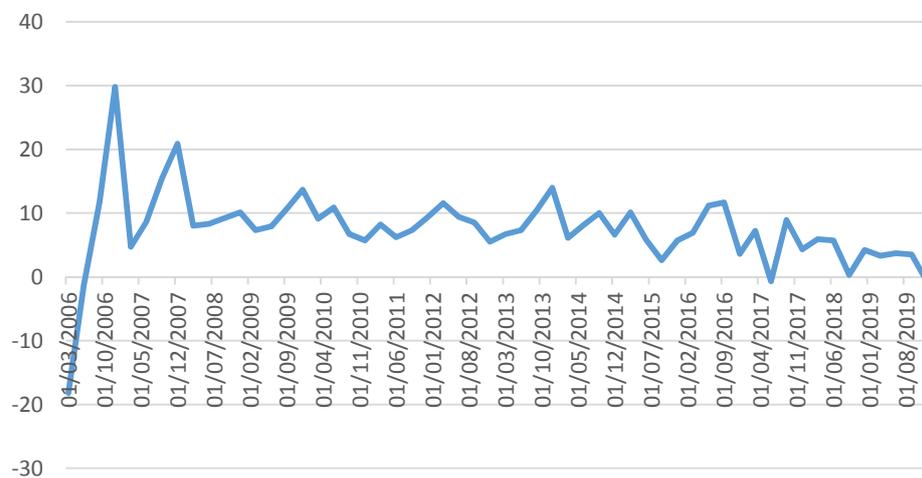
El gobierno de transición se ha comprometido a no devaluar la moneda, pero la crisis podría derivar en depreciaciones de las monedas de la región y trasladarse a Bolivia.

Sector construcción

El PIB del sector de construcción cerró 2019 con un crecimiento del 1,9% y un descenso en el 4T 19 del 0,8%.

Para el año 2020, el Gobierno incluyó en el Proyecto de Ley de Presupuesto General del Estado 20 proyectos que suponen una inversión de unos US\$ 1.400m, la gran mayoría ejecutados por la Administración Boliviana de Carreteras, la Empresa Nacional de Electricidad y Yacimientos Petrolíferos Fiscales bolivianos. Entre estos proyectos destacan el tramo central de El Sillar en la carretera de Cochabamba – Santa Cruz, la rehabilitación de la carretera Santa Cruz – Trinidad; la implementación de una planta siderúrgica básica en Santa Cruz; la continuación de las obras del Tren Metropolitano de Cochabamba o la construcción de la planta hidroeléctrica Ivirizu y Miguillas

BOLIVIA. CONSTRUCTION GDP



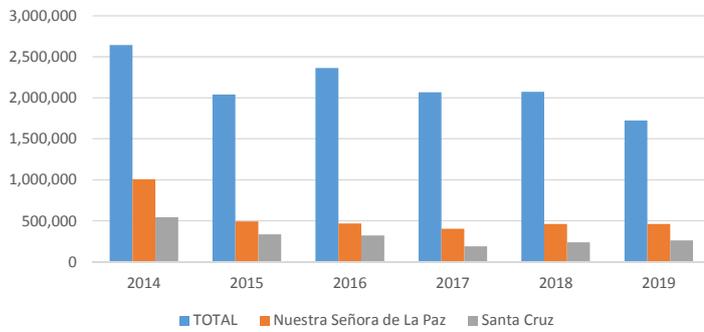
Según los datos incluidos en las cuentas anuales del Ministerio de Obras Públicas, Servicios y Vivienda, el presupuesto inicial de 2019 era de Bs 2.335m, del cual se ha ejecutado un 65% durante el año, del cual para vivienda se han empleado Bs26m.

En 2015 se aprobó el Plan de Hospitales para Bolivia para construir 49 hospitales, con una inversión aproximada de US\$ 1.624m, de los cuáles 11 estarán en La Paz, 9 en Santa Cruz y 7 en Potosí. El Banco Mundial financia 10 de estos hospitales con unos US\$ 300m y el Banco Interamericano de Desarrollo hará lo mismo con otros 10 hospitales a través de un crédito de US\$ 275m. A mediados de 2018 se habían entregado 6 hospitales y 12 se encontraban en ejecución. Durante el año 2019 se han terminado 6 hospitales. El objetivo es tener los 49 hospitales en funcionamiento para 2021.

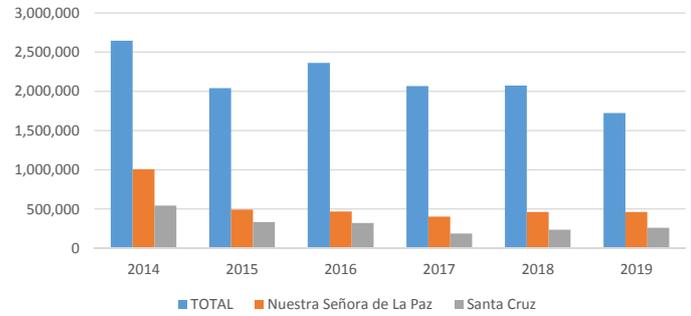
Según podemos observar en las dos siguientes tablas, **el número de permisos de construcción ha disminuido en el año 2019 un 21,7%** (2.635 permisos), la mayor caída

en los últimos 3 años. Si miramos las dos ciudades principales, en La Paz han aumentado un 9,3% (454 permisos), mientras que en Santa Cruz han disminuido notablemente, un 61,2% (62). Por otro lado tenemos el dato de superficie (m²) de permisos de construcción, que también ha sufrido la mayor caída de los últimos 3 años (16,8% hasta 1,7mm²).

Constrution permits (sqm)



Constrution permits (sqm)

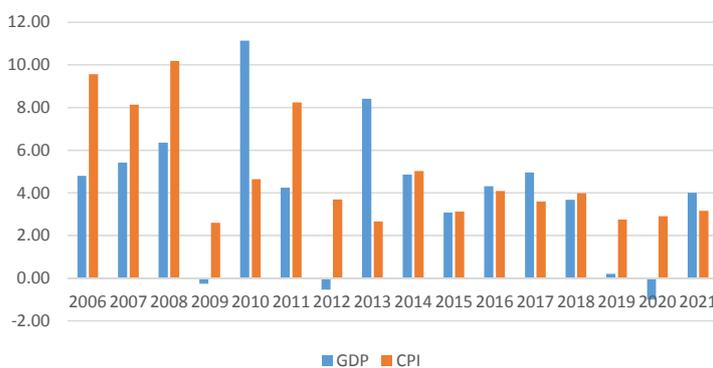


Con déficit de viviendas en Paraguay

Situación Política

Actualmente Paraguay se encuentra en **una situación política estable**, con el actual gobierno del presidente Mario Abdo Benítez (Asociación Nacional Republicana) a punto de cumplir 2 años al frente del país. La única situación extraordinaria es la declaración de emergencia sanitaria por el brote de dengue, que ha llegado a afectar a más de 1.800 personas, y otras 10.000 que se encuentran en observación. El pasado 16 de marzo se declaró el **Estado de Emergencia** por la expansión del coronavirus, se cerró el país y se aplicó una cuarentena preventiva.

Paraguay. Real GDP and CPI



Guaraní vs euro



Situación Económica

En términos económicos, según los datos publicados por el Banco Central de Paraguay, **la economía se ha mantenido plana durante el 2019**. La última revisión del PIB 2019 redujo la estimación del 1,5% al 0,2%, en gran medida por las condiciones climáticas adversas, la reducción en los precios de materias primas y el deterioro de otros países latinoamericanos (Argentina y Brasil principalmente); En cuanto al dato del Indicador Mensual de Actividad Económica (IMAEP) en marzo cayó un -1,1% vs Marzo 2019 afectado por las medidas de confinamiento decretadas. **Las perspectivas del BCP para el 2020 apuntan a una reducción del PIB del -2,5%** desde el 4,1% estimado anteriormente, efecto directo de la crisis económica generada por el COVID-19.

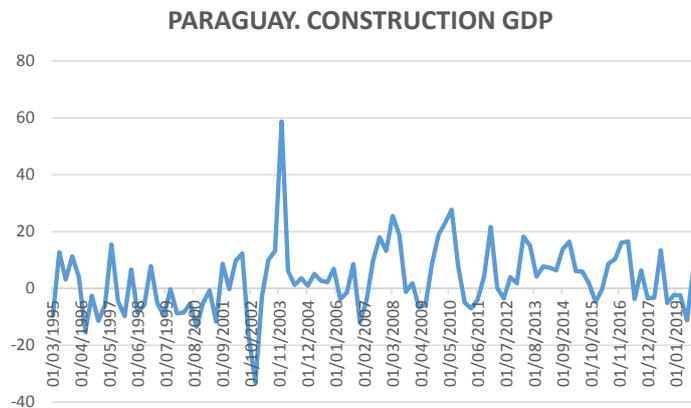
En el mes de abril de este año la inflación interanual se situó en el 2%, inferior al 2,5% observada en marzo. La inflación acumulada del año desciende al 0,2%, por debajo del 1% registrado en abril de 2019

La Tasa de Política Monetaria ha sido reducida desde el 4% hasta el 1,25%, como medida para hacer frente a los efectos negativos que puedan crearse en la economía a causa del COVID-19.

Sector construcción

Según datos del Informe de Política Monetaria emitido por el BCP, el sector de la construcción ha mejorado en el 4T19 un 11,3% respecto al 4T18, mejorando notablemente las cifras de los tres trimestres anteriores gracias a unas condiciones climatológicas más benignas. **Con este resultado el sector acumuló un crecimiento acumulado del 1,1% en el año 2019**; para 2020 se esperaba una expansión en torno al 3,7%, explicada por la ejecución de planes de inversión en infraestructura por parte del gobierno, como son redes viales, construcción de viviendas sociales en municipios y el proyecto de mejora de habitabilidad de la Chacarita, todas ellas ya iniciadas en la segunda mitad del 2019. **Debido**

a la paralización de las obras por la crisis sanitaria, la estimación de crecimiento para 2020 ha caído al 0%.



La cuarentena decretada supuso el cese de gran parte de las actividades de obra, especialmente en el sector privado, **aunque las obras del sector público no se detuvieron**, aplicando las medidas de seguridad necesarias. El Gobierno decidió el pasado marzo elevar el gasto en infraestructuras (+12%), dando prioridad a las inversiones con alto impacto a corto y medio plazo.

Por otro lado, las Asociaciones Público-Privada (APP) han ido ganando espacio como opción para la financiación y el desarrollo de algunas de las necesidades de infraestructuras públicas. Actualmente la Asociación tiene 507m USD de inversión comprometida. Desde que se puso en marcha esta ley en 2014 hasta julio de 2019, se han presentado un total de 31 proyectos, 11 correspondientes a la iniciativa pública y 20 a la privada. Entre los proyectos se incluyen infraestructuras de transporte, sector energético, pesajes en carreteras, cárceles, aguas y saneamientos...

El Ministerio de Urbanismo, Vivienda y Hábitat, en su informe de gestión (agosto de 2018 a diciembre de 2019), ha revelado los datos de viviendas sociales promovidas a nivel nacional (13.119), de las cuales 7.437 han sido acabadas y las restantes 5.682 se encuentran en distintas fases de ejecución.



Inversión Total en Obras : Gs 663.365.473.324

En Paraguay, el déficit de vivienda afecta a una importante franja de la población (desde los grupos más vulnerables hasta la clase media), **siendo la oferta de vivienda social insuficiente, pues se tiene un déficit habitacional actual de 1.1 millones de viviendas**. El 13% de este déficit correspondería al tipo cuantitativo (viviendas nuevas), de las cuales solo se construyeron las 13.119 previamente mencionadas, mientras que el 87% corresponden al cualitativo (ampliación y/o mejoras). **Para detener el déficit habitacional se deberían construir entre trece y quince mil viviendas al año en los próximos 10 años.**

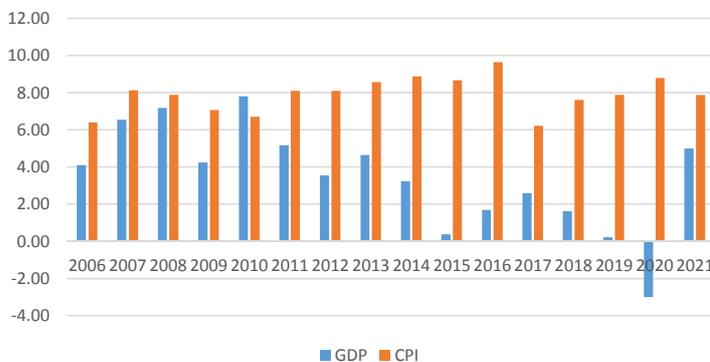
Un nuevo mercado, Uruguay

Situación política

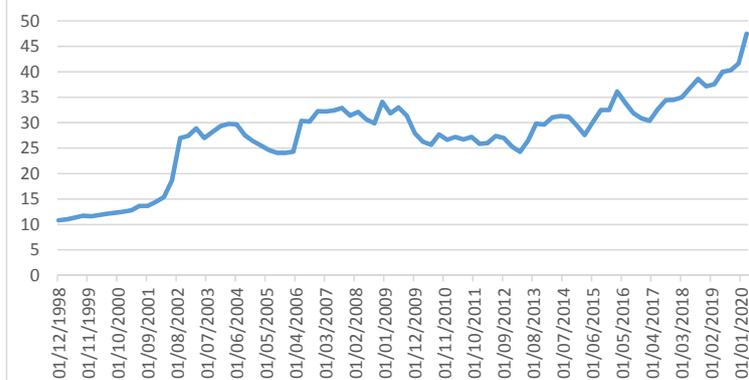
El pasado mes de octubre se celebraron las elecciones generales, que acabaron con la victoria de Luis Lacalle Pou (Partido Nacional) tras la 2ª vuelta, produciéndose así un cambio en el gobierno pasando del Frente Amplio (centroizquierda) al gobierno del Partido Nacional (centroderecha). Esta nueva legislatura empezó el 1 de Marzo de 2020 y finalizará en Marzo de 2025.

Siguiendo la estela de muchos otros países a raíz de la crisis del COVID-19, **el pasado 15 de marzo el gobierno declaró la emergencia sanitaria**, se han cerrado parcialmente las fronteras pero todavía no se ha decretado ninguna cuarentena obligatoria. Las clases fueron suspendidas, así como espectáculos y la mayoría de actividades vinculadas al sector público. También decir que el número de casos no es muy elevado ya que se empezaron a tomar medidas antes de que se extendiese el virus. Actualmente Uruguay es uno de los países menos afectados de la región.

Uruguay. Real GDP and CPI



Peso Uruguayo vs euro

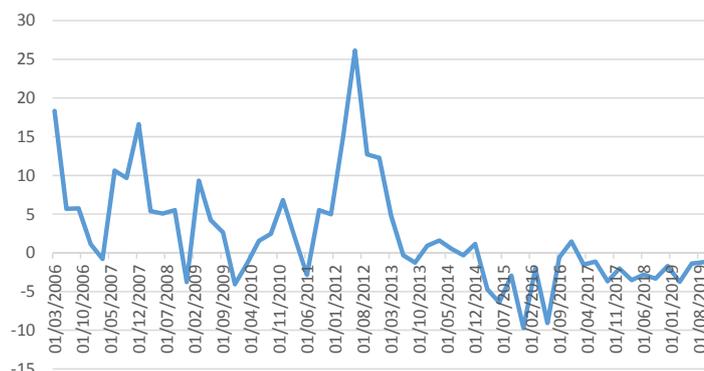


Situación económica y sector de construcción

Entre 2006 y el 2019 la economía ha crecido de media a un ritmo del 3,7%, manteniéndose en positivo en 2017 y 2018 a pesar de las dificultades de Brasil y Argentina, países de los cuales era hasta hace no mucho muy dependiente. Pero eso ha cambiado, Uruguay ha diversificado sus mercados a los que exporta y actualmente sus socios principales son China (26%) y la UE (18%). **El crecimiento del PIB en 2019 fue del 0,2% y las estimaciones del FMI apuntan a un descenso del 3% en 2020** (afectados por la caída de los precios de los productos básicos y los menores flujos de capital) **y a un aumento del 5% en 2021**. Uruguay destaca por contar con un alto ingreso per cápita y un bajo nivel de desigualdad. La clase media representa el 60% de la población.

El sector de construcción registra crecimientos negativos desde comienzos del 2015.

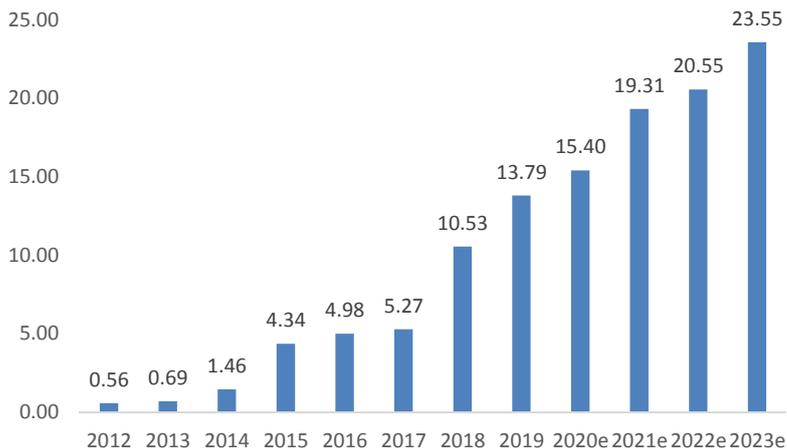
URUGUAY. CONSTRUCCION GDP



Una historia de crecimiento

Desde el año 2015 el crecimiento de CLERHP ha sido sustancial pasando de los EUR 4,3m hasta los EUR 13,7m registrados en el año 2019. Esto se ha conseguido gracias a la progresiva diversificación internacional que se traduce en la entrada en Paraguay en 2016 y en Uruguay y Colombia en 2019.

Sales performance



HISTORICAL PERFORMANCE

EUR m	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Sales	0.56	0.69	1.46	4.34	4.98	5.27	10.53	13.79
		22.9%	111.9%	198.0%	14.6%	5.9%	99.6%	31.0%
EBITDA	-0.07	0.21	0.98	0.52	0.61	0.99	1.98	2.72
		-408.8%	375.7%	-47.1%	17.6%	62.7%	99.3%	37.9%
Net Income	-0.09	0.11	0.67	0.11	0.11	0.10	0.81	1.03
		-224.7%	528.3%	-83.2%	1.8%	-15.8%	745.3%	26.9%

Source. CLERHP

CLERHP estima en su plan de negocio unas ventas para 2020 de EUR 15,4m y nuestra estimación está en línea. Tenemos en cuenta que la cartera a Dic 19 se elevó hasta los EUR 20,5m y que de ésta EUR 15m es obra ya iniciada. El período medio de ejecución de las obras es inferior a un año, aunque el covid ha supuesto una paralización de las obras de 2 meses en Bolivia y de dos semanas en el resto de mercados.

CLERHP afirma que las medidas de seguridad impuestas a su actividad son menos restrictivas al trabajar al aire libre y que no contempla grandes retrasos, que no hay problemas de suministro de materiales (el cliente es el que aporta los materiales) y que no ha habido ninguna cancelación de contratos. Por todo ello CLERHP mantiene que será capaz de cumplir este objetivo de ventas, lo mismo que pensamos nosotros.

BACKLOG MOVEMENT

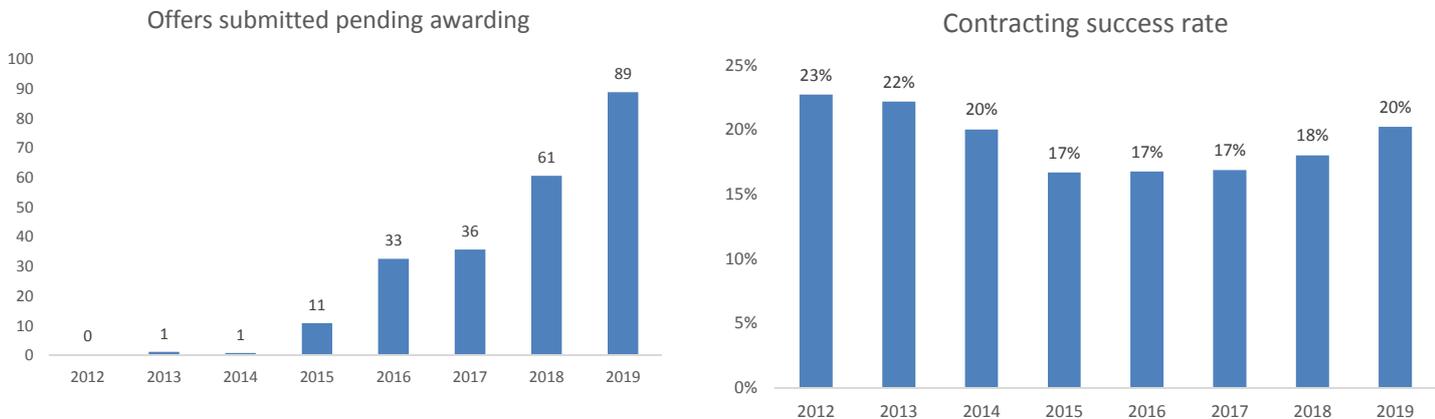
	2017	2018	2019	2020 YTD
Sales	5.27	10.52	13.79	
Contracting		16.50	14.96	
Backlog	13.38	19.36	20.53	24.92
Backlog/Sales		1.84	1.49	
Contracting/Sales		1.57	1.08	

Source. GVC Gaesco Estimates

A diferencia de lo que ocurre en 2020, en donde ya se cuenta con la cartera necesaria para alcanzar el objetivo de ventas y que se cumpla dicho objetivo pasa por que no haya retrasos en la ejecución, ni se cancele ningún contrato, en 2021 el objetivo de ventas está menos cubierto. Con una cartera de EUR 24,9m a mes de Mayo de la cual estimamos que se contabiliza EUR 15,4m en 2020, nos quedaría EUR 9,5m de cartera, que supondría el 49% de nuestra estimación de ventas para 2021 (EUR 19,3m).

A Diciembre 2019 CLERHP tenía presentadas ofertas pendientes de respuesta por importe de EUR 88m. La tasa histórica de éxito en las adjudicaciones fue del 20% en 2019. El objetivo

de contratación era EUR 17m precovid, que la compañía mantiene y que compara con los EUR 4,3m que lleva a mes de Mayo.



Para la estimación del año 2020 tenemos en cuenta la cartera contratada e iniciada que a Diciembre 2019 ascendía a EUR 15m, con lo se podría alcanzar el objetivo de ventas (EUR 15,4m) teniendo en cuenta que la ejecución de los contratos se extiende por lo general menos de un año.

De cara a estimar las ventas de los años siguientes nos basamos en su estrategia de crecimiento que se concreta en un tamaño potencial de mercado que hacemos variar en función del momento del ciclo en el que nos hallemos y teniendo en cuenta factores como la composición de la cartera. En general asumimos un tamaño de mercado de EUR 3m, aunque por ejemplo en 2021 consideramos una cifra un 10% superior (EUR 3,3m). Asumimos que en el primer año se alcanza el 25% de este mercado, en el segundo un 60% y en el tercero el 100%. De cara a 2023 hemos asumido que CLERH alcanza 9 mercados frente a los 6 con los que cuenta ahora. De cara a 2030 hemos asumido 16 mercados, uno nuevo por año.

SALES ESTIMATE		MARKET SIZE			SALES		
		2021	2022	2023	2021	2022	2023
		Market 9	City			3.00	
Market 8	City		3.00	3.00	0.75	1.80	
Market 7	City	3.30	3.00	3.00	0.83	1.80	3.00
Colombia	City	3.30	3.00	3.00	1.98	3.00	3.00
Uruguay	Montevideo	3.30	3.00	3.00	3.30	3.00	3.00
España	Centre	3.30	3.00	3.00	3.30	3.00	3.00
Paraguay	Asunción	3.30	3.00	3.00	3.30	3.00	3.00
Bolivia	La Paz	3.30	3.00	3.00	3.30	3.00	3.00
Bolivia	Santa Cruz	3.30	3.00	3.00	3.30	3.00	3.00
TOTAL SALES					19.31	20.55	23.55

Source. GVC Gaesco Estimates

Los costes operativos se descomponen en:

- **Costes directos.** Entre ellos se incluye los gastos de mano de obra directamente imputables a la ejecución de los trabajos de construcción y el coste de los equipos. Aquí el coste es lineal, esto es, crece al ritmo de las ventas.
- **Costes de personal de estructura.** Esta última la conforman los ingenieros y delineantes (41+2) que dan soporte a las filiales en las actividades de diseño, cálculo y asistencia técnica. Aquí también se engloba el staff de España que facilita

todo tipo de servicios a las filiales. Aquí es donde se generan las economías de escala porque el crecimiento de los costes no es lineal. Es por ello que estimamos que este coste crece a un tercio de lo que lo hacen las ventas en 2020 y al 50% en los años siguientes.

- **Gastos generales.** Ocurre lo mismo que con la estructura, se produce dilución de costes por mayor actividad.

Con ello llegamos a un **EBITDA** de EUR 3,3m en 2020 que supone un crecimiento del 24% y cierta mejora de margen (22% vs 19,8%). De cara al 2023 esperamos que el crecimiento continúe y que se alcancen los 6,2m de EBITDA, lo que supone un abultado crecimiento anual medio (+22%)

RESULTS ACCOUNT							
EUR m	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	CAGR 20-23
Sales	10.53	13.79	15.40	19.31	20.55	23.55	14.3%
EBITDA	1.98	2.72	3.38	4.71	5.15	6.21	22.9%
D&A/Other	-0.35	-0.71	-0.83	-0.98	-1.15	-1.29	15.9%
Financial result	-0.12	-0.34	-0.47	-0.55	-0.45	-0.40	4.4%
BAI	1.41	1.38	2.08	3.18	3.55	4.52	34.4%
Taxes	-0.56	-0.35	-0.52	-0.79	-0.89	-1.13	33.8%
Net income	0.85	1.03	1.56	2.38	2.66	3.39	34.7%
Sales growth	99.6%	31.0%	11.7%	25.4%	6.4%	14.6%	
EBITDA Growth	99.3%	37.9%	24.2%	39.2%	9.3%	20.7%	
EBITDA margin	18.8%	19.8%	22.0%	24.4%	25.0%	26.4%	
PBT Margin	13.4%	10.0%	13.5%	16.5%	17.3%	19.2%	
Net margin	8.0%	7.5%	10.1%	12.3%	13.0%	14.4%	

Source. GVC Gaesco Estimates

A nivel de **beneficio neto** el crecimiento es igualmente abultado (34% TACC 2020-2023) basado en las siguientes hipótesis:

- **Gastos financieros.** Crecientes dado que hemos estimado que hasta 2022 la deuda no se reduce. En este último año vencen las obligaciones convertibles (EUR 1,7m) incluyendo la capitalización de gastos financieros. Asumimos un tipo medio del 6,6% hasta el 2022, que reducimos al 5,5%. Las obligaciones convertibles cuentan con un tipo del 8,8% (PIK 4,4%) y la deuda con banco Santander de Euribor a 12 meses más un diferencial del 5,5%.
- **Impuestos.** Asumimos una tasa impositiva del 25%.

CLERHP ha cuantificado el impacto del covid en EUR 0,3m que se desglosa en: 1) España. EUR 0,1m al considerar un mes de gastos generales y de personal. Se ha estado trabajando en el proyecto de I+D y en la mejora de las ofertas ya presentadas; **2) Bolivia.** EUR 0,1m (gastos generales) por la paralización de dos meses en las obras. Ya están operativas de nuevo. Sin problemas de liquidez; **3) Paraguay.** Impacto no muy elevado (EUR 0,03m). Se trabaja con normalidad tras la parada de dos semanas en las obras privadas. El estado ha sufragado los costes de personal durante la parada; **4) Uruguay.** Impacto leve. 8 días de parada; **5) Clientes.** Deterioro en términos netos de EUR 0,2m.

A pesar de todo lo anterior **CLERHP piensa que puede cumplir sus objetivos del plan estratégico** que son un EBITDA de 3,4m en 2020 y EUR 4,6m en 2021, que son similares a nuestras estimaciones. Tampoco espera que el deterioro de la partida de clientes se traduzca en salidas de caja.

Los ratios de deuda mejorarán de forma progresiva

La evolución del CF de los próximos años viene marcada por varios factores:

- **Inversiones.** Hemos asumido EUR 1,5m de inversión anual en 2020/2021 y posteriormente entre un 4%/8% sobre ventas.
- **Circulante.** CLERHP afronta una etapa de crecimiento por lo que hemos considerado inversiones de circulante elevadas, aunque sin llegar a las registradas en 2019. En éste último año la variación de circulante excluyendo en 2018 el importe de la financiación puente del convertible (EUR 1,5m), sería de EUR 1,4m.

CASH FLOW						
EUR m	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
EBITDA	2.0	2.7	3.4	4.7	5.1	6.2
Adjustments	-0.3	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7
Cash Flow	1.7	2.0	2.7	4.0	4.4	5.5
Financial result	-0.1	-0.3	-0.5	-0.6	-0.4	-0.4
Taxes	-0.1	0.0	-0.5	-0.8	-0.9	-1.1
Working Capital	0.1	-2.9	-1.7	-2.0	-2.0	-1.9
Operating CF	1.5	-1.1	0.0	0.6	1.1	2.1
Investments	-2.2	-1.3	-1.5	-1.5	-1.6	-1.4
Divestments	0.1	0.4				
Other/Share issue	-0.1	-1.2			1.7	
FREE CASH FLOW	-0.7	-3.2	-1.5	-0.9	1.2	0.6

Source. GVC Gaesco Estimates

Con todo ello pensamos que la deuda no se reducirá hasta el año 2022, primera ventana de conversión de los bonos y en donde hemos asumido que se produce dicha conversión.

La deuda bruta de CLERHP se eleva a EUR 6,3m en Dic19 y se divide en:

- **Obligaciones convertibles** por importe de EUR 1,5m, vencimiento a 7 años, aunque con posibilidad de conversión a partir del tercer año (Febrero 2022) y con un tipo del 8,8% (4,4% PIK).
- **Deuda financiera.** Se eleva a EUR 3,6m en Dic19 con tipos entre el 1,35% y el 5,75%. En 2019 obtuvo una financiación de EUR 3,1m a un tipo de Euribor 12m + 5,50%. El vencimiento es 31 de Diciembre de 2024 y cuenta con un período de carencia hasta el 31/12/20. Ha dispuesto EUR 2,1m de esta financiación en Mayo 2020.
- **Otras deudas.** Aquí se engloba deudas con distintas empresas como Enisa (EUR 0,4m), CDTI (EUR 0,1m), Cofides (EUR 0,1m).
- **Arrendamientos financieros.** Por importe de EUR 0,1m.

NET DEBT BREAKDOWN	
	2019 Comments
Convertible bonds	1.48 Rate 8.8% (PIK 4.4%). Conversion price EUR 1.4/Share.
Gross financial debt	3.63 Rates between 1.35%/5.75%
Other debt	1.04 Enisa, Cofides, CDTI debts amongst others
Leases debt	0.17 Financial leases debt
GROSS DEBT	6.32
Intercompany debts	0.19
GROSS DEBT	6.51
Cash and FI	0.80
TOTAL	5.71

Source. GVC Gaesco Estimates

La deuda neta se elevó a EUR 5,7m en Dic19 lo que supone un ratio DN/EBITDA de 2,1x, un apalancamiento de 154% y una cobertura del resultado financiero de 9,5x.

DEBT RATIOS								
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
ND/EBITDA	1.42	2.72	1.84	1.28	2.10	2.14	1.72	1.35
ND/Equity	0.37	0.83	1.01	0.96	1.54	1.37	1.06	0.67
EBITDA/Fin result	4.90	4.89	8.80	15.95	8.11	7.17	8.56	11.47
EBITDA/Fin result (CF)	-0.34	4.89	8.81	15.95	9.56	7.17	8.56	11.47

Source. GVC Gaesco Estimates

Obligaciones convertibles

En noviembre de 2018 CLERHP e Inveready firmaron un acuerdo marco de financiación con el objetivo de financiar total o parcialmente el pago de operaciones corporativas, así como el crecimiento de CLERHP en las distintas áreas geográficas en las que opera o espera hacerlo. Se acuerda la concesión de **una línea de crédito por importe máximo de EUR 1,5m a 7 años, con tipo “bullet”** (amortizable a vencimiento en pago único), se trata de bonos senior no garantizados y, en su caso, **convertibles o canjeables en acciones nuevas y/o existentes**.

Tipo de interés: Se devengará un tipo de interés fijo del 4,425% anual a pagar en efectivo cada trimestre natural vencido; y un 4,425% anual capitalizable al final de cada periodo de interés referido anteriormente (Tipo de interés PIK) que será pagado en la fecha de vencimiento final, convertible o canjeable en acciones.

Conversión: En caso de conversión de los bonos en acciones, el tipo de interés devengado hasta la fecha de conversión al tipo de interés PIK será considerado como parte del principal a convertir. Si los bonistas no ejercitan total o parcialmente sus derechos de conversión, y en consecuencia, el importe devengado de conformidad con el tipo PIK no es objeto de conversión en acciones, dicho importe será exigible y pagadero en efectivo, junto con el tipo de interés efectivo en la fecha de vencimiento final o en cualquier fecha en la que se produzca un supuesto de amortización anticipada conforme al Acuerdo Marco.

Los bonistas podrán solicitar la conversión a partir del 3er aniversario desde la fecha de emisión (febrero 2022), hasta el séptimo día hábil anterior a la fecha de vencimiento final. **El precio de conversión es de 1,40 EUR/Acción.** El número de acciones a entregar a los bonistas al ejercitar el derecho de conversión se determinará dividiendo el valor de los bonos a efectos de su conversión / precio de conversión.

En la fecha de vencimiento final los bonos que no se hubieran convertido o canjeado, amortizado o cancelado con anterioridad, se amortizarán en efectivo por un importe resultante de sumar: valor nominal + intereses capitalizados + intereses devengados y no pagados. Habrá una opción de amortización anticipada obligatoria en caso de ocurrir cualquier cambio de control en la sociedad. No hay opción a amortización voluntaria anticipada.

Uno de los términos del Acuerdo Marco **es el compromiso de no otorgar garantías** (negative pledge) mientras que cualquier Bono se encuentre en circulación; exceptuando aquellas garantías reales y personales que el emisor y sus filiales puedan otorgar frente a cualquier Administración Pública y que sean requeridas para la licitación de proyectos u otras actividades dentro del curso ordinario del grupo.

Principales obligaciones para la Sociedad y sus filiales:

- **Pago de todos los importes** bajo la Operación de Financiación.
- **Destinar los fondos** de la línea de crédito exclusivamente a las finalidades expresadas en este Acuerdo Marco.
- **“Pari Passu”:** mantener las obligaciones derivadas de los Bonos y, en su caso, de la Línea de Crédito al menos con el mismo rango y nivel de preferencia y privilegios crediticios

que las obligaciones de pago que para la Sociedad se deriven de cualquier contrato no subordinado.

- A partir del ejercicio 2021 en adelante, durante la vida de los bonos, **nombrar como auditor de la Sociedad a cualquiera de las firmas de auditoría que se encuentren dentro del Top 7 de firmas de auditoría en España** a nivel de facturación.
- **Operaciones intra-grupo:** realizar todas sus transacciones comerciales, financieras o societarias con terceros o filiales del grupo en condiciones de mercado.
- **Oferta de Compra de acciones:** la Sociedad se compromete a, mientras dure el derecho de ejercicio de los bonistas, a extender a estos bonistas cualquier oferta de compra de acciones que represente más del 50% del capital social.
- **Se compromete a no segregar, vender, ceder** o de cualquier otra forma disponer de los activos pertenecientes a la sociedad en una sola operación, salvo que se realicen en el curso ordinario de sus negocios.

Durante la vigencia de este Acuerdo Marco, la Sociedad se obliga a cumplir con una serie de **ratios financieros** que serán calculados semestralmente y certificados por el consejero delegado o CFO de la sociedad:

- **DFN/EBITDA: <3x hasta 2024**
- **DFN/FCL: <5x hasta 2024**
- **EBITDA/INTERESES: entre 2020-2024 > 10x**

Si durante dos semestres sean consecutivos o no, cualquiera de los ratios son incumplidos, los bonistas podrán instar el vencimiento anticipado de los Bonos por decisión de la mayoría de Bonistas, exigir el devengo de intereses al Tipo de Interés Aumentado (TIE + Tipo PIK + 5%) o solicitar la conversión de los Bonos de los que se sea titular en la fecha de verificación del incumplimiento.

Entre los supuestos de incumplimiento se incluye entre otros el inicio de cualquier procedimiento contra la Sociedad o las filiales para declararla en concurso, la falta de pago de deudas con terceros por importe superior a EUR 0,1m o que se produzca cualquier cambio de control.

Valoración

Obtenemos un rango de valoración (Dic 20) para CLERHP de EUR 23m/EUR 27m (EUR 2,09/Acción - EUR 2,46) mediante el descuento de cash flows hasta el año 2030. En nuestras estimaciones hemos asumido que CLERHP abre un nuevo mercado por año, con lo que alcanzará los 16 en el año 2030. Partimos de un tamaño de mercado EUR 3,3m en el caso base, lo reducimos en los años siguientes hasta el que consideramos el tamaño normalizado (EUR 3m), tras lo cual describimos un ciclo a la baja, con posterior recuperación.

MARKET SIZE										
EUR m	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Base	3.30	3.00	3.00	3.00	2.85	2.40	1.80	2.85	3.00	3.00
Optimistic	3.30	3.30	3.30	3.30	3.30	2.85	2.10	3.00	3.00	3.30

Source. GVC Gaesco Estimates

Entre los ajustes que llevamos a cabo en la valoración están: 1) Asumimos la conversión del bono convertible en 2022; 2) Tenemos en cuenta los activos financieros; 3) Añadimos el confirming al suponer un retraso en el pago a proveedores.

VALUATION (EUR m)		
EUR m	Base	Optimistic
EV	29.35	33.51
2020 Net Debt	-7.23	-7.23
Convertible bond	1.71	1.71
Financial assets	0.15	0.15
Confirming	-0.37	-0.37
Equity	23.61	27.77
Shares + convertible shares	11.30	11.30
TP	2.09	2.46

Source. CLERHP

DISCOUNTED CASH FLOWS VALUATION. BASE CASE												
EUR m	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	Res
Sales	15.4	19.3	20.6	23.6	26.6	28.1	26.0	21.3	36.6	41.6	44.6	
EBITDA	3.4	4.7	5.1	6.2	7.3	7.4	6.6	5.1	9.2	10.8	11.1	
EBITDA Margin	22.0%	24.4%	25.0%	26.4%	27.5%	26.5%	25.5%	24.0%	25.0%	26.0%	25.0%	
Amortizations	-0.8	-1.0	-1.1	-1.3	-1.5	-1.5	-1.4	-1.2	-2.0	-2.3	-2.4	
EBIT	2.6	3.7	4.0	4.9	5.8	5.9	5.2	4.0	7.2	8.5	8.7	
Taxes on EBIT	-0.6	-0.9	-1.0	-1.2	-1.5	-1.5	-1.3	-1.0	-1.8	-2.1	-2.2	
NOPAT	1.9	2.8	3.0	3.7	4.4	4.4	3.9	3.0	5.4	6.4	6.5	
W.C.	-1.7	-2.0	-2.0	-1.9	-2.0	-1.7	-1.0	-0.9	-2.2	-2.5	-2.7	
Investments	-1.5	-1.5	-1.6	-1.4	-1.6	-1.7	-1.0	-0.9	-2.2	-2.5	-3.6	
Cash Flow	-0.5	0.3	0.5	1.6	2.3	2.6	3.3	2.4	3.0	3.7	2.7	40.9
Discount factor	1.0	0.9	0.8	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
Discounted CF	0.0	0.2	0.4	1.3	1.6	1.7	1.9	1.3	1.5	1.7	1.1	16.8
% EV Dic 20	100.0%	0.8%	1.4%	4.3%	5.5%	5.7%	6.5%	4.4%	5.0%	5.6%	3.8%	57.1%
EV Dic 20	29.3											

Source. GVC Gaesco Estimates

Las principales hipótesis empleadas en nuestra valoración base son: 1) WACC del 9,3%; 2) g del 2,5%; 3) CF normalizado (2030) que asume un margen EBITDA del 25% y una inversión sobre ventas del 8% (EUR 3,6m) y del circulante del 6% (EUR 2,7m). El CF residual que obtenemos es un 26% menos que el de pico de ciclo.

VALUATION HYPOTHESIS. BASE CASE			
EUR m			
Free Risk Rate	3.5%	Cumulated DCF	12.6
Market Risk Premium	5.0%	Normalised Annual CF	2.7
Company Risk Factor (Beta)	1.8	Terminal Value (TV)	40.9
Cost of equity (Ke)	12.3%	Discount rate VT	0.4
Cost of debt (gross)	6.6%	Discounted Terminal Value	16.8
Tax rate	-25.0%	Enterprise Value (EUR m)	29.3
Net cost of debt (kd)	5.0%	Net Debt 2020e	-7.2
Cost of equity (% ke)	60.0%	Convertible bond	1.7
Target gearing (% kd)	40.0%	Other assets/liabilities	-0.2
WACC	9.3%	Equity value	23.6
Perpetual growth rate (g)	2.5%	Target price EUR/Share	2.09

Source. GVC Gaesco Estimates

Hemos llevado a cabo distintos escenarios de valoración en base a ciertas variables como la WACC, la g, el EBITDA y las inversiones normalizadas.

TP SENSITIVITY TO WACC/G		WACC				
		8.3%	8.8%	9.3%	9.8%	10.3%
G	1.5%	2.28	2.07	1.89	1.73	1.58
	2.0%	2.42	2.18	1.98	1.81	1.65
	2.5%	2.58	2.31	2.09	1.90	1.73
	3.0%	2.77	2.47	2.21	2.00	1.81
	3.5%	2.99	2.65	2.36	2.12	1.91

Source. GVC Gaesco Estimates

TP SENSITIVITY TO EBITDA/INVESTMENTS		Normalised EBITDA				
		10.1	10.6	11.1	11.7	12.3
Investment	1.8	2.14	2.15	2.17	2.19	2.21
	2.7	2.10	2.12	2.13	2.15	2.17
	3.6	2.06	2.08	2.09	2.11	2.13
	4.5	2.02	2.04	2.06	2.07	2.09
	5.3	1.98	2.00	2.02	2.04	2.05

Source. GVC Gaesco Estimates

Al llevar a cabo tres actividades diferentes (ingeniería, construcción y alquiler de maquinaria), CLERHP no cuenta con un comparable directo.

En el negocio de ingeniería varias son las compañías que cotizan en España, Técnicas Reunidas, Elecnor (sin cobertura por parte de analistas) y Duro Felguera, que no acaba de salir de una difícil situación financiera.

Técnicas Reunidas se dedica a la ingeniería, diseño y construcción de todo tipo de instalaciones industriales, aunque está muy centrada en los sectores de producción de petróleo y gas, incluyendo refino, petroquímico y en la generación de energía. Cuenta con una amplia variedad de clientes en todo el mundo. Desde 1960, ha diseñado y construido más de 1.000 plantas industriales en más de 50 países. Los servicios de ingeniería incluyen desde estudios de viabilidad o ingenierías básicas y conceptuales, hasta la ejecución de complejos proyectos industriales "llave en mano". Estos proyectos incluyen ingeniería y diseño, gestión de aprovisionamiento, entrega de equipos y materiales y la construcción de las instalaciones. También se realizan otros servicios como asistencia técnica, supervisión de construcción, dirección de obra, dirección facultativa, puesta en marcha y formación.

BASE CASE VALUATION RATIOS				
	2020e	2021e	2022e	2023e
EV/EBITDA	8.7	6.2	5.7	4.7
P/E	14.2	9.3	8.3	6.5
P/BV	4.2	2.9	2.1	1.6

Source. GVC Gaesco Estimates

El bajo precio del crudo ha supuesto un desplome de los ratios a los que cotiza Técnicas (2,7x) u otras compañías similares como Technip (3,3x) o Saipem (4x). La media de EV/EBITDA del sector está en las 7,2x EV/EBITDA en 2020 y en un PER de 12,8x. Con nuestra valoración de CLERHP tendríamos un EV/EBITDA de 8,7x en 2020, 6,2x en 2021 y

5,7x en 2022. En cuanto el PER se refiere, la media de 12,8x del sector contrasta con las 14,2x de CLERHP de 2020, 9,3x de 2021 y 8,3x de 2022.

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

ENGINEERING COMPANIES PEER GROUP RATIOS												
Company	Market Cap	EV/EBITDA 20	EV/EBITDA 21	P/E 20	P/E 21	P/BV 20	EBITDA Mg 20	EBITDA Mg 21	ND/EBITDA 20	ROE 20	ROCE 20	Dividend Yield 20
Técnicas Reunidas	784.1	2.7	2.0	10.5	7.8	2.2	3.5%	4.0%	-2.2	21.2%	13.1%	2.1%
Technip	3,129.4	3.3	2.9	18.5	11.7	0.7	7.3%	7.9%	-0.4	3.1%	4.7%	1.7%
Saipem	2,327.3	4.0	3.8		33.5	-	10.3%	10.1%	1.4	-	-	0.0%
Arcadis	1,401.6	7.4	7.1	14.5	10.4	1.4	9.5%	10.7%	2.2	9.4%	-	2.7%
Larsen&Toubro	15,238.5	16.9	13.6	17.7	12.8	1.8	10.7%	11.7%	8.2	10.0%	7.3%	2.1%
Hyundai Engineering	2,790.8	1.9	1.6	8.0	7.6	0.5	6.0%	6.2%	-1.7	6.7%	7.3%	1.8%
Samsung Engineering	1,802.4	4.3	3.3	8.7	7.4	1.5	6.4%	6.6%	-1.8	17.7%	17.2%	0.0%
GS Engineering	1,571.9	3.3	3.1	4.6	4.6	0.5	8.1%	8.1%	0.9	10.7%	9.3%	3.7%
Fluor	1,541.8	4.7	4.1	10.5	8.7	0.9	2.6%	3.0%	0.7	8.9%	6.8%	2.7%
Halliburton	9,969.0	10.3	12.5			1.8	12.3%	11.5%	4.2	-1.2%	3.6%	3.0%
Jacobs Engineering	9,311.3	11.9	10.2	16.2	13.8	1.9	7.3%	8.0%	1.1	11.5%	9.1%	0.9%
Halliburton	9,969.0	10.3	12.5			1.8	12.3%	11.5%	4.2	-1.2%	3.6%	3.0%
AECOM	5,672.4	12.1	11.1	18.9	15.4	1.8	11.7%	12.4%	3.2	9.4%	9.5%	0.0%
Average		7.2	6.7	12.8	12.1	1.4	8.3%	8.6%	1.5	8.9%	8.3%	1.8%
CLERHP		7.0	5.2	10.3	6.7	3.0	22.0%	24.4%	2.1	34.8%	16.2%	0.0%

Source: JCF

Si nos centramos en las constructoras, no hay ninguna cotizada que únicamente lleve a cabo la actividad de construcción. Todas ellas están diversificadas en otras actividades como los servicios o en especial en el negocio de concesiones de infraestructura. Este último negocio supone fuertes inversiones y un reducido EBITDA hasta que madura el activo. Con ello los ratios a los que cotizan las constructoras son elevados y no pueden ser tomados como referencia a la hora de valorar CLERHP.

CONTRACTORS RATIOS									
	EV/EBITDA 20	EV/EBITDA 21	P/E (adj.) 20	P/E (adj.) 21	P/BV 20	P/BV 21	ROCE 20	ROE Adj.Inds.(avg) 20	
ACS	5.2	4.7	12.4	9.6	1.7	1.8	63.5%	13.5%	
Ferrovial	60.9	39.0	nm	nm	4.9	5.4	2.2%	0.2%	
FCC	8.2	7.0	16.7	11.8	1.6	1.5	4.8%	9.9%	
Sacyr	11.3	9.6	10.7	5.3	1.2	1.0	44.3%	11.6%	
Vinci	12.2	9.0	28.8	16.6	2.3	2.0	3.9%	7.7%	
Eiffage	10.1	7.5	21.0	12.0	1.5	1.4	5.2%	7.2%	
Mota	4.2	3.4	8.7	3.1	1.3	1.0	9.6%	15.4%	
Average	16.0	11.5	16.4	9.7	2.1	2.0	19.1%	9.4%	

Source: ESN, GVC Gaesco

Hemos añadido también los ratios de las compañías de alquiler de maquinaria, aunque en el caso de CLERHP se trata de un negocio que se realiza sobre todo intragrupo.

MACHINERY RENTAL PEER GROUP												
	Market Cap	EV/EBITDA 20	EV/EBITDA 21	P/E 20	P/E 21	P/BV 20	EBITDA Mg 20	EBITDA Mg 21	ND/EBITDA 20	ROE 20	ROCE 20	Dividend Yield 20
GAM	70.0	8.4	7.1		111.0		18.4%	18.4%	5.2			0.1%
Haulotte	148.5	11.9	8.6	74.3	16.8	0.6	5.7%	7.0%	5.6	0.8%		
Ashtead Group	11,788.8	7.3	6.2	20.2	14.3	3.4	43.8%	45.4%	1.9	16.6%	9.9%	1.7%
United Rentals	9,192.5	5.5	5.0	11.9	9.6	2.4	44.2%	45.1%	2.6	20.2%	9.2%	
Average		8.3	6.7	35.4	37.9	2.1	28.1%	29.0%	3.8	12.5%	6.4%	1.7%

Source: JCF

Riesgos

Entre estos riesgos encontramos primero el relacionado con **la ciclicidad** del sector de construcción.

Riesgos por concentración de clientes, es importante que CLERHP sea capaz de diversificar la cartera de clientes para disminuir el poder de negociación de los mismos, y para diluir el impacto negativo que podría producirse tras perder a alguno de ellos. Riesgo que poco a poco está consiguiendo mitigar gracias al progresivo crecimiento de la cartera de clientes y su expansión hacia nuevos mercados geográficos.

Riesgo de concentración geográfica. Poco a poco CLERHP ha ido diversificándose geográficamente pasando de estar únicamente presente en Bolivia (54% de las ventas 2019) a operar en otros tres países (Paraguay, Uruguay y más recientemente Colombia).

El riesgo geopolítico existe dado que los países en donde CLERHP desarrolla su actividad muestran un grado de desarrollo institucional, político, normativo y económico distinto del que existe en Europa. Un buen ejemplo es **Bolivia** en donde se está a la espera de que se celebre elecciones generales, tras la destitución del anterior presidente del país, tras comprobarse que se produjo fraude electoral en las elecciones previas. La situación política en **Paraguay** es más estable con el gobierno a punto de cumplir 2 años al frente superadas las tensiones generadas al principio del mandato, el mayor problema ahora mismo es la epidemia de dengue y el covid. También es más estable la situación política en **Uruguay**. El pasado mes de octubre se celebraron las elecciones generales, que acabaron con la victoria de Luis Lacalle Pou (Partido Nacional) tras la 2ª vuelta, produciéndose así un cambio en el gobierno pasando del Frente Amplio (centroizquierda) al gobierno del Partido Nacional (centroderecha). Esta nueva legislatura empezó el 1 de Marzo de 2020 y finalizará en Marzo de 2025. Por su parte en **Colombia** actualmente gobierna en el país Iván Duque Márquez y su partido Centro Democrático, cerca de cumplir la mitad de su legislatura, la cual concluirá en agosto de 2022. En general la situación política del país es estable

Riesgo de tipo de cambio. En los países en los que opera CLERHP cuenta con ingresos y gastos en moneda local. La excepción la constituye la actividad de asistencia técnica en Bolivia que está denominada en dólares y un contrato en Uruguay. Por su parte su deuda está denominada en euros y la matriz proporciona financiación a las participadas en caso de ser necesario. Para hacer frente a las oscilaciones del tipo de cambio, cuenta con una cobertura en dólares de EUR 0,1m mensual (EUR 1,2m anual), que vence en Agosto 2022 y a un tipo de cambio euro dólar de 1,11. Eso sí, lo que no puede es hacer una cobertura en moneda local, por ejemplo, en el caso de Bolivia.

Riesgo de gestión de circulante. Uno de los aspectos claves a la hora de gestionar una compañía constructora es una adecuada gestión del circulante, en especial ahora que se atraviesa por un momento de debilidad económica que puede afectar a los clientes de la compañía.

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

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

Accionistas y Consejo de Administración

Juan Andrés Romero Hernández (Presidente y CEO), tiene una participación total del 15,93%, de la cual el 0,96% es participación indirecta a través de Rheto Arquitectos S.L.P., indirecta del 3,21% a través de Rhymar Proyects Developer S.L. e indirecta de 11,48% a través de Rheto Arquitectos S.L.P. **Posee el control de CLERHP (51%) gracias a las participaciones que ostentan varios miembros de su familia.**

MAIN SHAREHOLDERS AND BOD			
Shareholder	Direct Stake	Indirect stake	Comments
Juan Andrés Romero	0.28%	15.65%	Chairman and CEO. Board member
Alejandro Cremares	13.05%		Founding partner. Board member
Felix Poza	6.40%		CFO. Founding partner. Board member
Rhymar Proyects Developer S.L	48.31%		Alberto Muñoz Sánchez
Antonio Navarro Muñoz	1.14%		Propietary Director
Rheto Arquitectos S.L.P.	1.28%	15.30%	
Victor Manuel Rodríguez Martin	6.53%		Propietary Director
Pedro Jose Romero		15.20%	Appointed by Rheto Arquitectos
Pedro Horrach			Nominee Director
Oscar Vicente Ortega			BOD Secretary. Board member

Source. CLERHP

Pedro José Romero Hernández (representa en el Consejo de Administración a Rheto Arquitectos, S.L.P.), ostenta una participación total en CLERHP del 15,20 % como consecuencia de la participación del 0,32% que tiene a través de Rheto Arquitectos, S.L.P., de la participación indirecta del 11,05% a través de Rhymar Proyects Developer, S.L. y de la participación indirecta del 3,83% a través de su participación en Rheto Arquitectos, S.L.P.

La participación total, directa e indirecta de Rheto Arquitectos, S.L.P. en CLERHP es del 16,59%, como consecuencia de la participación del 31,68% que ostenta en Rhymar Proyects Developer, S.L. y de la participación directa del 1,28% en CLERHP. El principal accionista de Rheto Arquitectos es Juan Andrés Romero con un 75% del capital.

El **free float** de la compañía es del 25,4%.

El **consejo de administración** está formado por nueve miembros de los cuales 5 son nombrados por el CEO, uno es independiente y el resto son dominicales, alguno de ellos socios fundadores de la compañía.

CLERHP Estructuras: Summary tables

PROFIT & LOSS (EURm)	12/2017	12/2018	12/2019	12/2020e	12/2021e	12/2022e
Sales	5.3	10.5	13.8	15.4	19.3	20.6
Cost of Sales & Operating Costs	-4.3	-8.6	-11.1	-12.0	-14.6	-15.4
Non Recurrent Expenses/Income	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	1.0	2.0	2.7	3.4	4.7	5.1
EBITDA (adj.)*	1.0	2.0	2.7	3.4	4.7	5.1
Depreciation	-0.4	-0.3	-0.7	-0.8	-1.0	-1.1
EBITA	0.6	1.6	2.0	2.6	3.7	4.0
EBITA (adj.)*	0.6	1.6	2.0	2.6	3.7	4.0
EBIT	0.6	1.6	2.0	2.6	3.7	4.0
EBIT (adj.)*	0.6	1.6	2.0	2.6	3.7	4.0
Net Financial Interest	-0.1	-0.1	-0.3	-0.5	-0.6	-0.4
Other Financials	-0.3	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0
Associates	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other Non Recurrent Items	0.0	-0.0	-0.2	0.0	0.0	0.0
Earnings Before Tax (EBT)	0.3	1.4	1.4	2.1	3.2	3.5
Tax	-0.2	-0.5	-0.4	-0.5	-0.8	-0.9
<i>Tax rate</i>	<i>66.3%</i>	<i>36.0%</i>	<i>25.5%</i>	<i>25.0%</i>	<i>25.0%</i>	<i>25.0%</i>
Discontinued Operations	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Minorities	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Net Profit (reported)	0.1	0.8	1.0	1.6	2.4	2.7
Net Profit (adj.)	0.3	0.9	1.2	1.6	2.4	2.7
CASH FLOW (EURm)	12/2017	12/2018	12/2019	12/2020e	12/2021e	12/2022e
Cash Flow from Operations before change in NWC	0.7	1.4	1.7	1.7	2.7	3.1
Change in Net Working Capital	-0.1	0.1	-2.9	-1.7	-2.0	-2.0
Cash Flow from Operations	0.6	1.5	-1.1	-0.0	0.6	1.1
Capex	-0.1	-0.6	-0.3	-0.4	-0.4	-0.4
Net Financial Investments	-0.3	-1.6	-0.6	-1.1	-1.1	-1.2
Free Cash Flow	0.2	-0.6	-2.0	-1.5	-0.9	-0.5
Dividends	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other (incl. Capital Increase & share buy backs)	-0.3	-0.1	-1.2	0.0	0.0	1.7
NOPLAT	0.2	1.0	1.5	1.9	2.8	3.0
BALANCE SHEET & OTHER ITEMS (EURm)	12/2017	12/2018	12/2019	12/2020e	12/2021e	12/2022e
Net Tangible Assets	1.2	2.8	4.2	4.9	5.4	5.9
Net Intangible Assets (incl. Goodwill)	0.0	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
Net Financial Assets & Other	0.0	0.0	0.3	0.3	0.3	0.3
Total Fixed Assets	1.2	3.2	4.9	5.6	6.1	6.6
Inventories	0.8	1.0	1.2	1.4	1.7	1.8
Trade receivables	2.5	3.8	5.7	7.5	9.8	11.9
Other current assets	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
Cash (-)	-0.5	-2.2	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8
Total Current Assets	3.9	7.0	7.8	9.7	12.3	14.5
Total Assets	5.1	10.2	12.7	15.3	18.4	21.1
Shareholders Equity	1.8	2.6	3.7	5.3	7.6	10.3
Minority	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
Total Equity	1.9	2.8	4.0	5.5	7.9	10.6
Long term interest bearing debt	1.7	3.5	5.0	6.6	7.4	6.2
Provisions	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other long term liabilities	0.0	0.0	0.0	-0.7	-1.4	-0.4
Total Long Term Liabilities	1.7	3.5	5.1	5.9	6.0	5.9
Short term interest bearing debt	0.7	1.2	1.5	1.5	1.5	1.5
Trade payables	0.7	2.1	1.3	1.5	1.8	2.0
Other current liabilities	0.1	0.5	0.8	0.9	1.2	1.2
Total Current Liabilities	1.5	3.8	3.6	3.9	4.5	4.7
Total Liabilities and Shareholders' Equity	5.1	10.2	12.7	15.3	18.4	21.1
Net Capital Employed	3.8	5.4	9.7	12.1	14.6	17.1
Net Working Capital	2.6	2.2	4.8	6.5	8.5	10.5
GROWTH & MARGINS	12/2017	12/2018	12/2019	12/2020e	12/2021e	12/2022e
<i>Sales growth</i>	<i>5.9%</i>	<i>99.6%</i>	<i>31.0%</i>	<i>11.7%</i>	<i>25.4%</i>	<i>6.4%</i>
EBITDA (adj.)* growth	62.7%	99.3%	37.9%	24.2%	39.2%	9.3%
<i>EBITA (adj.)* growth</i>	<i>210.6%</i>	<i>179.7%</i>	<i>22.9%</i>	<i>27.6%</i>	<i>46.0%</i>	<i>7.3%</i>

CLERHP Estructuras: Summary tables

GROWTH & MARGINS	12/2017	12/2018	12/2019	12/2020e	12/2021e	12/2022e
Net Profit growth	n.m.	250.4%	36.6%	25.7%	52.7%	11.7%
EPS adj. growth	n.m.	250.4%	36.6%	25.7%	52.7%	5.4%
DPS adj. growth						
EBITDA (adj)* margin	18.8%	18.8%	19.8%	22.0%	24.4%	25.0%
EBITA (adj)* margin	11.0%	15.5%	14.5%	16.6%	19.3%	19.5%
EBIT (adj)* margin	11.7%	15.5%	14.6%	16.6%	19.3%	19.5%
RATIOS	12/2017	12/2018	12/2019	12/2020e	12/2021e	12/2022e
Net Debt/Equity	0.9	0.9	1.4	1.3	1.0	0.7
Net Debt/EBITDA	1.8	1.3	2.1	2.1	1.7	1.3
Interest cover (EBITDA/Fin.interest)	8.8	16.0	8.1	7.2	8.6	11.5
Capex/D&A	38.6%	159.0%	46.4%	45.2%	38.2%	35.8%
Capex/Sales	2.7%	5.2%	2.4%	2.4%	1.9%	2.0%
NWC/Sales	48.5%	21.2%	34.8%	42.3%	44.2%	51.3%
ROE (average)	13.7%	41.0%	39.2%	34.8%	36.9%	29.7%
ROCE (adj.)	5.5%	19.4%	15.9%	16.2%	19.5%	17.8%
WACC	9.3%	9.3%	9.3%	9.3%	9.3%	9.3%
ROCE (adj.)/WACC	0.6	2.1	1.7	1.7	2.1	1.9
PER SHARE DATA (EUR)***	12/2017	12/2018	12/2019	12/2020e	12/2021e	12/2022e
Average diluted number of shares	10.1	10.1	10.1	10.1	10.1	10.7
EPS (reported)	0.01	0.08	0.10	0.15	0.24	0.25
EPS (adj.)	0.03	0.09	0.12	0.15	0.24	0.25
BVPS	0.18	0.26	0.37	0.52	0.76	0.96
DPS	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
VALUATION	12/2017	12/2018	12/2019	12/2020e	12/2021e	12/2022e
EV/Sales	2.5	1.4	1.5	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	13.4	7.7	7.7	7.0	5.2	4.9
EV/EBITDA (adj.)*	13.4	7.7	7.7	7.0	5.2	4.9
EV/EBITA	22.8	9.3	10.5	9.2	6.5	6.3
EV/EBITA (adj.)*	22.8	9.3	10.5	9.2	6.5	6.3
EV/EBIT	21.4	9.3	10.5	9.2	6.5	6.3
EV/EBIT (adj.)*	21.4	9.3	10.5	9.2	6.5	6.3
P/E (adj.)	43.5	13.6	12.2	10.3	6.7	6.4
P/BV	6.3	4.7	4.1	3.0	2.1	1.6
Total Yield Ratio	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EV/CE	3.5	2.8	2.2	2.0	1.7	1.5
OpFCF yield	3.8%	7.7%	-9.8%	-2.5%	1.7%	3.8%
OpFCF/EV	3.3%	6.3%	-7.0%	-1.7%	1.1%	2.7%
Payout ratio	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Dividend yield (gross)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EV AND MKT CAP (EURm)	12/2017	12/2018	12/2019	12/2020e	12/2021e	12/2022e
Price** (EUR)	1.12	1.23	1.50	1.59	1.59	1.59
Outstanding number of shares for main stock	10.1	10.1	10.1	10.1	10.1	11.3
Total Market Cap	11	12	15	16	16	18
Net Debt	2	3	6	7	8	7
<i>o/w Cash & Marketable Securities (-)</i>	<i>-1</i>	<i>-2</i>	<i>-1</i>	<i>-1</i>	<i>-1</i>	<i>-1</i>
<i>o/w Gross Financial Debt (+)</i>	<i>2</i>	<i>5</i>	<i>7</i>	<i>8</i>	<i>9</i>	<i>8</i>
<i>o/w Lease Liabilities (+)</i>						
Other EV components	0	0	0	0	0	0
Enterprise Value (EV adj.)	13	15	21	24	24	25

Source: Company, GVC Gaesco Valores estimates.

Notes

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

Sector: Materials, Construction & Infrastructure/Materials, Construction & Infrastructure

Company Description: CLERHP provides structure engineering and construction in building activity. Its aims to carry out an ambitious expansion pl

European Coverage of the Members of ESN

<u>Aerospace & Defense</u>	<u>Mem(*)</u>	Tubacex	GVC	Marr	BAK	<u>Industrial Transportation</u>	<u>Mem(*)</u>
Airbus Se	CIC	Chemicals	Mem(*)	Sonae	CBI	Bollore	CIC
Avio	BAK	Air Liquide	CIC	General Industrials	Mem(*)	Clasquin	IAC
Dassault Aviation	CIC	Arkema	CIC	Adl Bionatur Solutions	GVC	Ctt	CBI
Figeac Aero	CIC	Plasticos Compuestos	GVC	Cembre	BAK	Insurance	Mem(*)
Latecoere	CIC	Electronic & Electrical Eq.	Mem(*)	Sergeferrari Group	CIC	Axa	CIC
Leonardo	BAK	Rexel	CIC	General Retailers	Mem(*)	Catalana Occidente	GVC
Lisi	CIC	Fin. Serv. Holdings	Mem(*)	Emova Group	IAC	Cattolica Assicurazioni	BAK
Safran	CIC	Cir	BAK	Fnac Darty	CIC	Generali	BAK
Thales	CIC	Corp. Financiera Alba	GVC	Inditex	GVC	Mapfre	GVC
Alternative Energy	Mem(*)	Digital Magics	BAK	Maisons Du Monde	CIC	Net Insurance	BAK
Encavis Ag	CIC	Eurazeo	CIC	Ovs	BAK	Unipolsai	BAK
Plc	BAK	Ffp	CIC	Neuuro	BAK	Materials, Construction	Mem(*)
Siemens Gamesa Re	GVC	Rallye	CIC	Healthcare	Mem(*)	Acs	GVC
Voltaia	CIC	Tip Tamburi Investment Partners	BAK	AbionyxPharma	CIC	Aena	GVC
Automobiles & Parts	Mem(*)	Wendel	CIC	Amplifon	BAK	Astaldi	BAK
Brembo	BAK	Fin. Serv. Industrials	Mem(*)	Atrys Health	GVC	Astm	BAK
Faurecia	CIC	Bolsas Y Mercados Espanoles	GVC	Crossject	CIC	Atlantia	BAK
Ferrari	BAK	Dovalue	BAK	Diasorin	BAK	Buzzi Unicem	BAK
Fiat Chrysler Automobiles	BAK	Nexi	BAK	El.En.	BAK	Capelli	CIC
Gestamp	GVC	Tinexta	BAK	Fermentalg	CIC	Cementir	BAK
Indelb	BAK	Financial Services Banks	Mem(*)	Fine Foods	BAK	Clerhp Estructuras	GVC
Landi Renzo	BAK	Amundi	CIC	Genfit	CIC	Eiffage	CIC
Piaggio	BAK	Anima	BAK	Guerbet	CIC	Ezentis	GVC
Plastic Omnium	CIC	Azimut	BAK	Korian	CIC	Fcc	GVC
Sogefi	BAK	Banca Farmafactoring	BAK	Oncodesign	CIC	Ferrovial	GVC
Banks	Mem(*)	Banca Generali	BAK	Orpea	CIC	Groupe Adp	CIC
Banca Mps	BAK	Banca Ifis	BAK	Recordati	BAK	Groupe Poujoulat	CIC
Banco Sabadell	GVC	Banca Mediolanum	BAK	Shedir Pharma	BAK	Groupe Sfpj S.A.	CIC
Banco Santander	GVC	Banca Sistema	BAK	Theraclion	CIC	Herige	CIC
Bankia	GVC	Finecobank	BAK	Household Goods	Mem(*)	Hexaom	CIC
Bankinter	GVC	Poste Italiane	BAK	Abeo	CIC	Imerys	CIC
Bbva	GVC	Food & Beverage	Mem(*)	De Longhi	BAK	Kaufman & Broad	IAC
Bcp	CBI	Advini	CIC	Fila	BAK	Lafargeholcim	CIC
Bnp Paribas	CIC	Bonduelle	CIC	Groupe Seb	CIC	Maire Tecnimont	BAK
Bper	BAK	Campari	BAK	Industrial Engineering	Mem(*)	Mota Engil	CBI
Caixabank	GVC	Danone	CIC	Alstom	CIC	Obrascon Huarte Lain	GVC
Credem	BAK	Ebro Foods	GVC	Biesse	BAK	Sacyr	GVC
Credit Agricole Sa	CIC	Enervit	BAK	Caf	GVC	Saint Gobain	CIC
Creval	BAK	Fleury Michon	CIC	Carraro	BAK	Salcef	BAK
Intesa Sanpaolo	BAK	Italian Wine Brands	BAK	Cnh Industrial	BAK	Sonae Industria	CBI
Liberbank	GVC	Lanson-Bcc	CIC	Danieli	BAK	Tarkett	CIC
Mediobanca	BAK	Laurent Perrier	CIC	Datalogic	BAK	Thermador Groupe	CIC
Natixis	CIC	Ldc	CIC	Exel Industries	CIC	Vicat	CIC
Rothschild & Co	CIC	Orsero	BAK	Fincantieri	BAK	Vinci	CIC
Societe Generale	CIC	Pernod Ricard	CIC	Groupe Gorge	CIC	Webuild	BAK
Ubi Banca	BAK	Remy Cointreau	CIC	Haulotte Group	CIC	Media	Mem(*)
Unicredit	BAK	Tipiak	CIC	Ima	BAK	Arnoldo Mondadori Editore	BAK
Basic Resources	Mem(*)	Vidrala	GVC	Interpump	BAK	Atresmedia	GVC
Acerinox	GVC	Vilmorin	CIC	Manitou	CIC	Cairo Communication	BAK
Altri	CBI	Viscofan	GVC	Prima Industrie	BAK	Cofina	CBI
Arcelormittal	GVC	Vranken Pommery Monopole	CIC	Prysmian	BAK	Digital Bros	BAK
Corticeira Amorim	CBI	Food & Drug Retailers	Mem(*)	Talgo	GVC	Gedi Gruppo Editoriale	BAK
Ence	GVC	Carrefour	CIC	Zardoya Otis	GVC	GI Events	CIC
Semapa	CBI	Casino Guichard-Perrachon	CIC			Il Sole 24 Ore	BAK
The Navigator Company	CBI	Jeronimo Martins	CBI			Impresa	CBI

Ipsos	CIC	Quabit Inmobiliaria	GVC	Orange	CIC
Jdecaux	CIC	Realia	GVC	Telecom Italia	BAK
Lagardere	CIC	Software & Computer Ser.	Mem(*)	Telefonica	GVC
M6-Metropole Television	CIC	Agile Content	GVC	Tiscali	BAK
Mediaset	BAK	Akka Technologies	CIC	Vodafone	BAK
Mediaset Espana	GVC	Alten	CIC	Travel & Leisure	Mem(*)
Nrj Group	CIC	Altran	CIC	Accor	CIC
Publicis	CIC	Amadeus	GVC	Autogrill	BAK
Rcs Mediagroup	BAK	Assystem	CIC	Beneteau	CIC
Solocal Group	CIC	Atos	CIC	Codere	GVC
Teleperformance	CIC	Awray Software	CIC	Compagnie Des Alpes	CIC
Tffl	CIC	Capgemini	CIC	Edreams Odigeo	GVC
Ubisoft	CIC	Cast	CIC	Elior	CIC
Vivendi	CIC	Catenon	GVC	Europcar	CIC
Vogo	CIC	Econocom	CIC	Fdj	CIC
Oil & Gas Producers	Mem(*)	Ekinops	CIC	Groupe Partouche	IAC
Ecoslops	CIC	Esi Group	CIC	I Grandi Viaggi	BAK
Enauta	CBI	Exprivia	BAK	Ibersol	CBI
Eni	BAK	Gigas Hosting	GVC	Int. Airlines Group	GVC
Galp Energia	CBI	Gpi	BAK	Melia Hotels International	GVC
Gas Plus	BAK	Groupe Open	CIC	Nh Hotel Group	GVC
Maurel Et Prom	CIC	Indra Sistemas	GVC	Pierre Et Vacances	CIC
Repsol	GVC	Lleida.Net	GVC	Sodexo	CIC
Total	CIC	Neurones	CIC	Sonae Capital	CBI
Oil Services	Mem(*)	Reply	BAK	Trigano	CIC
Bourbon	CIC	Sii	CIC	Utilities	Mem(*)
Cgg	CIC	Sopra Steria Group	CIC	A2A	BAK
Gtt	CIC	Visiativ	CIC	Acciona	GVC
Rubis	CIC	Worldline	CIC	Acea	BAK
Saipem	BAK	Support Services	Mem(*)	Albioma	CIC
Technipfmc Plc	CIC	Bureau Veritas	CIC	Audax	GVC
Tecnicas Reunidas	GVC	Cellnex Telecom	GVC	Derichebourg	CIC
Tenaris	BAK	Edenred	CIC	Edp	CBI
Vallourec	CIC	Enav	BAK	Edp Renováveis	CBI
Personal Goods	Mem(*)	Fiera Milano	BAK	Enagas	GVC
Basicnet	BAK	Inwit	BAK	Endesa	GVC
Brunello Cucinelli	BAK	Openjobmetis	BAK	Enel	BAK
Cellularline	BAK	Prosegur	GVC	Erg	BAK
Cie Fin. Richemont	CIC	Prosegur Cash	GVC	Falck Renewables	BAK
Geox	BAK	Rai Way	BAK	Greenalia	GVC
Hermes Intl.	CIC	Technology Hardware & Eq.	Mem(*)	Hera	BAK
Interparfums	CIC	Adeunis	CIC	Holaluz	GVC
Kering	CIC	Evolis	CIC	Iberdrola	GVC
L'Oreal	CIC	Hf Company	CIC	Iren	BAK
Lvmh	CIC	Ingenico	CIC	Italgas	BAK
Moncler	BAK	Memscap	IAC	Naturgy	GVC
Safilo	BAK	Osmozis	CIC	Red Electrica Corporacion	GVC
Salvatore Ferragamo	BAK	Stmicroelectronics	BAK	Ren	CBI
Smcp	CIC	Tier 1 Technology	GVC	Snam	BAK
Swatch Group	CIC	Telecommunications	Mem(*)	Solaria	GVC
Technogym	BAK	Altice Europe	CIC	Terna	BAK
Tod'S	BAK	Bouygues	CIC		
Real Estate	Mem(*)	Euskaltel	GVC		
Igd	BAK	Iliad	CIC		
Lar España	GVC	Masmovil	GVC		
Merlin Properties	GVC	Nos	CBI		

LEGEND: BAK: Banca Akros; CIC: CIC Market Solutions; CBI: Caixa-Banco de Investimento; GVC: GVC Gaesco Beksa, SV, SA; k: as 25th Mayo 2020

List of ESN Analysts (**)

Artur Amaro	CBI	+351 213 89 6822	artur.amaro@caixabi.pt
Helena Barbosa	CBI	+351 21 389 6831	helena.barbosa@caixabi.pt
Agnès Blazy	CIC	+33 1 53 48 80 67	agnes.blazy@cic.fr
Andrea Bonfà	BAK	+39 02 4344 4269	andrea.bonfa@bancaakros.it
Jean-Baptiste Bouchet	CIC	+33 1 53 48 80 69	jeanbaptiste.bouchet@cic.fr
Giada Cabrino, CIIA	BAK	+39 02 4344 4092	giada.cabrino@bancaakros.it
Nuno Castro	CBI	+351 21 389 68 39	nuno.castro@caixabi.pt
Pierre Chédeville	CIC	+33 1 53 48 80 97	pierre.chedeville@cic.fr
Emmanuel Chevalier	CIC	+33 1 53 48 80 72	emmanuel.chevalier@cic.fr
David Da Maia	CIC	+33 1 53 48 89 36	david.damaia@cic.fr
Dominique Descours	CIC	+33 1 53 48 81 12	dominique.descours@cic.fr
Christian Devismes	CIC	+33 1 53 48 80 85	christian.devismes@cic.fr
Andrea Devita, CFA	BAK	+39 02 4344 4031	andrea.devita@bancaakros.it
Enrico Esposti, CIIA	BAK	+39 02 4344 4022	enrico.esposti@bancaakros.it
Rafael Fernández de Heredia	GVC	+34 91 436 78 08	rafael.fernandezdeheredia@gvgaesco.es
Gabriele Gambarova	BAK	+39 02 43 444 289	gabriele.gambarova@bancaakros.it
Pietro Gasparri, CIIA, CEFA	BAK	+39 02 4344 4238	pietro.gasparri@bancaakros.it
Alexandre Gérard	CIC	+33 1 53 48 80 93	alexandre.gerard@cmcic.fr
Ebrahim Homani	CIC	+33 1 53 48 80 94	ebrahim.homani@cic.fr
Carlos Jesus	CBI	+351 21 389 6812	carlos.jesus@caixabi.pt
Jean-Christophe Lefèvre-Moulenq	CIC	+33 1 53 48 80 65	jeanchristophe.lefevremoulenq@cic.fr
Charles Henry Mata	CIC	+33 1 53 48 80 64	charleshenry.mata@cic.fr
Marisa Mazo, Ph.D, CFA	GVC	+34 91 436 7817	marisa.mazo@gvgaesco.es
Fanny Meindre, PhD	CIC	+33 1 53 48 80 84	fanny.meindre@cic.fr
Emanuele Oggioni	BAK	+39 0243 444 237	emanuele.oggioni@bancaakros.it
Jaime Pallares Garcia	GVC	+34 91 436 7818	jaime.pallares@gvgaesco.es
Victor Peiro Pérez	GVC	+34 91 436 7812	victor.peiro@gvgaesco.es
Juan Peña	GVC	+34 91 436 78 16	juan.pena@gvgaesco.es
Alexandre Plaud	CIC	+33 1 53 48 80 90	alexandre.plaud@cic.fr
Francis Prêtre	CIC	+33 4 78 92 02 30	francis.pretre@cic.fr
Eric Ravary	CIC	+33 1 53 48 80 71	eric.ravary@cic.fr
Iñigo Recio Pascual	GVC	+34 91 436 7814	inigo.recio@gvgaesco.es
Beatriz Rodriguez Fernandez	GVC	+34 914 367 871	beatriz.rodriguez@gvgaesco.es
Jean-Luc Romain	CIC	+33 1 53 48 80 66	jeanluc.romain@cic.fr
Paola Saglietti	BAK	+39 02 4344 4287	paola.saglietti@bancaakros.it
Francesco Sala	BAK	+39 02 4344 4240	francesco.sala@bancaakros.it
Luigi Tramontana	BAK	+39 02 4344 4239	luigi.tramontana@bancaakros.it

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

Information regarding Market Abuse and Conflicts of Interests and recommendation history available in our web page: www.valores.gvcgaesco.es and our offices

cThe information and opinions contained in this document have been compiled by GVC Gaesco Valores S.V., S.A., from sources believed to be reliable (including accounts audited and published). This document is not intended to be an offer, or a solicitation to buy or sell relevant securities. GVC Gaesco Valores S.V., S.A., will not take any responsibility whatsoever for losses which may derive from use of the present document or its contents, GVC Gaesco Valores S.V., S.A., can occasionally have positions in some of the securities mentioned in this report, through its trading portfolio or negotiation. Additionally, there can exist a commercial relation between GVC Gaesco Valores S.V., S.A., and the mentioned companies. This document and others compiled by GVC Gaesco Valores and ESN members is only one source of information, among others, and is not intended to be an investment decision tool in itself. In no way may this or any other research documents produced by us be used for investment decisions. Each investor is responsible for his or her own decisions and this document or others are only a source of supplementary information. This document has been distributed only to professional, qualified and selected investors or potential investors and has not distributed in a generic form.

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

- acts as **registered advisor, agent or liquidity provider** for the following companies: AB Biotics; Catenon SA; Clever Global SA; Euroespes, S.A.; Facephi Biometría SA., Griñó Ecologic SA, Lleidanetworks Serveis Telematics SA., NBI Bearings Europe S.A.; Trajano Iberia (Socimi), SA; Asgard Investment Hotels (antes Obsido Socimi SA); Eurona Telecom SA; IFFE Futura, S.A.; Secuoya Grupo de Comunicación SA; Mercal Inmuebles (Socimi); Student Properties Spain (Socimi); Solaria Casiopea (bonos MARF); Atrys Health; Quonia (Socimi); TIER1 Technology; Excem Capital Partners Sociedad de Inversión Residencial (Socimi YEXR); Agile Content; Imaginarium, SA. ENCE Energia y Celulosa; Plásticos Compuestos SA; Clerhp Infraestructuras, S.A., Holaluz Clidom SA
- has participated and/or participates **as lead or co-lead manager** in corporate operations with the following companies: Clever Global SA; Dogi International Fabrics SA; Inypsa; Lleidanetworks Serveis Telematics SA, MasMovil Ibercom; Globasol (Solaria); ADL Bionatur Solutions; Plásticos Compuestos SA ; Holaluz Clidom SA
- has a **liquidity contract** as outlined by the CNMV's Circular 1/2017 with: Melia Hotels International; Española de Viviendas en Alquiler S.A. (CEVASA); eDreams ODIGEO; ENCE Energia y Celulosa; Cementos Molins, Deoleo ;
- has signed a **Corporate Brokerage agreement** that includes a contractually agreed provision of research services that in return, GVC Gaesco Valores receives a compensation. These reports may/could have been previously shown to the companies: Agile Content; Atrys Health; Gigas Hosting; Catenon; Greenalia; Quabit Inmobiliaria; TIER1 Technology; ADL Bionatur Solutions; Lleidanetworks Serveis Telematics SA ; Codere SA.

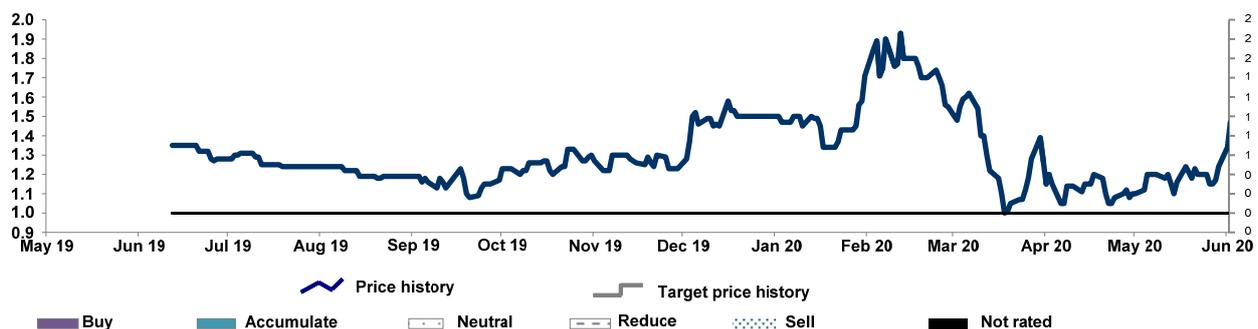
Recommendation history for CLERHP ESTRUCTURAS

Date	Recommendation	Target price	Price at change date
15-Jun-20	Buy	2.09	1.59

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

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

Current analyst: Rafael Fernández de Heredia (since 23/12/2019)



ESN Recommendation System

The ESN Recommendation System is **Absolute**. It means that each stock is rated on the basis of a **total return**, measured by the upside potential (including dividends and capital reimbursement) over a **12 month time horizon**.



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

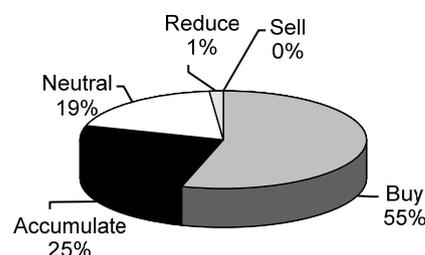
Furthermore, in specific cases and for a limited period of time, the analysts are allowed to rate the stocks as **Rating Suspended (RS)** or **Not Rated (NR)**, as explained below.

Meaning of each recommendation or rating:

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

Certain flexibility on the limits of total return bands is permitted especially during higher phases of volatility on the markets

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



For full ESN Recommendation and Target price history (in the last 12 months) please see ESN Website [Link](#)

Date and time of production: **15 June 2020 13.15**

First date and time of dissemination: **15 June 2020 13.20**

Disclaimer:

These reports have been prepared and issued by the Members of European Securities Network LLP ("ESN"). ESN, its Members and their affiliates (and any director, officer or employee thereof), are neither liable for the proper and complete transmission of these reports nor for any delay in their receipt. Any unauthorised use, disclosure, copying, distribution, or taking of any action in reliance on these reports is strictly prohibited. The views and expressions in the reports are expressions of opinion and are given in good faith, but are subject to change without notice. These reports may not be reproduced in whole or in part or passed to third parties without permission. The information herein was obtained from various sources. ESN, its Members and their affiliates (and any director, officer or employee thereof) do not guarantee their accuracy or completeness, and neither ESN, nor its Members, nor its Members' affiliates (nor any director, officer or employee thereof) shall be liable in respect of any errors or omissions or for any losses or consequential losses arising from such errors or omissions. Neither the information contained in these reports nor any opinion expressed constitutes an offer, or an invitation to make an offer, to buy or sell any securities or any options, futures or other derivatives related to such securities ("related investments"). These reports are prepared for the professional clients of the Members of ESN only. They do not have regard to the specific investment objectives, financial situation and the particular needs of any specific person who may receive any of these reports. Investors should seek financial advice regarding the appropriateness of investing in any securities or investment strategies discussed or recommended in these reports and should understand that statements regarding future prospects may not be realised. Investors should note that income from such securities, if any, may fluctuate and that each security's price or value may rise or fall. Accordingly, investors may receive back less than originally invested. Past performance is not necessarily a guide to future performance. Foreign currency rates of exchange may adversely affect the value, price or income of any security or related investment mentioned in these reports. In addition, investors in securities such as ADRs, whose value are influenced by the currency of the underlying security, effectively assume currency risk. ESN, its Members and their affiliates may submit a pre-publication draft (without mentioning neither the recommendation nor the target price/fair value) of its reports for review to the Investor Relations Department of the issuer forming the subject of the report, solely for the purpose of correcting any inadvertent material inaccuracies. Like all members employees, analysts receive compensation that is impacted by overall firm profitability. For further details about the analyst certification, the specific risks of the company and about the valuation methods used to determine the price targets included in this report/note, please refer to the specific disclaimer pages prepared by the ESN Members. In the case of a short note please refer to the latest relevant published research on single stock or contact the analyst named on the front of the report/note for detailed information on the valuation methods, earning estimates and risks. A full description of all the organisational and administrative measures taken by the Members of ESN to manage interest and conflicts of interest are available on the website of the Members or in the local disclaimer of the Members or contacting directly the Members. Research is available through the ESN Members sales representative. ESN and/or ESN Members will provide periodic updates on companies or sectors based on company-specific developments or announcements, market conditions or any other publicly available information. Unless agreed in writing with an ESN Member, this research is intended solely for internal use by the recipient. Neither this document nor any copy of it may be taken or transmitted into Australia, Canada or Japan or distributed, directly or indirectly, in Australia, Canada or Japan or to any resident thereof. This document is for distribution in the U.K. only to persons who have professional experience in matters relating to investments and fall within article 19(5) of the financial services and markets act 2000 (financial promotion) order 2005 (the "order") or (ii) are persons falling within article 49(2)(a) to (d) of the order, namely high net worth companies, unincorporated associations etc (all such persons together being referred to as "relevant persons"). This document must not be acted on or relied upon by persons who are not relevant persons. Any investment or investment activity to which this document relates is available only to relevant persons and will be engaged in only with relevant persons. The distribution of this document in other jurisdictions or to residents of other jurisdictions may also be restricted by law, and persons into whose possession this document comes should inform themselves about, and observe, any such restrictions. By accepting this report, you agree to be bound by the foregoing instructions. You shall indemnify ESN, its Members and their affiliates (and any director, officer or employee thereof) against any damages, claims, losses, and detriments resulting from or in connection with the unauthorized use of this document. For disclosure upon "conflicts of interest" on the companies under coverage by all the ESN Members, on the "interests" and "conflicts" of the analysts and on each "company recommendation history", please visit the ESN website:

http://www.esnpartnership.eu/research_and_database_access

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

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

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

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

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

Members of ESN (European Securities Network LLP)

