



Inicio de cobertura
Servicios de Ingeniería

CLERHP

Calculando un futuro prometedor

28 diciembre 2020

Precio/acc.	€ 1,42
Capitalización	€ 14,3 M
EV	€ 23,2 M
Número de acciones	10,07 M
Free-Float	23,1%
Código	CLR
Bolsa	MAB (BME)
Evolución YTD	-5,3%

Accionistas (actualización 07/07/2020)

Rhymar Projects Dev., S.L. 48,3%
D. Alejandro Clemares Sempere 13,1%,
D. Felix Ángel Poza Ceballos 6,4%, Victor
Manuel Rodríguez Martín 6,5%,
Autocartera 1,2%

Evolución de la acción



Descripción de la compañía

CLERHP es compañía especializada en el servicio integral de ingeniería de cálculo y construcción de estructuras

Analista

Miguel Ángel García-Ramos, CFA
ma.garcia@researchfy.com

**CLERHP ESTRUCTURAS S.A. ES
CLIENTE DE ANÁLISIS DE
RESEARCHFY LTD**

**LA ÚLTIMA PAGINA DE ESTE
INFORME CONTIENE
INFORMACIÓN LEGAL MUY
IMPORTANTE**

Fundada en 2011, CLERHP ESTRUCTURAS, S.A. (en adelante CLERHP) es una compañía especializada en el servicio integral de ingeniería de cálculo y construcción de estructuras. CLERHP tiene sede en Murcia, España, donde aglutina su centro de consultoría y calculo. No obstante, su servicio integral es desarrollado fundamentalmente en Latino América, habiendo consolidado un fuerte crecimiento en los últimos años (+31% TACC'14-19) y destacando su crecimiento en Bolivia, y Paraguay. Desde marzo 2016, CLERHP cotiza en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB, +11,8% desde el inicio de cotización). 2020 ha sido un año complejo por el impacto de la pandemia a nivel mundial. CLERHP espera una caída en 2020 de -29% en Ventas y -53% en EBITDA, aunque la empresa ha destacado que su cartera de proyectos sigue sólida (24,9 M euros, +21%) y espera ventas 2021 recuperando los niveles de 2019 pero con una mejora de márgenes sustancial (29,7% vs. 19,7% en 2019), por un mix con menor exposición a España (con menores márgenes), pero también gracias a la optimización de los tiempos de respuesta y procedimientos de construcción.

La reciente publicación del Plan de negocio 2020-23 (26/11/2020), y la actualización de sus estimaciones para el año, reflejan un 2S'20 con una recuperación positiva de la actividad: caída del -8% Ventas vs -50% en el 1S'20, y -13.5% en EBITDA vs pérdidas en el 1S. Las peores noticias vienen por el endeudamiento, CLERHP espera terminar el año en niveles de 6,8x DN/EBITDA, aunque extrapolando el Rdo. del 2S'20, estos niveles serían de 2,6-3,1x.

Creemos que, tras esta normalización de la actividad, la clave a corto plazo para la evolución bursátil de CLERHP será el crecimiento en Uruguay y la captación de nuevos proyectos que permita entender mejor el clima de recuperación para los próximos años y, por tanto, la probabilidad del cumplimiento el nuevo plan de negocio.

El Plan 2020-23 incluye un escenario de expansión más lento que el plan anterior, pero todavía mostrando un alto potencial de crecimiento: +7% TACC'19-23 en Ventas, +23,7% TACC'19-23 en EBITDA, y +37% TACC'19-23 en Beneficio neto.

Hemos alineado nuestro escenario base con las estimaciones del Plan de negocio de CLERHP, obteniendo un valor por acción de 2,36 euros/acc. (+66% potencial). Un escenario de ralentización con crecimientos en ventas de sólo 2-3%, y márgenes EBITDA en niveles de 27-28% vs 32-35% objetivo, reduciría la valoración a niveles ligeramente por encima de los actuales (1,47 euros/acc.).

Según nuestras estimaciones, CLERHP cotiza a 8x PER'21, y 5,52x EV/EBITDA'21. No hay comparables cotizados en el mismo nicho de mercado y exposición geográfica de CLERHP, pero estos múltiplos no serían exigentes si CLERHP pudiese mantener los próximos años un crecimiento similar al visto en el pasado reciente (+30% TACC'14-19 en EBITDA, +21,5% TACC'14-19 en BDI).



Contenidos

1. DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑIA	3
1.1. Cronología.....	5
1.2. Modelo de negocio	9
1.3. Accionariado	11
1.4. Instrumentos híbridos de Capital:	13
2. MERCADO LATINOAMERICANO.....	14
2.1. Bolivia	14
2.2. Paraguay	18
2.3. Uruguay	21
2.4. España	22
3. PLAN DE NEGOCIO 2020-23.....	23
3.1. El Covid-19 retrasa la rápida expansión esperada.....	24
3.2. Nuevo Plan de Negocio 2020-23.....	25
4. EVOLUCIÓN FINANCIERA.....	28
4.1. Evolución historica	28
4.2. Rdos. esperados 2020: positiva reactivación en el 2S'20	29
5. ANÁLISIS DAFO.....	30
6. VALORACIÓN.....	32
Valoración Base: cumplimiento del Plan de Negocio 2020-23	32
Escenario Pesimista: ralentización y menores márgenes	35
Escenario Optimista: aceleración del crecimiento	36
7. CATALIZADORES	37
8. BALANCE	38
9. CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS	38
DISCLAIMER	39

1. DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

CLERHP fue constituida (Clerhp Estructuras S.L.) en agosto 2011 con domicilio social en Murcia, España. En 2015 se transformó en S.A. como paso previo a su inicio de cotización el 10 de marzo de 2016 en el MAB growth (1,27 euros/acc.).

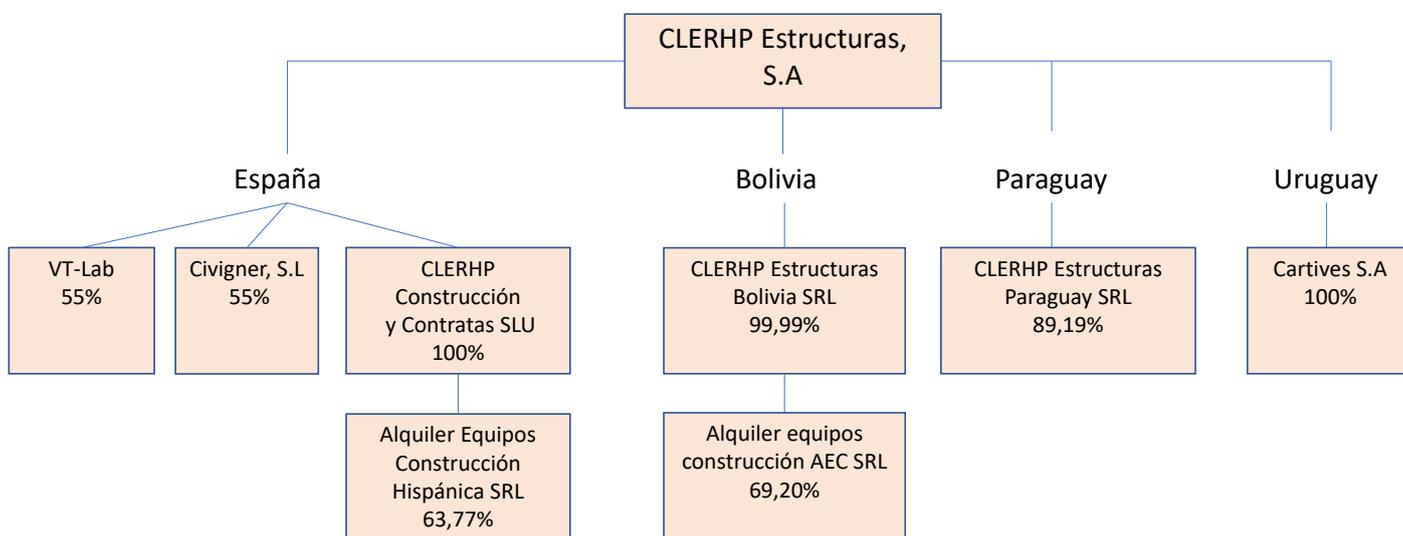
La actividad de la empresa se centra en la ingeniería especializada en estructuras de edificación. Son especialistas en el diseño, cálculo y construcción de estructuras de hormigón armado, ofreciendo valor añadido mediante soluciones integradas y avanzadas de técnicas de construcción para aumentar la calidad, y seguridad, así como para optimizar costes gracias a procedimientos más ágiles. Ofrecen además el servicio de peritaje de estructuras.

CLERHP ofrece un servicio integrado de cálculo y construcción de estructuras, centrando su crecimiento en Latino América

La compañía ofrece sus servicios de ingeniería de forma independiente o como socio en América Latina de constructoras locales. Sus estructuras se aplican en edificios, centros comerciales, oficinas, hoteles, viviendas y edificios públicos.

La empresa está diversificada a nivel geográfico. Además de España, donde se sitúa la consultoría de ingeniería, CLERHP tiene negocio actualmente en Bolivia, Paraguay y Uruguay (iniciado el año pasado) que articula mediante filiales en cada uno de los países.

El grupo está configurado de la siguiente manera:



Descripción de actividades:

- **Diseño y cálculo:** en España tiene un departamento técnico (denominado Centro de Cálculo) donde se realizan las labores de diseño y cálculo de estructuras para todas las filiales del grupo. El equipo lo forman ingenieros y arquitectos para la optimización de la calidad, economía y protección sísmica. Realiza las funciones de i+D+i del grupo.

- **Construcción de estructuras:** la empresa realiza trabajo de construcción de estructuras, tanto de diseño propio como de terceros. La compañía genera valor añadido en la eficiencia en la estructura, gana cuota de mercado gracias a la minimización de costes, calidad y compromiso con los plazos.
- **Peritaje de estructuras:** en el departamento técnico realizan peritación del cálculo de cualquier estructura de hormigón para la comprobación del cumplimiento de las normas y de la protección sísmica.
- **Alquiler de maquinaria:** a través de AEC Hispánica (63,77% CLERHP) ofrece servicios de arrendamiento de equipos y maquinaria de construcción en España y sus mercados latinoamericanos. Es un servicio estratégico ya que es clave para el desarrollo de su oferta integrada. Para este servicio, tiene una filial en Bolivia y otra en España.

El grupo, a nivel consolidado, facturó en 2019 13,7 M euros y 1,03 M euros en beneficio neto, con la siguiente distribución por segmento de negocio:

Importe neto de la cifra de negocios (Segmento)	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Asistencia técnica y Consultoría	1.458.845	1.535.032	1.463.048	1.665.137	2.129.526	2.777.871
Ejecución de estructuras	2.091.155	2.788.665	3.374.862	3.598.320	8.014.874	10.962.043
Alquiler y maquinaria		21.232	143.048		250.410	31.100
Venta de Maquinaria				20.919	131.759	16.500
TOTAL	3.550.000	4.344.929	4.980.958	5.284.376	10.526.569	13.787.514
Peso por negocio en Resultado neto						
Asistencia técnica y Consultoría	33,6%	35,3%	29,4%	31,5%	20,2%	20,1%
Ejecución de estructuras	48,1%	64,2%	67,8%	68,1%	76,1%	79,5%
Alquiler y maquinaria	0,0%	0,5%	2,9%	0,0%	2,4%	0,2%
Venta de Maquinaria	0,0%	0,0%	0,0%	0,4%	1,3%	0,1%
Resultado neto						
		2015	2016	2017	2018	2019
Asistencia técnica y consultoría		634.765	402.310	492.383	980.689	756.777
Ejecución de estructuras		-540.330	-251.049	-384.789	-128.372	233.868
Alquiler y venta de maquinaria		125.834	-1.222	8.803	208.098	40.499
Sin actividad		-50.587	-40.312	-33.956		
		880.415	880.415	880.415	880.415	1.031.144
Peso por negocio en Resultado neto						
Asistencia técnica y consultoría		72,1%	45,7%	55,9%	111,4%	73,4%
Ejecución de estructuras		-61,4%	-28,5%	-43,7%	-14,6%	22,7%
Alquiler y venta de maquinaria		14,3%	-0,1%	1,0%	23,6%	3,9%
Sin actividad		-5,7%	-4,6%	-3,9%	0,0%	0,0%
		19,3%	12,5%	9,4%	120,4%	100,0%
Margen por negocio en Resultado neto						
Asistencia técnica y consultoría		41,4%	27,5%	29,6%	46,1%	27,2%
Ejecución de estructuras		-19,4%	-7,4%	-10,7%	-1,6%	2,1%
Alquiler y venta de maquinaria		354,4%	-29,0%	-120,2%	54,5%	85,1%

Fuente: Cuentas anuales de CLERHP y elaboración propia
*Ingresos por Asistencia técnica en 2015 corresponden a ingresos CLERHP S.L.

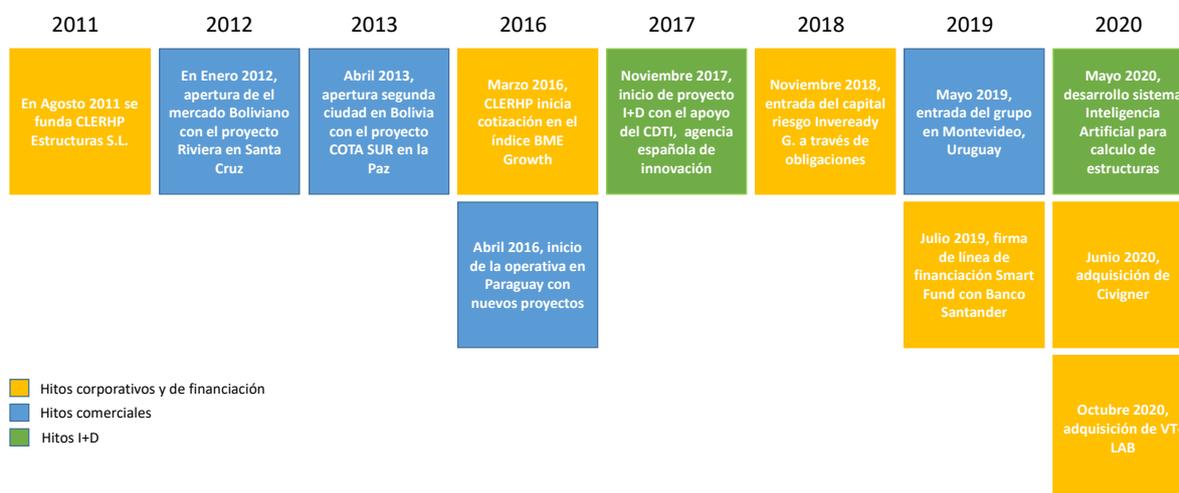
A nivel geográfico la distribución de ingresos del grupo es la siguiente:

Área Geográfica	2015	2016	2017	2018	2019
Bolivia	4.344.929	4.587.334	4.747.944	6.633.394	7.504.593
Paraguay		393.624	526.432	2.972.614	4.211.477
Uruguay					48.391
España				920.561	2.023.051
TOTAL	4.344.929	4.980.958	5.274.376	10.526.569	13.787.512
Peso por Área Geográfica	2015	2016	2017	2018	2019
Bolivia	100,0%	92,1%	90,0%	63,0%	54,4%
Paraguay		7,9%	10,0%	28,2%	30,5%
Uruguay					0,4%
España				8,7%	14,7%
TOTAL	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Fuente: Cuentas anuales de CLERHP y elaboración propia

1.1. Cronología

A continuación, incluimos tabla de elaboración propia con los eventos más destacados en la financiación y desarrollo de negocio para CLERHP:



Inicio de CLERHP

El 4 de agosto de 2011 se constituye la sociedad CLERHP Estructuras, S.R.L en España.

CLERHP es el acrónimo de los socios fundadores, los hermanos Romero Hernández, y los padrinos inversores que patrocinaron su creación: Alejandro Clemares, Antonio Acisclo Ramallo Díaz y Félix Ángel Poza Ceballos. Clemares es, además, vicepresidente del grupo. Los Romero controlan el 48% de las acciones a través de la sociedad Rhymar Projects Developer.

CLERHP tiene más de 8 años de experiencia internacional tras iniciar su primer proyecto en Bolivia ya en 2012

- Entrada en Bolivia

En diciembre 2011 se constituye CLERHP Estructuras Bolivia, S.R.L. (99,97% grupo CLERHP) y obtiene el proyecto La Riviera & Beauty Plaza, un conjunto de centro comercial y torre de 30 plantas. Este proyecto se inicia en enero 2012.

A continuación, incluimos imágenes de la construcción de la estructura del complejo Riviera & Beauty Plaza:



En marzo de 2015, CLERHP ejerce una opción sobre las acciones que poseen Rhymar Projects Developer, S.R.L. en Alquiler Equipos de Construcción (AEC, 30,80%), y CLERHP Estructuras Bolivia adquiere a su vez un 8,40% de AEC. con esta operación CLERHP alcanzó el 54,19% de AEC entre su participación directa e indirecta. Posteriormente, CLERHP adquiere las acciones de Rhymar Projects Developer, S.R.L. en AEC por 148.656 euros, controlando actualmente el 69,2% de AEC.

Tan sólo un año después del inicio de operaciones en Santa Cruz, CLERHP expandía su negocio a la Paz

- Entrada en La Paz, segunda ciudad en Bolivia

En abril 2013, CLERHP entró en el mercado de La Paz con el inicio del proyecto COTA SUR. Bolivia supone actualmente el principal mercado de CLERHP (54% Ventas 2019, y 51% de la cartera de proyectos firmada).

- Transformación a S.A. y salida al MAB Growth

Con fecha 23 de junio de 2015 la Junta General de Accionistas acordó la transformación de la sociedad en Sociedad Anónima y el nombramiento de un nuevo Consejo de Administración formado por 9 miembros, entre los que hay dos independientes, uno de carácter legal y otro de carácter financiero.

El 12 de noviembre de 2015, la Junta General Universal de Accionistas decide por unanimidad solicitar la incorporación de la Compañía al MAB.

En 2016, CLERHP se incorpora al mercado alternativo de Bolsas y Mercados MAB Growth.



Los motivos fundamentales para salir a bolsa recogidos en el folleto de cotización son los siguientes:

- Habilitar el acceso a recursos en los que se pueda apoyar a futuro el crecimiento del grupo en países y ciudades con alto potencial de crecimiento principalmente de América Latina.
- Posicionamiento de marca, transparencia y solvencia, a nivel nacional e internacional y ante los principales agentes sectoriales con el objetivo de facilitar futuros planes de expansión y crecimiento.
- La incorporación a negociación de las acciones de la Sociedad permitirá ofrecer una mayor liquidez a la base de accionistas actual, a la vez que permitirá ampliar la base accionarial dando entrada a nuevos inversores.
- La obtención de una valoración objetiva de la empresa a través de la negociación de las acciones de la Sociedad en el mercado. Esto permitiría a CLERHP disponer de un valor de mercado para posibles y futuras operaciones corporativas potenciales.

- Inicio de Proyecto I+D

En noviembre 2017, CLERHP inicia proyecto de I+D con el apoyo del Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial (CDTI), agencia pública empresarial española para la promoción de la innovación que canaliza a través de apoyo financiero y asesoramiento tecnológico.

Según estudios de la consultora internacional McKinsey, el sector de construcción está entre los sectores más retrasados en digitalización (sólo por delante de la Agricultura en EE. UU. con datos de 2015) y en productividad. CLERHP tiene una clara visión digital para su negocio, y prueba de ellos es su apuesta en proyectos I+D, así como las recientes adquisiciones de empresas con foco tecnológico que complementaran los proyectos ya existentes.

- Emisión obligaciones convertibles con Capital Riesgo Inveready

En noviembre 2018, se acordó la entrada del capital riesgo Inveready Group a través de obligaciones convertibles por 1,5 M euros. Ver pág. 13 para más detalle.

- Entrada en Uruguay

El 21 de mayo de 2019, CLERHP anunció la integración de la nueva filial CARTIVES, S.A. y la consecución de un contrato con la empresa STILER, S.A. para la construcción de la estructura de hormigón armado del proyecto denominado "Torre JOY" situado en la ciudad de Montevideo (Uruguay), por un importe equivalente de 1.780.570 euros. En la última actualización del Plan de Negocio (noviembre 2020), la cartera firmada de CLERHP en Uruguay ascendía a 7,5 M euros.

La salida a Bolsa de CLERHP es una apuesta por la transparencia y el posicionamiento del grupo

CLERHP tiene una apuesta clara por el valor de la tecnología en este sector.

Sus esfuerzos en I+D, así como en la compra de compañías tecnológicas del sector, tiene como propósito continuar mejorando su capacidad de respuesta y servicio



- Emisión deuda Smart Fund con Banco de Santander

En septiembre 2019, CLERHP anunció la suscripción de acuerdo marco de financiación con el Fondo Smart por un total de 3,15 M euros y con el objetivo de atender las necesidades derivadas del fuerte crecimiento de expansión en LatAm, así como para el desarrollo de aplicaciones informáticas para la mejora de la productividad.

El acuerdo incluía 2 ventanas de disposición (primera hasta finales de 2019, y la segunda hasta finales de 2020), para un máximo de 3 préstamos. Todos los préstamos tendrán vencimiento diciembre 2024 y carencia hasta finales de diciembre 2020. El coste de esta financiación es Euribor + 5,5%. En la primera ventana fue dispuesto EUR 1 M para la compra de maquinaria, expansión internacional y las adquisiciones corporativas, mientras en la segunda ventana ha sido dispuesto el montante restante disponible.

El Fondo Smart es un fondo de deuda del Banco Santander que apoya a PyMes innovadoras en fases de rápida expansión permitiéndoles desarrollar su crecimiento tanto orgánico como inorgánico abarcando un amplio destino del uso de los fondos (I+D, Capex, operaciones de M&A) y aportando una estructura de financiación flexible que permita desarrollar satisfactoriamente el plan de negocio de las compañías.

- Desarrollo sistema Inteligencia Artificial

En mayo 2020, CLERHP desarrolló un sistema de Inteligencia Artificial para el cálculo de estructuras que permitirá al grupo acelerar su proceso de oferta gracias a la capacidad de realizar presupuestos inmediatos con un margen de confianza muy elevado.

- Adquisición Civigner

El 25 de junio de 2020, CLERHP anunció la adquisición de un 55% de la *startup* española Civigner S.L. por 500.000 euros.

Civigner S.L. es una *startup* de base tecnológica que destaca en el sector de la ingeniería civil por su adaptación a entornos complejos colaborativos, sobre todo en ejecuciones de lineal y topografía (adaptable a construcción e industria). Entre sus usos más destacados están los de administración pública, Gis y medio ambiente, minería (movimiento de tierras) y entornos portuarios.

El capital aportado por CLERHP se destinará a continuar con el desarrollo de funcionalidades destinadas a la ingeniería civil y a la creación de una vertical específica para la implementación de los sistemas de gestión de CLERHP con el objetivo de generar ahorros y nuevas vías de desarrollo y monetización del software adquirido.

CLERHP ha diversificado sus fuentes de financiación, combinando deuda bancaria convencional con deuda vinculada a proyectos I+D, como la deuda del Fondo Smart, así como otros instrumentos híbridos como la emisión de deuda convertible

A pesar de la incertidumbre por el Covid-19, CLERHP ha mantenido la apuesta por la digitalización adquiriendo dos pequeñas compañías con proyectos digitales muy vinculados a su actividad

- Adquisición de Visual Technology LAB

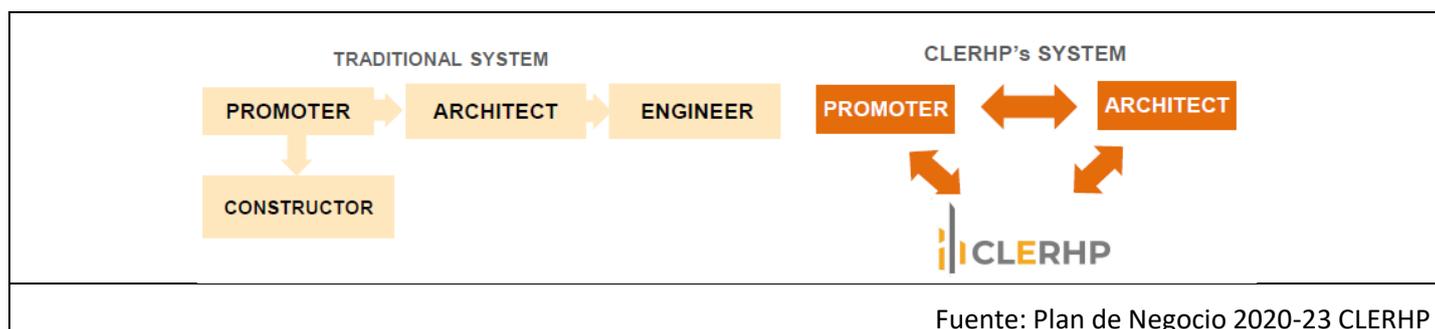
El 3 de noviembre 2020, CLERHP anunció la adquisición de un 55% de Visual Technology Lab, S.L. (VT-Lab.com) para avanzar en su proceso de digitalización. La adquisición ascendió a 400.001 euros (130.301 en capital, y 269.700 euros en préstamo y línea de crédito a cinco años renovable anualmente).

VT-Lab es una empresa española especializada en servicios para incrementar la productividad de la arquitectura, ingeniería y construcción mediante la integración de Building Information Modeling (BIM), realidad virtual, realidad aumentada y realidad mixta.

1.2. Modelo de negocio

CLERHP presenta un modelo de negocio integrado verticalmente y centrado en la reducción de los tiempos e intermediarios, pero también en el diseño de estructuras modernas y eficientes que repercutan en un coste inferior para el cliente.

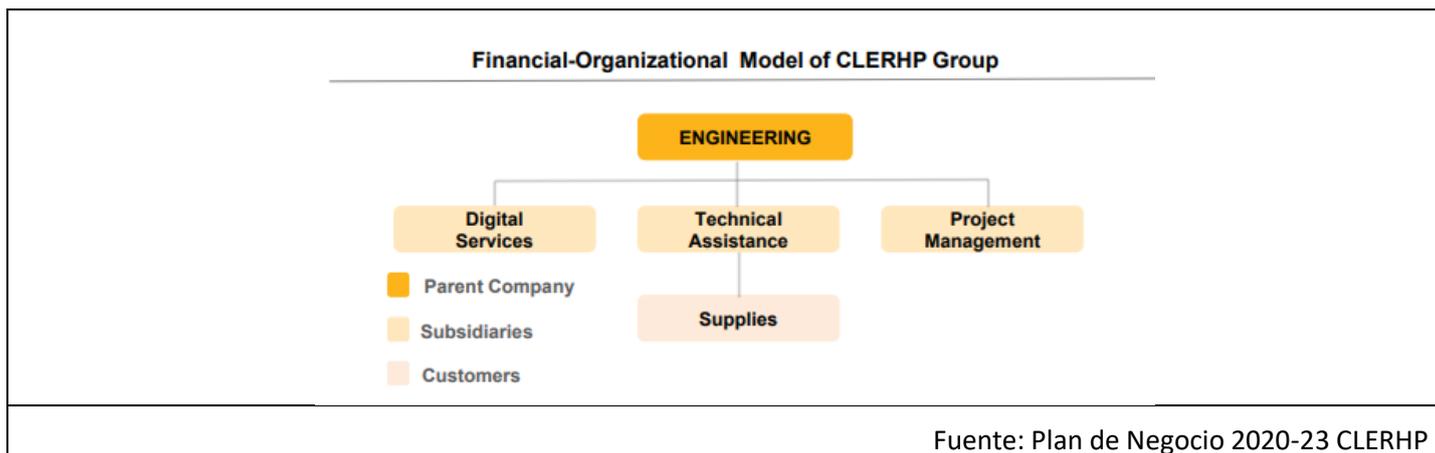
En el siguiente diagrama puede observarse la interacción de valor de CLERHP con un servicio que puede cubrir desde el simple cálculo o peritaje de estructuras hasta un servicio llave en mano:



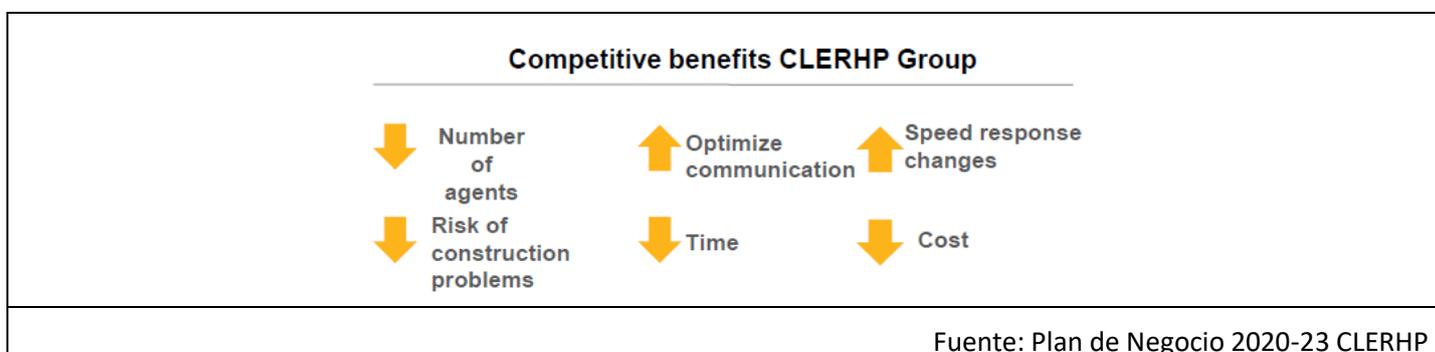
En cuanto a organización financiera de CLERHP y su procedimiento de facturación, cabe destacar dos puntos fundamentales.

Por un lado, la presencia de la matriz de CLERHP en España supone una ventaja relevante para el grupo en términos de condiciones de financiación respecto a otros competidores locales en sus mercados de crecimiento en Latino América.

Por otro lado, el servicio integrado de construcción de las estructuras no incluye la adquisición de los suministros, reduciendo notablemente el riesgo operativo para el grupo. En el siguiente diagrama CLERHP refleja esta organización:



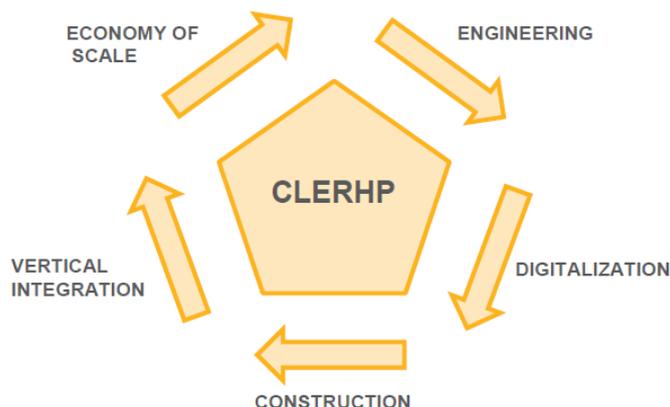
Respecto a las ventajas competitivas, CLERHP destaca los puntos resumidos en el siguiente diagrama:



El valor añadido de CLERHP comienza en su capacidad de respuesta a la hora de hacer un cálculo inicial para realizar un presupuesto. Su experimentado equipo de ingenieros, y su desarrollo tecnológico propio, permite a CLERHP responder rápidamente a requerimiento de sus clientes, incluyendo además cálculos avanzados para el diseño de estructuras óptimas en términos de utilización de materia prima.

Este servicio integral permitiría adicionalmente la reducción de actores en el proceso de diseño e implementación de estructura, lo que al mismo tiempo reduciría riesgos en el resultado final.

Por último, destacamos el siguiente diagrama donde CLERHP destaca la relación de la cadena de valor generada por su servicio integral:

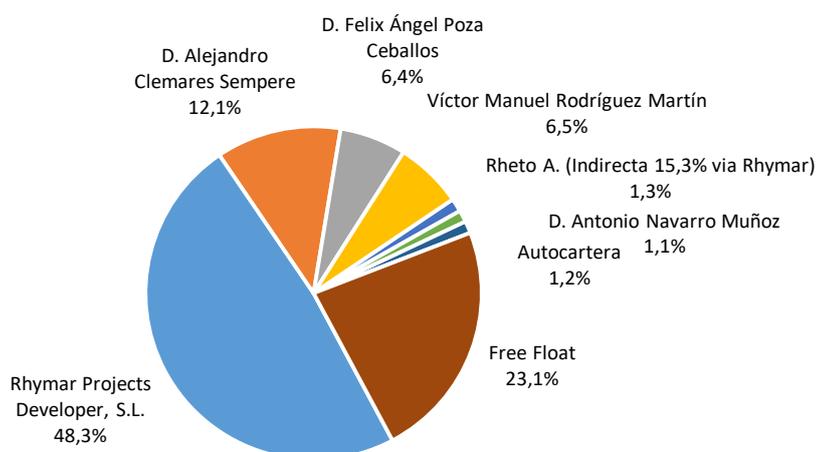


Fuente: Plan de Negocio 2020-23 CLERHP

El proceso iniciaría por su nombre y posicionamiento a través de sus filiales en Latino América. Su eficiente proceso comercial, digital y de ingeniería permitiría una respuesta e interacción rápida con el cliente para el desarrollo de un proyecto de la más alta calidad y eficiencia, lo que repercutía adicionalmente en un ahorro de costes para el cliente. Su centralizada base para la consultoría de ingeniería ha capacitado al grupo para un fuerte crecimiento los últimos años, y estaría preparada para expandir este modelo a otros países de alto crecimiento en Latino América u otros mercados.

1.3. Accionariado

A continuación, incluimos diagrama con los principales accionistas de CLERHP (última actualización 7 julio 2020, datos de cartera propia de enero 2020):



El principal accionista de CLERHP es Rhymar Projects Developer, S.L. con una participación del 48,3%



A continuación, incluimos tabla con las participaciones significativas de los principales administradores y directivos de CLERHP correspondientes (datos actualizados 7 de julio 2020):

CLERHP Estructuras, S.A. Accionistas	% Directa	% Indirecta
Mr. Juan Andrés Romero Hernández. President & CEO	0,28%	15,65%
Mr. Alejandro Clemares Sempere. Dominical Director	12,10%	
Mr. Félix Poza Ceballos. Board Member & CFO	6,40%	
Rhymar Projects Developer, S.L. Dominical Director	48,31%	
Mr. Antonio Navarro Muñoz. Dominical Director	1,14%	
Rheto Arquitectos, S.L.P. Doinical Director	1,28%	15,30%
Mr. Victor Manuel Rodríguez Martín. Dominical Director	6,53%	
Mr. Pedro José Romero Hernández. Natural person representing Rheto Arquitectos , S.L.P.		15,20%

Fuente: otra información relevante publicada por CLERHP a 7 de julio 2020. Participación de D. Alejandro Clemares actualizada a 11 septiembre 2020

Principales participaciones de gestores de CLERHP:

D. Juan Andrés Romero Hernández, Consejero Delegado y presidente del Consejo de Administración de CLERHP ostenta una participación total (directa + indirecta) del 15,93%. Esta participación se estructura de esta manera:

- 3,21% indirecta con origen en su participación directa del 6,64% en Rhymar Projects Developer, S.L, (6,64% del 48,31% que Rhymar ostenta en CLERHP).
- 12,44% indirecta a través de su participación en la sociedad Rheto Arquitectos, S.L.P. (75% Juan Andrés Romero). Esta sociedad tiene el 31,68% de Rhymar Projects Developer, S.L. y, por tanto, su participación indirecta en Rhymar Projects Developer, S.L a través de esta empresa es del 23,76%. Adicionalmente Rheto Arquitectos, S.L.P. participa directamente en CLERHP en un 1,28%.
- 0,28% participación directa en CLERHP.

D. Pedro José Romero Hernández, delegado de CLERHP en Bolivia, ostenta una participación total (directa e indirecta) en CLERHP del 15,20% como consecuencia de lo siguiente:

- 0,32% indirecta debido a la participación directa de Rheto Arquitectos (25% Pedro José Romero) en CLERHP.
- 3,83% indirecta con origen en la participación directa del 31,68% que Rheto Arquitectos (25% Pedro José Romero) tiene en Rhymar Projects Developer, S.L que, a su vez, participa en un 48,21% en CLERHP.
- 11,05% indirecta a través de su participación directa del 22,85% en Rhymar Projects Developer, S.L que, a su vez, participa en un 48,21% en CLERHP.

1.4. Instrumentos híbridos de Capital:

Destacar las obligaciones convertibles suscritas por Inveready convertible Finance I, FCR y Convertible Finance Capital, SCR S.A. el 21 de febrero de 2019 por 1.5 M euros. Estas obligaciones fueron emitidas en 15 bonos de 100.000 euros, y tienen una duración de 7 años aunque disponen de opción de conversión a partir del tercer año (21 febrero 2022) a un precio de 1,4 euros/acc. (vs. 1,5 euros/acc. en el momento de la publicación de éste informe).

Las condiciones de estas obligaciones son las siguientes:

- Tipo de interés anual del 4,425% pagadero trimestralmente
- Tipo de interés anual adicional del 4,425% que capitalizará al valor nominal de cada obligación emitida y que será pagadero a vencimiento con acciones nuevas o antiguas en la fecha de conversión.
- El vencimiento de las obligaciones será en los 7 años siguientes en la fecha de emisión, pudiendo solicitar la conversión en cualquier momento a partir del tercer aniversario a un precio de 1,4 euros/acc.

Nuestros cálculos apuntan a que la tasa interna de retorno para los tenedores de estas obligaciones en caso de mantener las mismas durante todo el periodo ascendería a 8,35%.

En caso de que los tenedores decidiesen convertir tras el tercer aniversario estimamos un valor capitalizado de c.1.708.511 euros que equivaldrían a 1,2 M acciones (recordamos al precio de conversión de 1,4 euros/acc.). Según nuestros cálculos, la TIR de estos instrumentos variaría de la siguiente manera dependiendo del precio de CLERHP de mercado realizable:

Precio euros/acc.	1,2	1,4	1,6	1,8	2,0	2,2	2,4	2,6
TIR (%)	2,21%	7,36%	12,05%	16,37%	20,38%	24,14%	27,67%	31,02%

Este resultado sugiere que una buena evolución bursátil de CLERHP incrementaría notablemente la tasa de retorno de los tenedores de bonos si convirtiesen tempranamente tras el tercer aniversario (febrero 2022) y pudiesen realizar la venta de estas participaciones. Precios de venta por encima de 1,5 euros/acc. ya supondría una TIR superior al 9% (vs TIR 8,35% si mantuviesen el instrumento hasta vencimiento).

Sobre nuestro escenario base de valoración (ver Pág. 32), la ejecución temprana de esta opción de conversión el tercer año tendría un impacto de -5% sobre nuestra valoración base (+12% acciones, reducción de deuda de 1,5 M ó el 17% de la deuda neta 2020e, 13,5% sobre la deuda bruta 2020e).

2. MERCADO LATINOAMERICANO

CLERHP ha centrado su crecimiento en Latinoamérica y esta apuesta ha permitido al grupo crecer a un ritmo muy rápido desde el inicio del primer proyecto en Bolivia ya en 2012. A continuación, detallamos la situación actual de los principales países para CLERHP.

Bolivia es el principal mercado de CLERHP

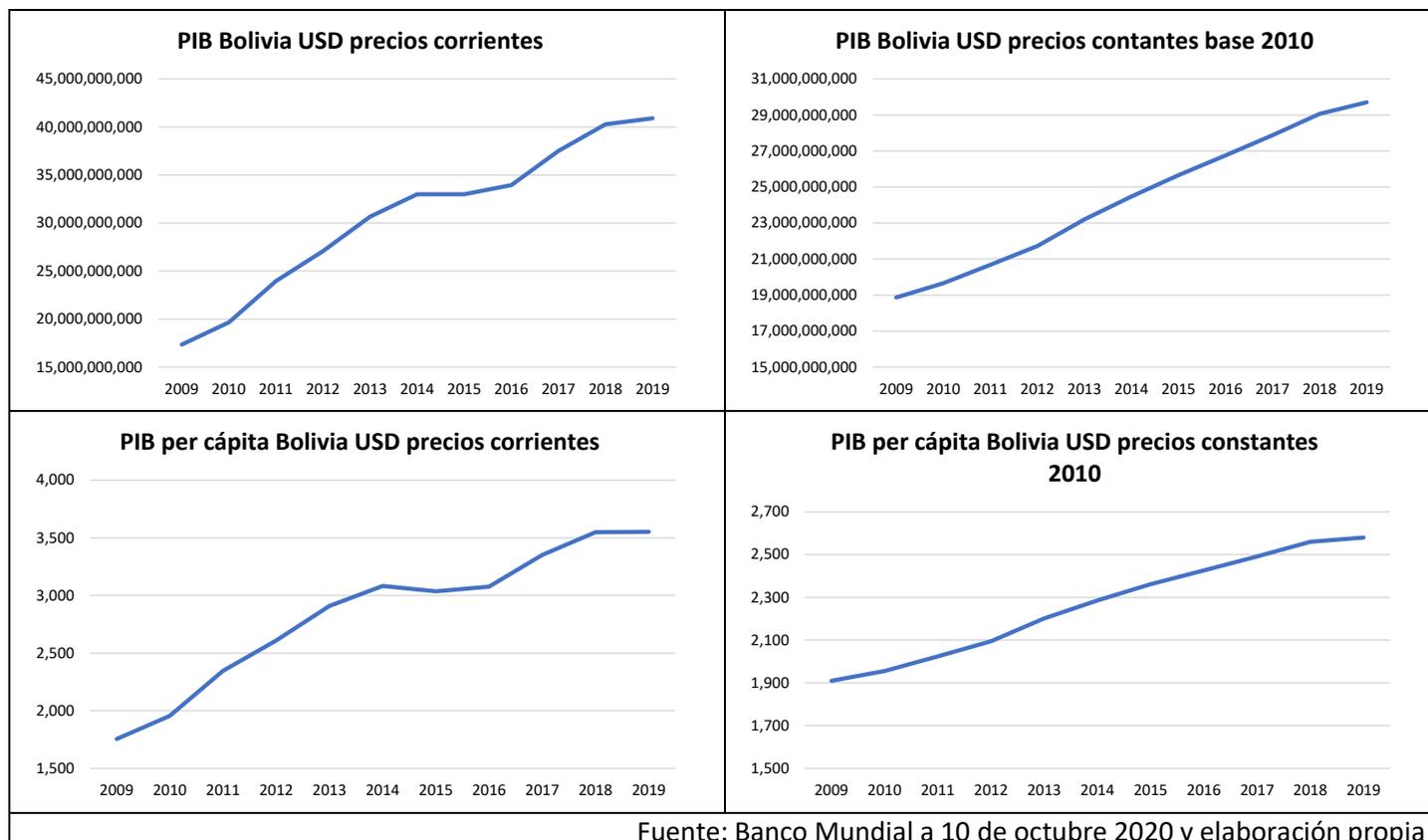
2.1. Bolivia

Bolivia es actualmente el principal país en ingresos para CLERHP (54% de los ingresos en 2019, y 63% en 2018), así como el principal país en la cartera de proyectos con un 51% del total (12,7 M euros, a 26 noviembre 2020). Por todo ello, y a pesar del crecimiento en otros países como Uruguay, esperamos que el país siga siendo uno de los mayores contribuidores de proyectos para CLERHP en el futuro cercano.

A pesar de la expansión esperada, su fuerte peso en la cartera actual de proyectos firmados (51% del total), hace esperar que siga manteniendo un fuerte peso en los ingresos de CLERHP a medio plazo

En cuanto a la evolución económica del país, el PIB de Bolivia en 2019 ascendió a USD 40.985 M (+9% TACC'09-19 a precios corrientes, +4,6% a precios constantes en USD, base 2010), mientras el PIB per cápita del país se situó en USD 3.552 (+7,2% TACC'09-19 a precios corrientes, +3,1% a precios constantes en USD, base 2010).

A continuación, incluimos gráfico con la evolución del PIB y el PIB per cápita en Bolivia:



Fuente: Banco Mundial a 10 de octubre 2020 y elaboración propia

El Banco Central de Bolivia (en adelante BCB) ha estimado recientemente (diciembre 2020) una caída del PIB para 2020 del 8,4% (moneda local).

El déficit fiscal se situaría en niveles del 11,1% a final de 2020 según el BCB, y la inflación en 2020 ascendería al 1,1%.

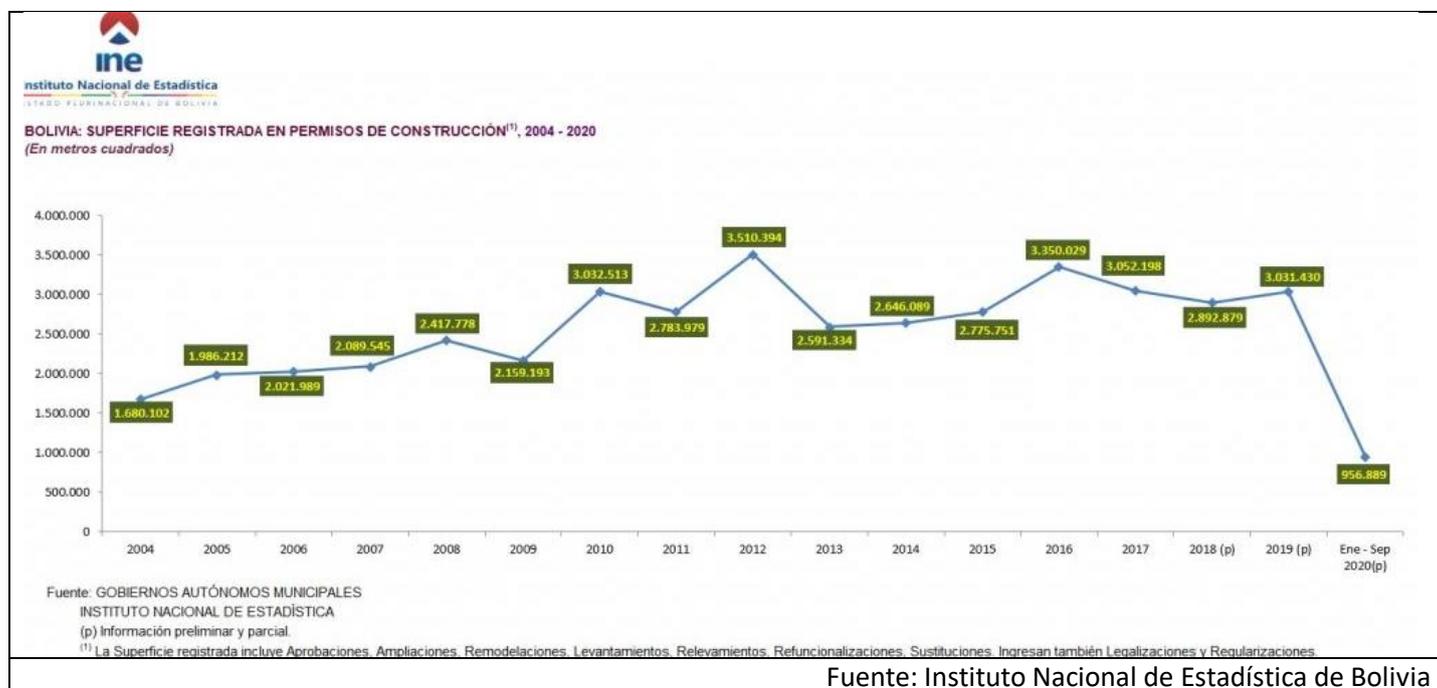
INDUSTRIA DE LA CONSTRUCCIÓN EN BOLIVIA

La industria de la construcción en Bolivia es una de las más importantes del país y ha gozado de un crecimiento importante durante los últimos años, habiéndose incrementado el peso de la actividad de construcción privada y la obra pública en la economía desde el 3,85% del PIB en 2010 hasta el 4,57% en 2019, situándose como la novena actividad económica por peso en el PIB.

A pesar de este positivo crecimiento del sector, la tendencia desde 2017 ha sido de desaceleración hasta llevar al sector a crecer menos que la economía del país en 2019 con un ligero crecimiento final del +1,9% 2019 vs +2,4% del PIB de Bolivia (en bolívares a precios constantes desde 2010).

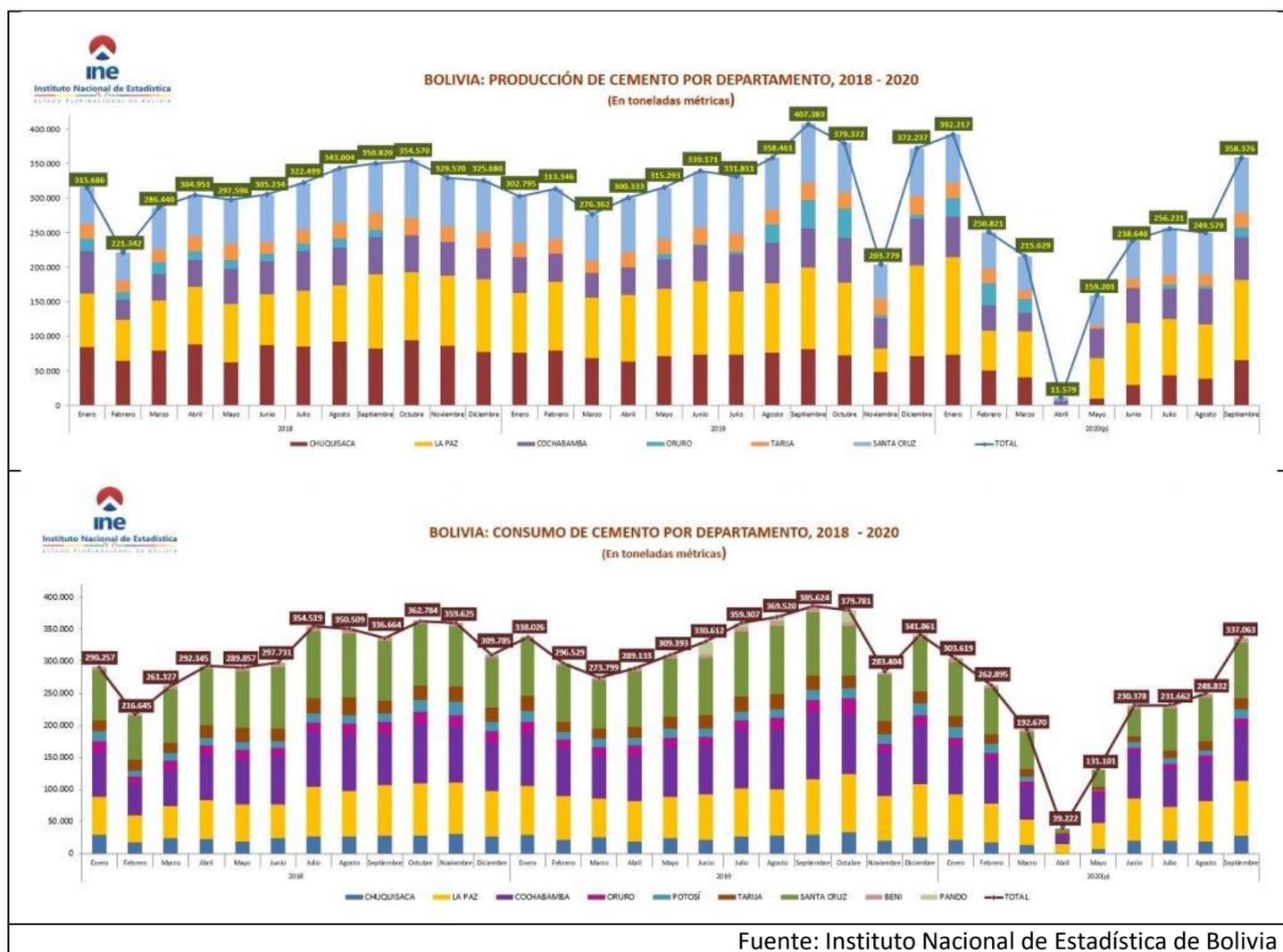
Otros datos relevantes del sector como los permisos de construcción concedidos reflejaban un ligero repunte en 2019 tras caídas consecutivas en 2017 y 2018. El dato acumulado hasta septiembre de 2020 refleja el fuerte impacto en la actividad por el Covid-19: 956.889 m² a septiembre 2020 vs 3 M en 2019.

A continuación, incorporamos tabla de la evolución en la concesión de permisos de construcción en Bolivia por m²:



Impacto COVID-19 y previsiones Banco Mundial

Como hemos visto con la concesión de permisos, el Covid-19 está teniendo un fuerte impacto en el sector en 2020. Otros datos que confirman este impacto han sido la evolución de la producción de cemento, así como el consumo de cemento local. En las siguientes graficas puede observarse como en abril 2020 se produjo prácticamente la parada del sector, para reactivarse con mayor velocidad en junio y septiembre.



Fuente: Instituto Nacional de Estadística de Bolivia

Al igual que otros países de la región, el gobierno boliviano ha adoptado diferentes medidas para el apoyo a la economía y la reactivación del empleo. A pesar de estas medidas el Banco Mundial espera que el PIB de Bolivia se contraiga un 5,9% en 2020, mostrando ya una ligera recuperación del 2,1% en 2021. Esta evolución esperada es ligeramente mejor que para la media del conjunto de los países de Sudamérica (-7,4% en 2020 y +2,7% en 2021).



Nuevo Gobierno en Bolivia

El 18 de octubre de 2020 fueron celebradas elecciones en Bolivia donde ganó el MAS, partido del anterior presidente Evo Morales, y nombrándose nuevo presidente Luis Arce.

Luis Arce fue ministro de economía con Evo Morales, destacando como uno de los miembros más moderados del gobierno boliviano, y considerado uno de los valedores de la buena evolución de la economía en las últimas legislaciones.

En una reciente nota de prensa, (7 de diciembre 2020), el BCB estimaba que el déficit fiscal para el país terminaría el año en el 11,1% del PIB, tras una caída del PIB en 2020 que se situaría en el 8,4% (vs -5,9% de la estimación del Banco Mundial).

El gobierno interino en febrero 2020 había marcado como objetivo reducir el déficit desde el 7,2% de final de 2019 hasta el 5% en 2022. Pero el BCB indica ahora que las políticas de contención del gasto anteriores fueron erróneas y que retomará el modelo económico social comunitario productivo sin elaborar más en objetivos concretos.

En conclusión, y a pesar de la incertidumbre económica a corto plazo, Bolivia sigue requiriendo de una fuerte inversión pública y privada en infraestructuras y vivienda. Como muestra de ello, el Ministerio de Obras Públicas, en su Plan Plurinacional de Reducción del Déficit Habitacional 2021-25, apuntaba a un déficit habitacional en el país de 1,7 M de viviendas (0,7 M en zonas urbanas y 1 M en zonas rurales). Con el objetivo de reducir los casos más graves, se planeaba la implementación de construcción y mejora de 76.535 soluciones habitacionales mediante subsidio, crédito o mixto.

La situación actual con el Covid-19, y su efecto en la demanda mundial de hidrocarburos y otras materias primas, podría seguir lastrando la economía de la región en los próximos meses, aunque la aceleración en la recuperación de los indicadores del sector desde junio parece positiva.

Creemos que CLERHP se encuentra bien posicionado en el país como refleja su fuerte crecimiento en ventas los últimos años (+14,6% TACC'15-19). CLERHP ofrece todo su catálogo de servicio en el país, incluyendo el alquiler de maquinaria, y ha participado ya en numerosos proyectos donde ha podido demostrar sus ventajas frente a otros competidores.

El MAS, partido del anterior presidente Evo Morales, ha regresado al poder tras las recientes elecciones en octubre 2020

El nuevo presidente, Luis Arce, fue ministro de economía en el anterior gobierno de Evo Morales y fue considerado como uno de los ministros más moderado de ese gobierno, manteniendo buenas relaciones internacionales con el sector financiero

2.2. Paraguay

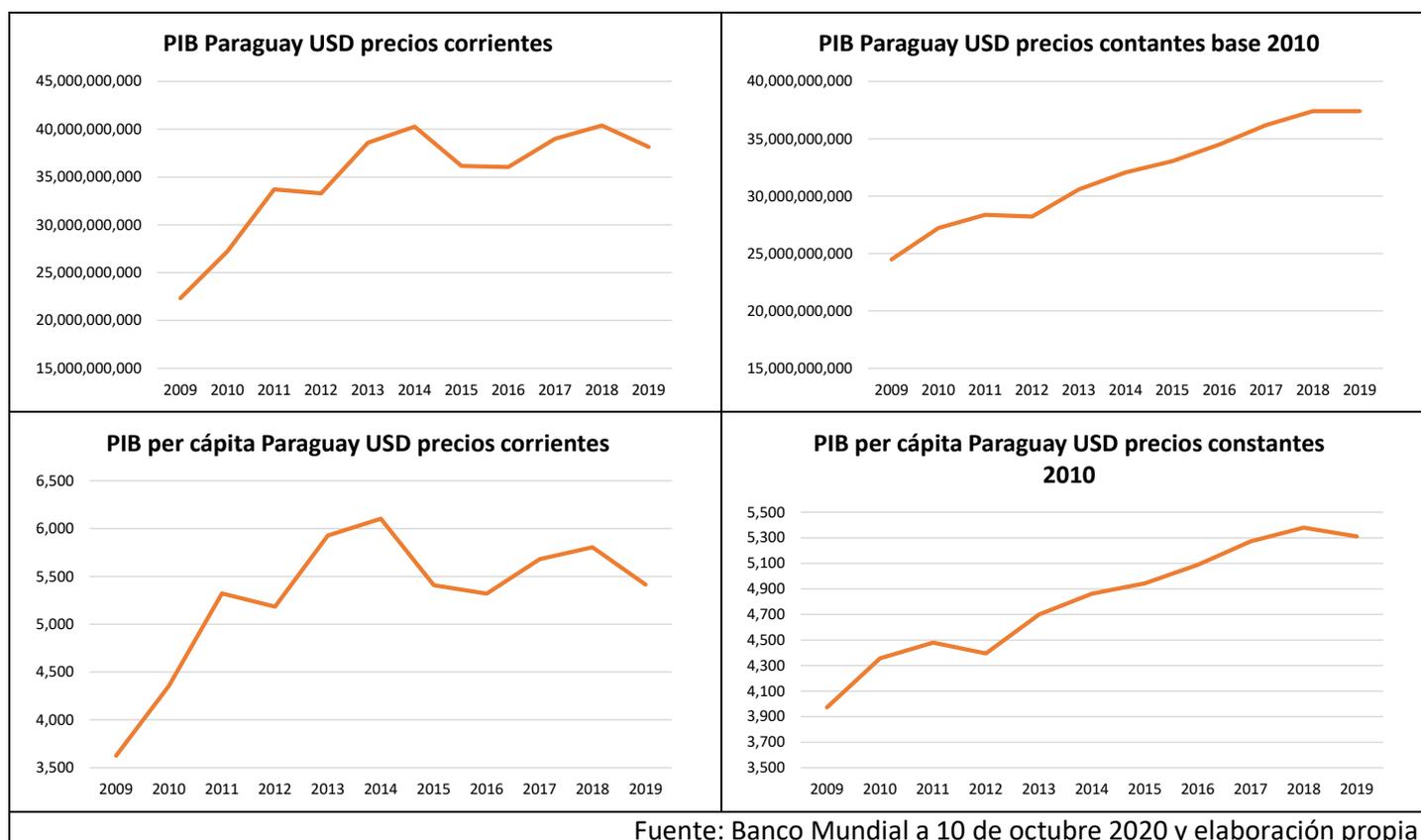
Paraguay es actualmente el segundo país en ventas para CLERHP (30,5% de los ingresos en 2019, y 28,2% en 2018).

El país fue una de las economías de más rápido crecimiento de la región. Como ejemplo de este crecimiento, el PIB de Paraguay alcanzó en 2019 los 38.145 M dólares vs 22.341 M dólares en 2009 y vs 7.196 M dólares en 2003 y (+10,5% TACC'03-19 a precios corrientes, +4,1% TACC'03-19 a precios constantes en dólares con base 2010; +5,5% TACC'03-19 a precios corrientes, y +4,3% TACC'09-19a precios constantes en dólares con base 2010).

El PIB per cápita de Paraguay se situó en 5.414 dólares en 2019 (+4% TACC'09-19 a precios corrientes, +2,9% TACC'09-19 a precios constantes en USD, base 2010).

A continuación, incluimos gráfico con la evolución del PIB y el PIB per cápita en Paraguay:

Paraguay fue en 2019 el segundo mercado por ventas para CLERHP (30,5%), y es actualmente segundo por cartera de proyectos firmados (30,2%)



El partido en el gobierno de Paraguay actualmente es el partido Colorado. Este partido, de corte conservador, ha estado en el poder desde 1947 salvo por el periodo entre 2008 y 2012.

El presidente de Paraguay es Mario Abdo Benítez, que sustituyó en 2018 a Horacio Cartes. A pesar del dominio del partido Colorado en los últimos tiempos, Mario Abdo reiteró en una entrevista en el FT en 2019 que el carácter democrático del



país no está en duda, y que no buscará cambiar la constitución para optar a una reelección como propuso su predecesor y que generó protestas.

En esta entrevista Abdo también reiteró que la lucha contra la corrupción seguirá siendo una de las principales vías para atraer más inversión extranjera, junto con el mantenimiento de impuestos y costes de la energía bajos, así como la inversión en infraestructura y el capital humano.

Durante 2019 el país realizó varias emisiones de bonos que mostraron buena acogida, y el ministro de finanzas paraguayo ha recalado que su objetivo es trabajar para conseguir el grado inversor para la deuda del Paraguay. El rating crediticio actual de Paraguay es Ba1 con Outlook estable para Moody's, y BB+ con Outlook estable para Fitch, ambos ratings a tan sólo un escalón para alcanzar el grado inversor, aunque en el caso de Moody's el país lleva desde 2015 en estos niveles, mientras que para Fitch los niveles actuales de su nota ya fueron alcanzados en 2018.

Sector de la Construcción y evolución 2020

El sector de la construcción en general (infraestructura, *retail*, residencial y corporativo) se ha configurado como un importante motor de la economía paraguaya con un peso en el PIB del 6,1% en la economía.

En 2019 la economía paraguaya repitió los niveles de PIB de 2018 debido a una climatología muy adversa que tuvo un fuerte impacto en el sector primario (-4%, 11% del PIB total), y en el resultado del negocio de agua y generación hidroeléctrica (-11,2%, 7,2% del PIB total) con una de las peores crisis hídricas en Brasil que ha afectado a la producción hídrica de las binacionales. Por su parte, el sector de la Construcción registró un crecimiento de tan sólo el 1,1% en 2019 debido fundamentalmente a un clima adverso en el primer semestre (fuertes lluvias), y a un ritmo lento de ejecución de las obras públicas por la transición de un gobierno a otro.

La expectativa inicial de crecimiento del PIB en 2020 para el Banco Central del Paraguay era del 4,1% apoyada en una normalización de la climatología con efecto positivo en climatología y producción hidroeléctrica, así como por una evolución dinámica de la manufactura y el sector construcción. Sobre este último, el Banco Central destacaba ejecución de planes de inversión en infraestructura por parte del gobierno, como ser redes viales, construcción de viviendas sociales en municipios y el proyecto de mejoramiento de habitabilidad de la Chacarita, todas ellas ya iniciadas en la segunda mitad del 2019

La coyuntura del Covid-19 ha invalidado las expectativas iniciales del Banco Central pero la revisión de octubre 2020 apuntaba a una ligera caída para todo 2020 de tan sólo un 1,5% (vs. -3,5% de la previsión inicial en escenario Covid-19). Esta ligera caída situará a Paraguay como una de las economías menos afectadas de la región, gracias a una evolución muy positiva del sector primario (+8%), registrando una

Paraguay tiene como objetivo alcanzar el grado inversor en su calificación crediticia.

Actualmente se encuentra a tan sólo un escalón tanto para Fitch como Moody's

2019 fue un año débil para la economía paraguaya debido a una climatología muy adversa que impactó en el negocio de generación hidroeléctrica (7,2% del PIB en 2019, -11% vs 2018)



cosecha excepcional de soja, y a una gran evolución del sector construcción (+7%) que ayudó también, junto a sector alimenticio, a una caída del sector manufacturero menor a la esperada inicialmente.

En la última revisión del Banco Mundial (junio 2020), la entidad internacional estimaba una caída del PIB de Paraguay del 2,8% en 2020 y un crecimiento del 4,2% en 2021. Estas previsiones comparan con una caída del PIB para la Sudamérica del 7,4% en 2020, y un crecimiento en 2021 del 2,7%.

Los factores más relevantes para el desarrollo del sector inmobiliario son el aumento del poder adquisitivo de la población (el PIB per cápita casi se ha duplicado en los últimos 10 años), el proceso de urbanización por el trasvase de población a las zonas urbanas (el 35% de la población aún vive en zonas rurales), la fuerte presencia de inversores (atraídos por la estabilidad macro y la atractiva fiscalidad), y la escasa oferta de suelo en Asunción que ha conllevado incrementos de precios favoreciendo la construcción en altura y el desarrollo del sistema financiero hipotecario.

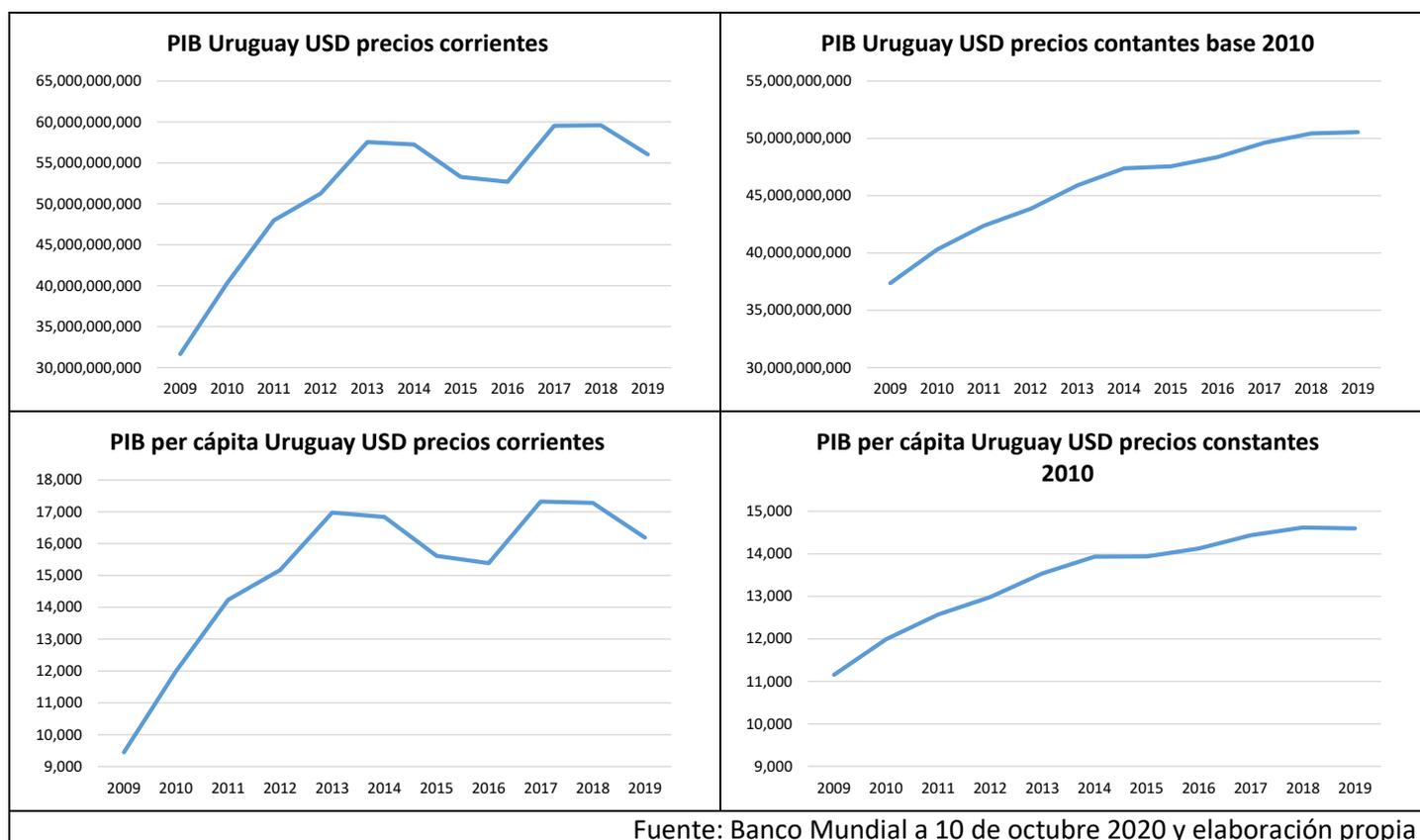
2.3. Uruguay

Uruguay es un nuevo mercado para CLERHP y, por ello, en 2019 esta unidad todavía registró un nivel de ingresos bajo respecto a su facturación total (48.391 euros, 0,4% del total). A pesar de su reducida contribución en ventas, la cartera de proyectos firmados para el país ya alcanza un 18% del total de CLERHP con EUR 4,6 M, niveles similares a los que tenía CLERHP en Bolivia, principal contribuidor del grupo, en 2017.

A pesar de que Uruguay es un nuevo mercado ya supone un 18% de la cartera total de proyectos firmada (a noviembre 2020)

El PIB de Uruguay en 2019 se situó en 56.046 M de dólares (+5,9 TACC'09-19 en precios corrientes, +3,1% TACC'09-19 en precios constantes base 2010), mientras el PIB per cápita se situó en 2019 en 16.190 dólares (+5,5% TACC'09-19 en precios corrientes, +2,7% TACC'09-19 en precios constantes base 2010).

A continuación, incluimos gráfico con la evolución del PIB y el PIB per cápita en Uruguay:



Bajo el gobierno progresista del Frente Amplio, fue uno de los países que registró una de las mejores evoluciones en la región los últimos años (de 2004 a 2019 el PIB de Uruguay registró una TACC de +4% a precios constantes en dólares con base 2010, y +9,9% en precios corrientes). A pesar de ello, el estancamiento reciente de la economía (1,6% PIB real 2018 y +0,2% PIB real 2019), propició una victoria muy ajustada del partido Nacional, de corte conservador. El nuevo presidente, Luis Lacalle Pou, tiene como objetivo mejorar la competitividad, y recortar el déficit

Uruguay destaca por ser el único país de Latino América con rating crediticio de grado inversor



fiscal actual (5% s/PIB), sin incrementar el peso impositivo, ya uno de los mayores de la región. En estimaciones de Lacalle, su gobierno podría recortar hasta USD 900 M del gasto estatal sin comprometer puestos de trabajo públicos.

El Banco Mundial en su actualización de junio estimaba una caída del PIB en 2020 para Uruguay del 3,7% (vs. +2,5% estimación Pre-Covid), y un crecimiento en 2021 del 4,6% (vs +3,5% estimación pre-Covid). Estas previsiones comparan con una caída del PIB para la Sudamérica del 7,4% en 2020, y un crecimiento en 2021 del 2,7%. Las previsiones del FMI para la evolución del PIB para Paraguay son similares a las del Banco Mundial: -3% este año y un +5% en 2021.

Los datos del Banco Central de Uruguay reflejaban hasta junio de 2020 una fuerte caída de la economía debido al Covid-19: caída interanual del 1,4% para el PIB del 1T'20 y del 10,6% para el 2T'20, con una caída generalizada de todos los sectores salvo el sector transporte, aunque con un destacado deterioro del Comercio y Restauración (-3,1% 1T'20 y -31,4% 2T'20). El sector construcción registró una caída del 4,6% en el 1T'20 y una caída del 6,5% en el 2T'20. Las caídas adicionales en el 2T se debieron al establecimiento de una licencia especial en abril y por el menor ritmo en la reanudación de la actividad posterior.

2.4. España

España tuvo un peso del 14,7% en los ingresos totales de CLERHP en 2019. A pesar de que la matriz del grupo se sitúa en España, y que los servicios de consultoría de ingeniería están centralizados en el país, España no es un mercado prioritario para el grupo debido a la alta competencia interna y las malas perspectivas económicas, lastradas adicionalmente por el fuerte impacto del Covid-19 en España. El BCE espera una caída del PIB del 12,4% en 2020. El sector Construcción en España representó el 5,9% del PIB en 2019.

Muestra de este menor interés a muy corto plazo es la revisión del crecimiento en España en el nuevo Plan Estratégico. CLERHP ha pasado de una cartera de proyectos firmada en España de 7,8 M euros en 2018, y de 300.000 euros en 2019, a no figurar el país en su cartera de proyectos.

A pesar de que el país no sea un objetivo prioritario de crecimiento para CLERHP a corto plazo, la larga experiencia y nombre en el sector, combinado con la potencial reducción de participantes en el sector, muy fragmentado e impactado por la crisis, podría abrir nuevas oportunidades puntuales para CLERHP en España en el futuro cercano.

El Banco Mundial estima una caída prevista del PIB de Uruguay en 2020 del 3,7% vs -7,4% para la región. En 2021, la previsión es un crecimiento de 4,6% vs +2,7% del crecimiento esperado para la región

3. PLAN DE NEGOCIO 2020-23

El pasado 26 de noviembre 2020, CLERHP publicó su nuevo Plan de Negocio para el periodo 2020-23. Recordamos que el anterior Plan de Negocio fue publicado en mayo 2019 y recogía el periodo 2019-21. Este plan 2019-21 mejoraba sustancialmente las cifras del plan publicado solamente un año antes (Plan 2018-20) debido al buen ritmo de crecimiento de la cartera de proyectos que estaba experimentado CLERHP durante 2019.

A continuación, incluimos tabla con la comparación de los Resultados obtenidos y los objetivos del Plan de negocio actual y los dos anteriores:

CLERHP										
€	2017	2018	2019	2020 e	2021 e	2022 e	2023 e	TACC 17-20	TACC 17-21	TACC 17-23
Ingresos	5.274.376	10.526.569	13.787.513	9.709.696	13.580.820	15.729.200	18.079.200	22,56%	26,67%	22,79%
%	5,9%	99,6%	31,0%	-29,6%	39,9%	15,8%	14,9%			
Ingresos Plan de Negocio 2018-20		8.043.000	9.250.000	10.637.000				26,34%		
Ingresos Plan de Negocio 2019-21			13.448.000	15.465.000	17.785.000			43,13%	35,51%	
Ingresos Plan de Negocio 2020-23				9.710.000	13.581.000	15.729.000	18.079.000	22,56%	26,67%	27,94%
%			27,8%	12,2%	12,2%	15,8%	14,9%			
EBITDA	989.574	2.054.477	2.722.874	1.300.561	4.013.715	5.279.310	6.383.227	9,54%	41,91%	36,44%
%	62,4%	107,6%	32,5%	-52,2%	208,6%	31,5%	20,9%			
EBITDA Plan de Negocio 2018-20		1.771.000	2.435.000	3.127.000				46,74%		
EBITDA Plan de Negocio 2019-21			2.694.000	3.490.000	4.653.000			52,22%	47,26%	
EBITDA Plan de Negocio 2020-23				1.299.000	4.033.000	5.280.000	6.373.000	9,49%	42,08%	36,40%
EBIT	615.997	1.628.592	2.009.745	635.415	3.178.948	4.189.966	5.062.358	1,04%	50,72%	42,06%
%	186,2%	164,4%	23,4%	-68,4%	400,3%	31,8%	20,8%			
EBIT Plan de Negocio 2018-20		1.259.000	1.794.000	2.417.000				57,72%		
EBIT Plan de Negocio 2019-21			1.854.000	2.470.000	34.333.000			58,87%	173,23%	-100,00%
EBIT Plan de Negocio 2020-23				639.000	3.181.000	4.189.000	5.075.000	1,23%	50,75%	26,64%
Beneficio neto	96.242	812.701	974.473	-559.851	1.791.506	2.408.148	2.955.445	-279,85%	135,40%	76,96%
%	-15,6%	744,4%	19,9%	-157,5%	-420,0%	34,4%	22,7%			
Beneficio neto Plan de Negocio 2018-20		965.000	1.409.000	1.813.000				166,08%		
Beneficio neto Plan de Negocio 2019-21			1.134.000	1.656.000	2.510.000			158,17%	125,98%	-100,00%
Beneficio neto Plan de Negocio 2020-23				-498.000	2.086.000	2.851.000	3.510.000	-272,96%	115,77%	36,86%
Bpa	0,010	0,081	0,097	-0,056	0,178	0,239	0,293			
Margenes										
EBITDA	18,8%	19,5%	19,7%	13,4%	29,6%	33,6%	35,3%			
EBIT	11,7%	15,5%	14,6%	6,5%	23,4%	26,6%	28,0%			
Neto	1,8%	7,7%	7,1%	-5,8%	13,2%	15,3%	16,3%			
Deuda Finan. Neta	1.935.590	2.640.425	5.685.831	8.878.631	7.859.807	6.652.960	3.975.543	66,15%	41,95%	25,99%
DFN Plan de Negocio 2018-20		1.663.000	1.311.000	151.000				-57,27%		
DFN Plan de Negocio 2019-21			4.533.000	3.977.000	2.476.000			27,13%	6,35%	
DFN Plan de Negocio 2020-23				8.874.000	7.789.000	6.490.000	3.836.000	66,13%	41,63%	12,08%
CAPEX	575.231	2.206.909	1.326.626	3.453.534	756.805	1.214.081	1.272.363	81,75%		
CAPEX Plan de Negocio 2018-20		773.000	1.300.000	1.000.000				20,24%		
CAPEX Plan de Negocio 2019-21			2.688.000	1.888.000	1.888.000			48,61%	34,60%	
CAPEX Plan de Negocio 2020-23				3.250.000	743.000	1.203.000	1.258.000	78,11%	6,61%	13,93%
Apalancamiento										
Financiero	99,6%	92,7%	143,3%	241,2%	141,2%	81,3%	34,7%			
Operativo										
EBITDA/Intereses	8,8 x	15,5 x	7,3 x	3,3 x	7,6 x	10,6 x	13,9 x			
DFN/EBITDA	2,0 x	1,3 x	2,1 x	6,8 x	2,0 x	1,3 x	0,6 x			
DFN/EBITDA Plan de Negocio 2018-20		0,8 x	0,5 x	0,1 x						
DFN/EBITDA Plan de Negocio 2019-21			1,7 x	3,1 x	0,6 x					
DFN/EBITDA Plan de Negocio 2020-23				6,8 x	1,9 x	1,2 x	0,6 x			
Multiplicadores Financieros (precio objetivo)										
PER				-42,5 x	13,3 x	9,9 x	8,1 x			
EV/EBITDA				25,1 x	7,9 x	5,8 x	4,4 x			
EV/EBIT				14,5 x	2,6 x	1,7 x	1,0 x			
yield				0,0%	0,0%	0,0%	0,0%			
Acciones (Millones)	10,08	10,08	10,08	10,08	10,08	10,08	10,08			

Resultados CLERHP vs Plan de Negocio. Las cifras 2020e y 2021e corresponden al nuevo Plan de Negocio 2020-23 de CLERHP

3.1. El Covid-19 retrasa la rápida expansión esperada

El Plan 2018-20 (publicado el 30 de mayo de 2018) recogía un crecimiento muy ambicioso en la cuenta de resultados, combinado con una rápida reducción de su deuda: +26% TACC'17-20 en ingresos, +46,7% TACC'17-20 en EBITDA, +166% TACC'17-20 en Beneficio neto, y una reducción del endeudamiento niveles de 2x deuda neta/EBITDA'17 hasta niveles de 1x en 2020.

Por su parte, el Plan 2019-21 (publicado el 27 de mayo de 2019) incrementaba fuertemente las expectativas del Plan 2018-20. CLERHP situó los ingresos 2020 esperados en 15,4 M euros vs el objetivo anterior de 10,6 M euros.

No obstante, el inesperado impacto de la pandemia en 2020 ha supuesto el retraso en el desarrollo de proyectos, habiendo CLERHP reducido recientemente (noviembre 2020) la estimación para los ingresos 2020 hasta 9,7 M euros (-29% vs 2019 y -37% vs objetivo 2020 pre-Covid).

El plan 2019-21 recogía la siguiente evolución esperada: +35,5% TACC'17-21 en ingresos, +47,26% TACC'17-21 en EBITDA, +126% TACC'17-20 en Beneficio neto, y una reducción del endeudamiento niveles de 2x deuda neta/EBITDA'19 hasta niveles de 0,6x en 2021.

- **CLERHP sigue confiando en la fuerte mejora de márgenes**

Dentro del plan 2019-21, CLERHP esperaba un margen EBITDA 2020 del 36% (vs 29% en el plan de 2018-20) y vs 13% tras el impacto Covid-19. A pesar de este deterioro en 2020, CLERHP ha vuelto a recoger un objetivo de margen EBITDA del 29-30% en 2021. Esta estimación son buenas noticias ya que los márgenes obtenidos en 2018-2019 se movieron en un rango del 19-20% y, por tanto, estas estimaciones reflejan la confianza de la empresa en el efecto en tiempos y costes de la mejora de sus procedimientos y tecnología en los últimos tiempos.

- **Nivel inversor en 2020 por encima de lo esperado**

Respecto al endeudamiento, el periodo ha visto un nivel inversor mucho más alto del previsto inicialmente que, junto al impacto del Covid-19 en el desarrollo del negocio, supondrá un endeudamiento a final de año de c.7x deuda neta/EBITDA. CLERHP ha destacado en su nuevo plan que el endeudamiento ajustado al resultado del segundo semestre 2020 ya estaría en niveles de 2,62x DFN/EBITDA, lo que refleja la normalización en el desarrollo de su negocio en la segunda parte del año.

- **CLERHP es conservadora en el plan de expansión vs plan anterior**

Respecto a la estrategia de expansión, y a pesar del positivo segundo semestre de 2020, creemos que CLERHP ha preferido ser conservadora en sus estimaciones por la incertidumbre que todavía existe respecto al impacto y recuperación en la economía por el Covid-19.

CLERHP esperaba crecer en otras dos ciudades en mercados internacionales en 2020 y 2021, quedando finalmente limitado a la entrada en Uruguay debido al impacto del Covid-19 (el crecimiento adicional se retrasa a 2022). Adicionalmente, el crecimiento comercial en España no fue el previsto ya antes de la expansión del Covid-19 por la débil situación de la economía a final de 2019.

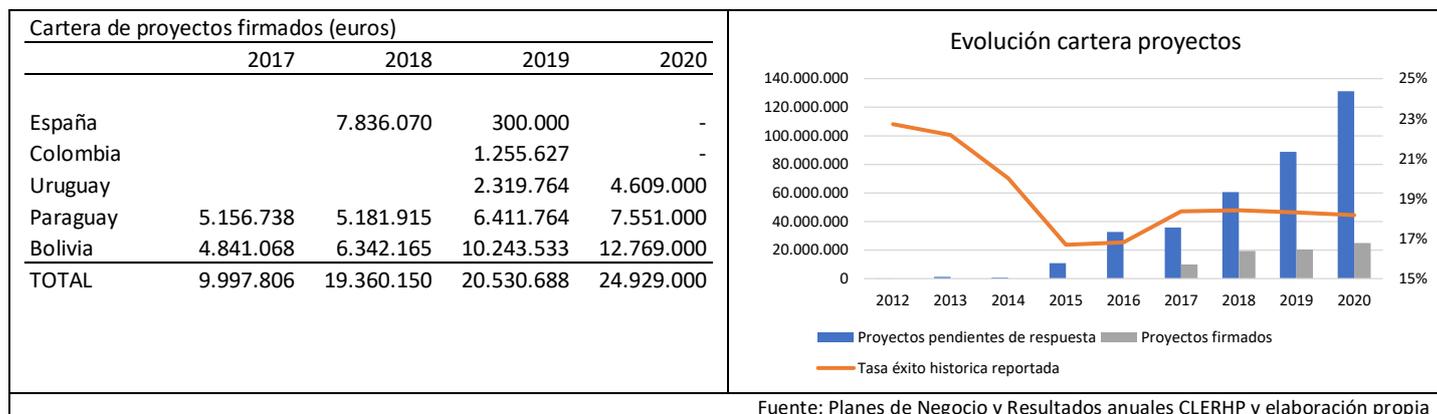


3.2. Nuevo Plan de Negocio 2020-23

El nuevo Plan de Negocio de CLERHP destaca los pilares en los que la empresa basa su ventaja competitiva: (i) ingeniería e innovación, (ii) integración vertical y reducción de intermediarios, (iii) capacidad de captación de negocio, (iv) economías de escala, (v) talento del equipo y, por último (vi) minimización del riesgo.

Estos puntos ya han sido desarrollados en la sección de Modelo de Negocio (páginas 9-11), por lo que a continuación nos centraremos en la evolución de la cartera, y las nuevas estimaciones.

Respecto a la actualización de la cartera, incluimos a continuación la evolución de la cartera de proyectos firmados, la evolución de proyectos ofertados y la tasa de éxito.



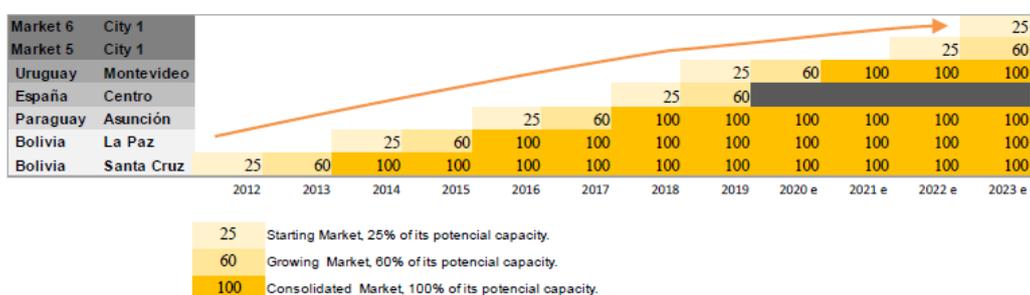
La cartera de proyectos firmados en 2020 es un 149% superior a la cartera firmada a final de 2017. Este crecimiento refleja la fortaleza de la posición comercial de CLERHP en los países donde está presente. Cabe destacar que gracias a las economías de

escala, y la mejora de procesos, CLERHP espera que los márgenes EBITDA mejoren sustancialmente desde niveles del 18-19% en 2018-19 a márgenes más cercanos al 30-35%, márgenes que CLERHP ya esperaba en 2020 pero que la coyuntura Covid no permitió consolidar.

A pesar de la buena evolución de los proyectos firmados incluso en 2020, el impacto del Covid-19 ha supuesto una ralentización en los planes de expansión respecto a lo previsto en el Plan de Negocio anterior. En el siguiente diagrama, CLERHP refleja sus nuevas expectativas. Puede observarse como España sale completamente de su crecimiento a corto y medio plazo, mientras que los planes en Uruguay se mantienen. La entrada de un nuevo mercado se retrasa hasta 2022 por la incertidumbre actual.

CLERHP Group Growth Model

The following graph represents the company's market opening strategy in the coming years. Considering that a normal market can contribute sales of between €2.5 and 3 million per year once consolidated (it could vary according to the exchange rate).



Fuente: Plan de Negocio 2020-23 CLERHP (26 noviembre 2020)

A continuación, incluimos las nuevas estimaciones de la cuenta de Resultados y Balance de CLERHP para el periodo 2020-23:

P&L CONSOLIDATED	2019	2020 e	2021 e	2022 e	2023 e
<i>Thousands of Euros</i>					
Net Amount of the Turnover	13.788	9.710	13.581	15.729	18.079
Direct Cost	-7.852	-5.041	-5.824	-6.418	-7.273
Marging	5.935	4.669	7.756	9.312	10.806
% on turnover	43,05%	48,09%	0,00%	0,00%	0,00%
Work Carried Out by the Company for Assets	136	674	699	813	866
Other Operating Incomes	219	66	73	73	73
Structure Staff Costs	-1.320	-1.993	-2.308	-2.566	-2.823
General Expenses	-2.247	-2.117	-2.188	-2.352	-2.549
EBITDA	2.723	1.299	4.033	5.280	6.373
% on turnover	19,75%	13,38%	29,70%	33,57%	35,25%
Amortization	-723	-818	-880	-1.090	-1.298
Impairment and Gains(losses) on Disposals of Non-Curren	-54	158	28		
Allocation to Profit(loss) of Grants Related to Non-Financial Assets and Others	8				
Other Gains	55				
EBIT	2.010	639	3.181	4.189	5.075
% on turnover	14,58%	6,58%	23,42%	26,63%	28,07%
Financial Incomes	37				
Financial Expenses	-373	-390	-514	-532	-540
Exchange Differences	-69	-529			
Impairment and Gains(losses) from Disposal of Financial Instruments	-221				
Financial Result	-626	-919	-514	-532	-540
EBT	1.384	-280	2.667	3.658	4.536
% on turnover	10,04%	-2,89%	19,64%	23,25%	25,09%
Corporation Tax	-353	-218	-580	-807	-1.026
Net Profit	1.031	-498	2.086	2.851	3.510
% on turnover	7,48%	-5,13%	15,36%	18,13%	19,41%

CONSOLIDATED BALANCE	2019	2020 e	2021 e	2022 e	2023 e
<i>Thousands of Euros</i>					
NON-CURRENT ASSETS	4.917	8.068	7.993	8.316	8.484
Fixed Assets	4.625	7.282	7.208	7.530	7.698
Invest. In Group Companies and Partners L/T	6	352	352	352	352
Financial Investments L/T	172	350	350	350	350
Deferred Tax Assets	90	83	83	83	83
Non Current Customers	24				
CURRENT ASSETS	7.751	9.636	10.392	10.470	12.783
Stocks	1.215	2.058	2.068	1.708	1.658
Customers and Other Debtors	5.695	5.110	5.620	5.733	6.393
Customers and Other Debtors	2.992	2.557	2.709	2.402	2.646
Goods in progress	2.704	2.553	2.911	3.331	3.746
Accruals S/T	24	24	24	24	24
Invest. In Group Companies and Partners S/T	13	33	33	33	33
Financial Investments S/T	163	217	217	217	217
Cash	641	2.194	2.430	2.755	4.459
TOTAL ASSETS	12.668	17.703	18.385	18.786	21.267
NET WORTH	3.967	3.924	5.993	8.815	12.297
Own Funds	3.714	3.409	5.374	7.985	11.151
Share Capital	403	403	403	403	403
Stock Issue Premium	1.017	1.017	1.017	1.017	1.017
Reserves	1.438	2.670	2.122	4.087	6.698
Own Equity Shares	-119	-133	-133	-133	-133
Period Earnings	974	-548	1.965	2.611	3.166
Adjustments for value change	-40	-52	-42	-42	-42
Conversion Differences	-40	-52	-42	-42	-42
Grants	25	250	222	194	166
External Partners	268	317	439	679	1.023
NON CURRENT LIABILITIES	4.483	8.797	7.879	6.835	5.649
Long Term Provisions	30	-42	-40	-40	-40
Long Term Debts	2.877	7.303	6.295	5.158	3.875
Debts for acquisitions	170				
Inveready Bonds	1.406	1.536	1.624	1.717	1.814
CURRENT LIABILITIES	4.218	4.982	4.513	3.136	3.321
Short Term Debts	2.052	2.229	2.300	2.370	2.606
Short Term Debts with Group Companies	19				
Suppliers and Other Creditors	2.110	2.765	2.226	778	727
Short Term Provisions	38	-12	-12	-12	-12
TOTAL LIABILITIES	12.668	17.703	18.385	18.786	21.267

Fuente: Plan de Negocio 2020-23 CLERHP (26 noviembre 2020)

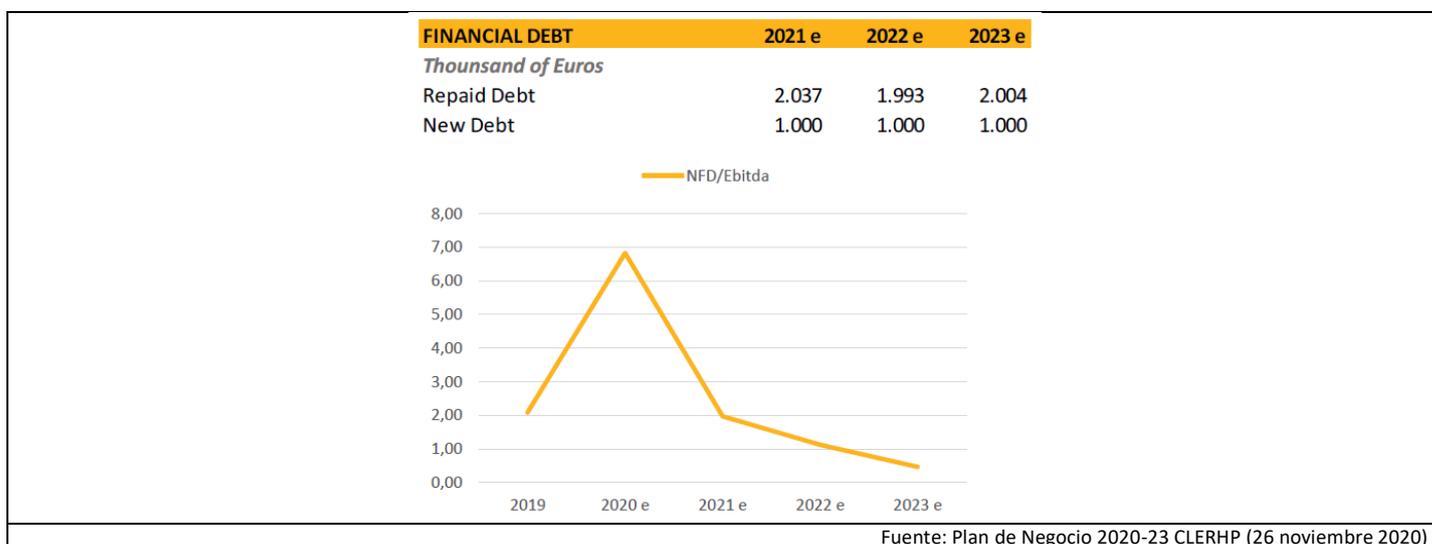
Las nuevas estimaciones de CLERHP fueron publicadas el pasado 26 de noviembre 2020, y deberían ser ya una imagen muy próxima a lo que veremos en 2020. CLERHP espera una caída de ventas en 2020 de -29,6%, una mejor del margen bruto (28,09% vs 43% en 2019), caída del EBITDA del 53% con un empeoramiento del margen EBITDA del 19% al 13%, y unas pérdidas de c. 0,5 M euros vs. BDI positivo de 1 M euros en 2019.

Destaca como la ralentización de proyectos no se trasladó al margen bruto gracias al modelo de negocio de CLERHP. A pesar de ello, el margen EBITDA vio un fuerte deterioro por un incremento de la estructura de costes vinculada al crecimiento del equipo humano de ingeniería y del equipo de R&D.

En cuanto al balance, CLERHP ha invertido fuertemente en 2020. Como ejemplo de ello el activo inmovilizado incrementó en un 56% hasta los 7,2 M euros, y un incremento del activo total de +39% hasta 17,7 M euros.

Respecto al endeudamiento, CLERHP espera terminar el año en niveles de 6,86x deuda neta/EBITDA, que se situarían en niveles ya de 2x a final de 2021 y de menos de 1x en 2023. CLERHP destacó que extrapolando el segundo semestre de 2020, la deuda neta/EBITDA de la compañía sería de 2,62x vs. 6,83x esperada para final de 2020.

A continuación, incluimos gráfico de CLERHP con la evolución de la deuda esperada:



4. EVOLUCIÓN FINANCIERA

4.1. Evolución histórica

En los últimos años CLERHP ha registrado un fuerte crecimiento en ingresos, sólo interrumpido por el impacto global del Covid-19 en 2020.

La TACC'14-19 en ingresos de CLERHP fue del +31%, y del +18% para el periodo 2014-20. La evolución en EBITDA fue también muy positiva recogiendo crecimientos similares, si bien desde 2015 los márgenes han ido mejorando hasta 2020, donde el impacto del Covid-19 sobre el normal desarrollo de los proyectos distorsiona cualquier comparativa.

A nivel de endeudamiento, CLERHP fluctuó en un rango de 1-3x deuda neta/EBITDA entre 2014 y 2019, cerrando 2019 en niveles de 2x. No obstante, el gran ritmo inversor durante 2020, y el impacto en Rdos. por el Covid, situará el endeudamiento en niveles de 6,83x según la reciente revisión de estimaciones de CLERHP (en su Plan de Negocio del 26 de noviembre). Cabe destacar que extrapolando el EBITDA del 2S'20 como referencia, el endeudamiento de final de año se situaría en niveles de 2,62x en estimación de CLERHP y 3,1x en nuestras estimaciones.

En 2020 CLERHP ha alcanzado un nivel de inversión récord (3,4 M euros estimado), adquiriendo 2 startup tecnológicas y aumentando su parque de grúas de cara a su plan de expansión en otros mercados

CLERHP

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020 e	TACC 14-19	TACC 14-20
Ingresos	3.550.000	4.344.929	4.980.958	5.274.376	10.526.569	13.787.513	9.710.000	31,18%	18,26%
%		22,4%	14,6%	5,9%	99,6%	31,0%	-29,6%		
EBITDA	726.000	518.203	609.203	989.574	2.054.477	2.722.874	1.299.000	30,26%	12,34%
%		-28,6%	17,6%	62,4%	107,6%	32,5%	-52,3%		
EBIT	586.000	359.450	215.268	615.997	1.628.592	2.009.745	639.000	27,95%	1,75%
%		-38,7%	-40,1%	186,2%	164,4%	23,4%	-68,2%		
Beneficio neto	368.000	112.025	114.088	96.242	812.701	974.473	-498.000	21,50%	-206,24%
%		-69,6%	1,8%	-15,6%	744,4%	19,9%	-151,1%		
Bpa			0,011	0,010	0,081	0,097	-0,049		
Margenes									
EBITDA	20,5%	11,9%	12,2%	18,8%	19,5%	19,7%	13,4%		
EBIT	16,5%	8,3%	4,3%	11,7%	15,5%	14,6%	6,6%		
Neto	10,4%	2,6%	2,3%	1,8%	7,7%	7,1%	-5,1%		
Deuda Finan. Neta		772.737	1.824.338	1.935.590	2.640.425	5.685.831	8.878.631		
ROE		5,6%	5,7%	5,3%	30,8%	26,3%	-14,8%		
ROCE		11,7%	6,1%	19,6%	40,1%	23,8%	4,3%		
Multiplicadores Financieros (precios de mercado)									
PER			130,7 x	117,9 x	14,3 x	13,4 x	-28,7 x		
EV/EBITDA			27,48 x	13,43 x	6,95 x	6,87 x	17,85 x		
EV/EBIT			9,51 x	3,37 x	1,75 x	2,96 x	14,39 x		
yield			0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%		
P/VL			2,95	2,21	1,14	1,03	0,81		
Apalancamiento									
Financiero		34,9%	82,1%	99,6%	92,7%	143,3%	241,2%		
Operativo									
EBITDA/Intereses		4,8 x	4,9 x	8,8 x	15,5 x	7,3 x	3,3 x		
DFN/EBITDA		1,5 x	3,0 x	2,0 x	1,3 x	2,1 x	6,8 x		
Capex	959.442	765.650	575.231	2.206.909	1.326.626	3.453.534			
Acciones (Millones)			10,08	10,08	10,08	10,08	10,08		

Fuente: Cuentas anuales de CLERHP 2015-2019 y Plan de Negocio 2020-23. Capex'20e estimación Researchfy.

4.2. Rdos. esperados 2020: positiva reactivación en el 2S'20

A continuación, incluimos tabla con resumen de la cuenta de P&G de 2017 a 2020 y Rdos. Semestrales de 2019 y 2020. Cabe destacar que los números para 2020 se basan en las previsiones actualizadas a noviembre de 2020 de la propia empresa y, por tanto, no esperamos cambios relevantes respecto a las cifras finales.

	2017	2018	2019	2020e	1S'19	2S'19	1S'20	2S'20e
Ingresos	5.274.376	10.527.000	13.788.000	9.710.000	6.902.000	6.886.000	3.437.000	6.273.000
Margen Bruto	3.839.279	5.429.000	6.071.000	4.669.000	3.056.000	3.015.000	1.717.000	2.952.000
<i>margen Bruto (%)</i>	72,8%	51,6%	44,0%	48,1%	44,3%	43,8%	50,0%	47,1%
EBITDA	1.025.968	1.976.000	2.723.000	1.299.000	1.078.000	1.645.000	-124.000	1.423.000
<i>margen EBITDA (%)</i>	19,5%	18,8%	19,7%	13,4%	15,6%	23,9%	-3,6%	22,7%
EBIT	615.997	1.629.000	2.010.000	639.000	884.000	1.126.000	-536.000	1.175.000
<i>margen EBIT (%)</i>	11,7%	15,5%	14,6%	6,6%	12,8%	16,4%	-15,6%	18,7%
Coste Finan. neto	-366.727	-253.000	-626.000	-280.000	-226.000	-400.000	-484.000	204.000
BDI	82.441	881.000	1.031.000	-498.000	447.000	584.000	-1.152.000	654.000
		8,4%	7,5%	-5,1%	6,5%	8,5%	-33,5%	10,4%
Deuda Financiera Neta	1.935.590	2.640.425	5.685.831	8.874.000	5.685.831	6241000	8.874.000	
DFN/EBITDA	1,89	1,34	2,09	6,83	1,73	-	3,12	

Fuente: Rdos. CLERHP y elaboración propia

La clave de las estimaciones 2020 de CLERHP es que reflejan una fuerte recuperación durante el segundo semestre de 2020, pasando de una caída en ingresos del 50% en el 1S'20 a una caída del 8% en el 2S'20, y del -43% en EBITDA en el 1S'20 a -13,5% en el 2S'20. Extrapolando el segundo semestre de 2020, el endeudamiento estaría en niveles de 3,1x (2,62x en estimaciones de CLERHP) vs 6,83x que reflejarán las estimaciones para final de año de CLERHP.

Esta mejora es clave para la gestión de CLERHP de sus líneas de financiación con las diferentes entidades financieras e inversores mientras retoma el crecimiento en sus mercados.

5. ANÁLISIS DAFO

Incluimos a continuación Análisis DAFO de CLERHP:

Debilidades:

- El tamaño reducido de CLERHP, y su reducida diversificación, le hace más susceptible a crisis en su sector.
- El grueso de los ingresos tiene origen en mercados emergentes de Latino América.
- Sus líneas de negocio por separado son consideradas un *commodity*, especialmente en Europa y otros mercados desarrollados.
- Elevado endeudamiento (6,8x Deuda Neta/EBITDA estimado a cierre de 2020, 2,6x ajustado por Rdos. 2S'20) por proceso inversor e impacto del Covid-19 especialmente en el 2T'20.

La diversificación geográfica es todavía limitada con gran dependencia de Bolivia (54% ingresos) y Paraguay (30% ingresos)

Amenazas:

- Ralentización del crecimiento en Latino América.
- Potencial incremento de la mora o la cancelación de proyectos derivada del Covid-19. CLERHP no adquiere los suministros para la obra, lo que limita las pérdidas por la paralización o pérdida de un proyecto.
- Endurecimiento de las condiciones bancarias y de financiación en 2021 como resultado del incremento de la mora para la Banca.
- Ciclicidad del sector.

La creciente competitividad y los potenciales cambios regulatorios son las principales amenazas

Fortalezas:

- Excelente *track record* en captación y desarrollo de negocio en Bolivia y Paraguay.
- Negocio integrado llave en mano con tecnología y procesos propios.
- Capacidad de endeudamiento a mejor coste que el grueso de los competidores locales en sus mercados de crecimiento.
- La compra de suministros es responsabilidad del cliente, reduciendo el riesgo operativo.

Los bajos tiempos de cálculo de propuestas, y la oferta llave en mano, componen la ventaja competitiva de CLERHP

Oportunidades:

- Expansión en mercados de alto crecimiento.
- La apuesta por digitalización y la mejora continua de procesos puede añadir nuevas líneas de negocio en el futuro.
- Adquisiciones de empresas locales en mercados objetivo podrían aflorar sinergias, acelerar la expansión, e incrementar las economías de escala.

Las principales oportunidades para CLERHP son la exportación de su modelo a otros mercados en Latino América, y la digitalización

Incluimos a continuación tabla resumen del análisis DAFO:

<p style="text-align: center;">DEBILIDADES</p> <ul style="list-style-type: none"> - Tamaño reducido - El grueso de los ingresos tiene origen en mercados emergentes de Latino América - Sus líneas de negocio por separado son consideradas un <i>commodity</i>, especialmente en Europa y otros mercados desarrollados - Elevado endeudamiento (6,8x DN/EBITDA 2020e, 2,6x ajustado por Rdo. 2S'20e) 	<p style="text-align: center;">AMENAZAS</p> <ul style="list-style-type: none"> - Ralentización del crecimiento en Latino América - Potencial incremento de la mora o la cancelación de proyectos derivada del Covid - Endurecimiento de las condiciones bancarias y de financiación en 2021 como resultado del incremento de la mora para la Banca - Ciclicidad del sector
<p style="text-align: center;">FORTALEZAS</p> <ul style="list-style-type: none"> - Excelente track record en captación y desarrollo de negocio en Bolivia y Paraguay - Negocio integrado llave en mano con tecnología y procesos propios - Capacidad de endeudamiento a mejor coste que el grueso de los competidores locales en sus mercados de crecimiento - La compra de suministros es responsabilidad del cliente, reduciendo el riesgo operativo 	<p style="text-align: center;">OPORTUNIDADES</p> <ul style="list-style-type: none"> - Expansión en mercados de alto crecimiento - La apuesta por digitalización y mejora de procesos puede añadir nuevas líneas de negocio en el futuro - Adquisiciones de empresas locales en mercados objetivo podrían aflorar sinergias e incrementar las economías de escala

6. VALORACIÓN

CLERHP es una mediana empresa de alto crecimiento internacional en países emergentes de Latino América, y en un nicho del sector de construcción como es el servicio integrado del cálculo de estructuras y construcción de éstas.

Dada la incertidumbre actual por el Covid-19, hemos optado por ofrecer un escenario base de valoración tomando estimaciones alineadas con las ofrecidas recientemente por CLERHP (26 de noviembre 2020) en el plan de negocio 2020-23, para a continuación estudiar otros escenarios.

Alineamos nuestras estimaciones para el escenario base a las ofrecidas por CLERHP en su Plan de negocio 2020-23, publicado el pasado 26 de noviembre 2020

Valoración Base: cumplimiento del Plan de Negocio 2020-23

Nuestra valoración base (2,36 euros/acc.) incluye estimaciones en línea con aquellas de CLERHP (ver pág. 26). En resumen, incluyen:

- TACC'19-23 en ingresos de +7%

Este crecimiento en ingresos estaría apoyado en el crecimiento en Uruguay y la entrada en otros dos mercados, uno en 2022 (con aportación de hasta el 60% el segundo año) y otro en 2023. Recordamos que CLERHP como aproximación calcula un incremento de ingresos de 2,5-3 M euros por mercado una vez llegado al desarrollo óptimo. Uruguay no tuvo aportación relevante en 2019, pero ya supone el 18% de la cartera lo que suponen buenas expectativas para su aportación a este crecimiento esperado.

- TACC'19-23% en EBITDA de +23%

El mayor crecimiento en EBITDA se debe a los elevados márgenes EBITDA que CLERHP espera obtener: 29% en 2021, 33,5% en 2022, y 35% en 2023. Estos márgenes son claramente superiores a los vistos anteriormente (18,8-20% entre 2017 y 2019), y se justificaría por un mix de crecimiento esperado donde no se prevé desarrollar proyectos en España, con márgenes más reducidos y costes vinculados superiores.

- Reducción de Deuda Neta/EBITDA desde 6,8x 2020 hasta 0,6x en 2023

La combinación de una rápida recuperación (ver evolución segundo semestre de CLERHP en pág. 29), el crecimiento esperado en Uruguay y otros mercados, y una inversión claramente inferior a la vista en 2020 (3,4 M euros estimado vs 756.000 euros esperado en 2021, y niveles de 1,2 M euros en 2020 y 2023), permitiría reducir el endeudamiento desde niveles esperado de 6,8x Deuda Neta/EBITDA en 2020 (2,7-3,1x extrapolando el EBITDA esperado del 2S'20) hasta niveles de tan sólo 0,6x en 2023.

A continuación incluimos resumen de estimaciones para este escenario:

CLERHP												
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020 e	2021 e	2022 e	2023 e	TACC 14-19	TACC 19-23
Ingresos	3.550.000	4.344.929	4.980.958	5.274.376	10.526.569	13.787.513	9.709.696	13.580.820	15.729.200	18.079.200	31,18%	7,01%
%		22,4%	14,6%	5,9%	99,6%	31,0%	-29,6%	39,9%	15,8%	14,9%		
Ingresos Plan 2020-23							9.710.000	13.581.000	15.729.000	18.079.000		7,01%
Ingresos Consenso							15.400.000	19.300.000	20.600.000		-	
%							11,7%	25,3%	6,7%			
EBITDA	726.000	518.203	609.203	989.574	2.054.477	2.722.874	1.300.561	4.013.715	5.279.310	6.383.227	30,26%	23,74%
%		-28,6%	17,6%	62,4%	107,6%	32,5%	-52,2%	208,6%	31,5%	20,9%		
EBITDA Plan 2020-23							1.299.000	4.033.000	5.280.000	6.373.000		23,69%
EBITDA Consenso							3.400.000	4.700.000	5.100.000		-	
%							-100,0%	24,9%	38,2%	8,5%		
EBIT	586.000	359.450	215.268	615.997	1.628.592	2.009.745	635.415	3.178.948	4.189.966	5.062.358	27,95%	25,98%
%		-38,7%	-40,1%	186,2%	164,4%	23,4%	-68,4%	400,3%	31,8%	20,8%		
EBIT Plan 2020-23							639.000	3.181.000	4.189.000	5.075.000		26,06%
EBIT Consenso							2.600.000	3.700.000	4.000.000		-	
Beneficio neto	368.000	112.025	114.088	96.242	812.701	974.473	-559.851	1.791.506	2.408.148	2.955.445	21,50%	31,97%
%		-69,6%	1,8%	-15,6%	744,4%	19,9%	-157,5%	-420,0%	34,4%	22,7%		
Beneficio neto Plan 2020-23							-498.000	2.086.000	2.851.000	3.510.000		37,76%
Beneficio neto Consenso							1.600.000	2.400.000	2.700.000		-	
Bpa			0,011	0,010	0,081	0,097	-0,056	0,178	0,239	0,293		
Margenes												
EBITDA	20,5%	11,9%	12,2%	18,8%	19,5%	19,7%	13,4%	29,6%	33,6%	35,3%		
EBIT	16,5%	8,3%	4,3%	11,7%	15,5%	14,6%	6,5%	23,4%	26,6%	28,0%		
Neto	10,4%	2,6%	2,3%	1,8%	7,7%	7,1%	-5,8%	13,2%	15,3%	16,3%		
Deuda Finan. Neta		772.737	1.824.338	1.935.590	2.640.425	5.685.831	8.878.631	7.859.807	6.652.960	3.975.543		
Deuda Finan. Neta Plan 2020-23							8.874.000	7.789.000	6.490.000	3.836.000		
Deuda Neta consenso							7.300.000	8.100.000	6.900.000			
ROE		5,6%	5,7%	5,3%	30,8%	26,3%	-16,6%	34,9%	32,1%	28,3%		
ROCE		11,7%	6,1%	19,6%	40,1%	23,8%	4,3%	19,9%	23,6%	25,3%		
Multiplicadores Financieros (precios de mercado)												
PER			130,7 x	117,9 x	14,3 x	13,4 x	-25,6 x	8,0 x	5,9 x	4,8 x		
EV/EBITDA			27,48 x	13,43 x	6,95 x	6,87 x	17,83 x	5,52 x	3,97 x	2,86 x		
EV/EBIT			9,51 x	3,37 x	1,75 x	2,96 x	14,47 x	2,61 x	1,75 x	0,99 x		
yield			0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%		
P/VL			2,95	2,21	1,14	1,03	0,81	0,78	0,77	0,68		
Apalancamiento												
Financiero		34,9%	82,1%	99,6%	92,7%	143,3%	241,2%	141,2%	81,3%	34,7%		
Operativo												
EBITDA/Intereses		4,8 x	4,9 x	8,8 x	15,5 x	7,3 x	3,3 x	7,6 x	10,6 x	13,9 x		
DFN/EBITDA		1,5 x	3,0 x	2,0 x	1,3 x	2,1 x	6,8 x	2,0 x	1,3 x	0,6 x		
Multiplicadores Financieros (precio objetivo)												
PER							-42,5 x	13,3 x	9,9 x	8,1 x		
EV/EBITDA							25,1 x	7,9 x	5,8 x	4,4 x		
EV/EBIT							14,5 x	2,6 x	1,7 x	1,0 x		
yield							0,0%	0,0%	0,0%	0,0%		
Capex		959.442	765.650	575.231	2.206.909	1.326.626	3.453.534	756.805	1.214.081	1.272.363		
Capex Plan 2020-23								743.000	1.203.000	1.258.000		
Acciones (Millones)			10,08	10,08	10,08	10,08	10,08	10,08	10,08	10,08		

Fuente: estimaciones Researchfy, objetivos Plan de Negocio 2020-23 de CLERHP (26/11/2020) y estimaciones GVC Gaesco para el consenso (inicio de cobertura de 15 junio 2020)

La claves de este escenario no es tan sólo la recuperación de los ingresos, la cuál estaría en camino teniendo en cuenta los resultados 2S'20 implícitos en las estimaciones de CLERHP para final de año, sino también la recuperación de los pedidos que soporten el positivo crecimiento que CLERHP espera. Cabe destacar que la guía 2020-23 incluye el retraso de la entrada en otros mercados por la incertidumbre actual.

Por otro lado creemos que será clave la consolidación de los márgenes EBITDA esperados por CLERHP. El racional detrás de la mejora (mix de mayores márgenes por menos peso de España, y mejora de procedimientos), lo soporta pero creemos que la entrega de resultados con estos márgenes objetivo apoyará sin duda la evolución de la cotización de CLERHP.

A continuación incluimos detalle del descuento de flujo de caja para este escenario de valoración:

DCF CLERHP		2019	2020 e	2021 e	2022 e	2023 e
EBIT		2,01	0,64	3,18	4,19	5,06
Amortizaciones		0,72	0,82	0,86	1,09	1,32
Impuestos (EBITxt)		0,56	0,18	0,88	1,16	1,41
Inversiones		1,33	3,45	0,76	1,21	1,27
Variación Fondo Maniobra		0,90	-0,34	0,97	0,43	0,64
CFLOW		-0,1	-1,8	1,4	2,5	3,1
CFL descontados				1,4	2,2	2,5
VALOR TR	29,32					
VALOR TOTAL ACTIVOS	32,99			WACC	10,2%	
Minoritarios	-0,32			Bono a diez años	1,05%	
Deuda Financiera Neta 2020e	-8,88			Prima de riesgo x β	13,0%	
Valor total FF. PP	23,79			Ki	6,3%	
Número de acciones (Millones)	10,08			Ki neta de impuestos	4,5%	
Valor estimado por acción	2,36			Apalancamiento financiero obj.	40%	
Precio por acción actual	1,42			Coste de FF.PP.	14%	
				g=	5,0%	

Fuente: estimaciones propias

A continuación incluimos sensibilidades de esta valoración en función de la variación del Coste de capital ponderado medio (WACC) y del crecimiento constante a perpetuidad (g), así como de la Beta y del crecimiento constante a perpetuidad (g):

		WACC							Beta				
		8,2%	9,2%	10,2%	11,2%	12,2%			1,2	1,3	1,4	1,5	1,6
g	3,0%	1,88	1,83	1,79	1,74	1,70	g	3,0%	2,32	2,03	1,79	1,58	1,41
	4,0%	2,15	2,10	2,05	2,00	1,95		4,0%	2,70	2,34	2,05	1,80	1,60
	5,0%	2,47	2,42	2,36	2,31	2,25		5,0%	3,19	2,73	2,36	2,06	1,82
	6,0%	2,88	2,82	2,76	2,69	2,63		6,0%	3,84	3,23	2,75	2,38	2,08
	7,0%	3,41	3,33	3,26	3,19	3,12		7,0%	4,73	3,89	3,26	2,78	2,40

Fuente: estimaciones Researchfy

Destacar que para el cálculo de nuestro coste de capital base consideramos un prima de riesgo de mercado de 10,37% para la exposición ponderada a mercados de CLERHP que esperamos a corto plazo (51% Bolivia, 30% Paraguay, 18% Uruguay), una tasa libre de riesgo del 1,05%, y una Beta de 1,4.

En cuanto al crecimiento constante a perpetuidad, creemos que el 5% es una estimación razonable dada la aportación que cada nuevo mercado aportaría a CLERHP (como comentábamos anteriormente, cada nueva ciudad aportaría c.2,5-3 M euros/año tras 3-4 años), y a su apuesta por el crecimiento en mercados emergentes. Aunque CLERHP ralentiza su expectativa de crecimiento a corto, este plan de negocio incluye la apertura de 2 nuevos mercados (ciudades) desde 2022.

Escenario Pesimista: ralentización y menores márgenes

Si consideramos un escenario de fuerte ralentización económica donde CLERHP sólo pudiese recoger ligeros crecimientos del 2-3% en ventas en 2022 y 2023, y donde los márgenes EBITDA se situasen en niveles del 28-29% (lejos del rango 33-35% del plan de negocio), la valoración objetiva de CLERHP se situaría en niveles de 1,47 euros/acc., ligeramente por encima del precio actual.

Cabe destacar en este escenario que CLERHP dispone de activos (maquinaria) que no sería necesaria a corto plazo y que podría vender para compensar parte del impacto por la ralentización.

CLERHP escenario pesimista												
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020 e	2021 e	2022 e	2023 e	TACC 14-19	TACC 19-23
Ingresos	3.550.000	4.344.929	4.980.958	5.274.376	10.526.569	13.787.513	9.709.696	13.580.820	14.000.000	14.300.000	31,18%	0,92%
%		22,4%	14,6%	5,9%	99,6%	31,0%	-29,6%	39,9%	3,1%	2,1%		
Ingresos PLAN 2020-23							9.710.000	13.581.000	15.729.000	18.079.000		7,01%
Ingresos CONSENSO							15.400.000	19.300.000	20.600.000			
%							11,7%	25,3%	6,7%			
EBITDA	726.000	518.203	609.203	989.574	2.054.477	2.722.874	1.300.561	3.518.015	3.925.797	4.171.381	30,26%	11,25%
%		-28,6%	17,6%	62,4%	107,6%	32,5%	-52,2%	170,5%	11,6%	6,3%		
EBITDA PLAN 2020-23							1.299.000	4.033.000	5.280.000	6.373.000		23,69%
EBITDA CONSENSO							3.400.000	4.700.000	5.100.000			
%							-100,0%	24,9%	38,2%	8,5%		
EBIT	586.000	359.450	215.268	615.997	1.628.592	2.009.745	635.415	2.683.248	2.836.452	2.850.512	27,95%	9,13%
%		-38,7%	-40,1%	186,2%	164,4%	23,4%	-68,4%	322,3%	5,7%	0,5%		
EBIT PLAN 2020-23							639.000	3.181.000	4.189.000	5.075.000		26,06%
EBIT CONSENSO							2.600.000	3.700.000	4.000.000			
Beneficio neto	368.000	112.025	114.088	96.242	812.701	974.473	-559.851	1.429.177	1.518.910	1.536.195	21,50%	12,05%
%		-69,6%	1,8%	-15,6%	744,4%	19,9%	-157,5%	-355,3%	6,3%	1,1%		
Beneficio neto PLAN 2020-23							-498.000	2.086.000	2.851.000	3.510.000		37,76%
Beneficio neto CONSENSO							1.600.000	2.400.000	2.700.000			
Bpa			0,011	0,010	0,081	0,097	-0,056	0,142	0,151	0,152		
Margenes												
EBITDA	20,5%	11,9%	12,2%	18,8%	19,5%	19,7%	13,4%	25,9%	28,0%	29,2%		
EBIT	16,5%	8,3%	4,3%	11,7%	15,5%	14,6%	6,5%	19,8%	20,3%	19,9%		
Neto	10,4%	2,6%	2,3%	1,8%	7,7%	7,1%	-5,8%	10,5%	10,8%	10,7%		
Deuda Finan. Neta		772.737	1.824.338	1.935.590	2.640.425	5.685.831	8.878.631	8.148.800	7.267.665	5.484.484		
Deuda Finan. Neta Plan 2020-23							8.874.000	7.789.000	6.490.000	3.836.000		
Deuda Neta consenso							7.300.000	8.100.000	6.900.000			
ROE		5,6%	5,7%	5,3%	30,8%	26,3%	-16,6%	30,0%	24,3%	19,8%		
ROCE		11,7%	6,1%	19,6%	40,1%	23,8%	4,3%	16,8%	16,7%	15,3%		
Multiplicadores Financieros (precios de mercado)												
PER			130,7 x	117,9 x	14,3 x	13,4 x	-25,6 x	10,0 x	9,4 x	9,3 x		
EV/EBITDA			27,48 x	13,43 x	6,95 x	6,87 x	17,83 x	6,38 x	5,50 x	4,75 x		
EV/EBIT			9,51 x	3,37 x	1,75 x	2,96 x	14,47 x	3,20 x	2,77 x	2,18 x		
yield			0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%		
P/VL			2,95	2,21	1,14	1,03	0,81	0,78	0,80	0,74		
Apalancamiento												
Financiero		34,9%	82,1%	99,6%	92,7%	143,3%	241,2%	156,6%	106,3%	64,6%		
Operativo												
EBITDA/Intereses		4,8 x	4,9 x	8,8 x	15,5 x	7,3 x	3,3 x	6,6 x	7,6 x	8,2 x		
DFN/EBITDA		1,5 x	3,0 x	2,0 x	1,3 x	2,1 x	6,8 x	2,3 x	1,9 x	1,3 x		
Multiplicadores Financieros (precio objetivo)												
PER							-26,5 x	10,4 x	9,8 x	9,7 x		
EV/EBITDA							18,3 x	6,5 x	5,6 x	4,9 x		
EV/EBIT							14,5 x	3,2 x	2,8 x	2,2 x		
yield							0,0%	0,0%	0,0%	0,0%		
Capex		959.442	765.650	575.231	2.206.909	1.326.626	3.453.534	756.805	1.214.081	1.272.363		
Capex Plan 2020-23								743.000	1.203.000	1.258.000		
Acciones (Millones)			10,08	10,08	10,08	10,08	10,08	10,08	10,08	10,08		

Fuente: estimaciones Researchfy, objetivos Plan de Negocio 2020-23 de CLERHP (26/11/2020) y estimaciones GVC Gaesco para el consenso (inicio de cobertura de 15 junio 2020)

Escenario Optimista: aceleración del crecimiento

En caso de que CLERHP fuese capaz de acelerar la expansión 12 meses respecto al plan recogido en el Plan de Negocio (TACC'20-23 +8,35% vs +5,67% del actual Plan de Negocio), la valoración de CLERHP podría mejorar a niveles de 2,63 euros/acc. Esta aceleración permitiría el desarrollo completo o casi completo de un nuevo mercado (nueva ciudad) que aportaría 2,5-3 M euros en total, más un mayor avance en un segundo nuevo mercado. El Plan de negocio actual incluiría en 2023 un nuevo mercado desarrollado al 60%, y otro segundo nuevo mercado tan sólo al 25% (mismo año de entrada). En nuestra estimaciones este escenario de aceleración supondría al menos 1 M euros adicional en ingresos respecto al Plan de Negocio 2020-23.

CLERHP escenario optimista												
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020 e	2021 e	2022 e	2023 e	TACC 14-19	TACC 19-23
Ingresos	3.550.000	4.344.929	4.980.958	5.274.376	10.526.569	13.787.513	9.709.696	14.000.000	17.000.000	19.000.000	31,18%	8,35%
%		22,4%	14,6%	5,9%	99,6%	31,0%	-29,6%	44,2%	21,4%	11,8%		
Ingresos PLAN 2020-23							9.710.000	13.581.000	15.729.000	18.079.000		7,01%
Ingresos CONSENSO							15.400.000	19.300.000	20.600.000		-	
%							11,7%	25,3%	6,7%			
EBITDA	726.000	518.203	609.203	989.574	2.054.477	2.722.874	1.300.561	4.246.528	6.006.843	6.910.385	30,26%	26,22%
%		-28,6%	17,6%	62,4%	107,6%	32,5%	-52,2%	226,5%	41,5%	15,0%		
EBITDA PLAN 2020-23							1.299.000	4.033.000	5.280.000	6.373.000		23,69%
EBITDA CONSENSO							3.400.000	4.700.000	5.100.000		-	
%							-100,0%	24,9%	38,2%	8,5%		
EBIT	586.000	359.450	215.268	615.997	1.628.592	2.009.745	635.415	3.411.760	4.917.499	5.589.516	27,95%	29,14%
%		-38,7%	-40,1%	186,2%	164,4%	23,4%	-68,4%	436,9%	44,1%	13,7%		
EBIT PLAN 2020-23							639.000	3.181.000	4.189.000	5.075.000		26,06%
EBIT CONSENSO							2.600.000	3.700.000	4.000.000		-	
Beneficio neto	368.000	112.025	114.088	96.242	812.701	974.473	-559.851	1.959.502	2.932.774	3.343.791	21,50%	36,10%
%		-69,6%	1,8%	-15,6%	744,4%	19,9%	-157,5%	-450,0%	49,7%	14,0%		
Beneficio neto PLAN 2020-23							-498.000	2.086.000	2.851.000	3.510.000		37,76%
Beneficio neto CONSENSO							1.600.000	2.400.000	2.700.000		-	
Bpa	0,037	0,011	0,011	0,010	0,081	0,097	-0,056	0,194	0,291	0,332		
Margenes												
EBITDA	20,5%	11,9%	12,2%	18,8%	19,5%	19,7%	13,4%	30,3%	35,3%	36,4%		
EBIT	16,5%	8,3%	4,3%	11,7%	15,5%	14,6%	6,5%	24,4%	28,9%	29,4%		
Neto	10,4%	2,6%	2,3%	1,8%	7,7%	7,1%	-5,8%	14,0%	17,3%	17,6%		
Deuda Finan. Neta		772.737	1.824.338	1.935.590	2.640.425	5.685.831	8.878.631	7.866.019	6.450.832	3.496.781		
Deuda Finan. Neta Plan 2020-23							8.874.000	7.789.000	6.490.000	3.836.000		
Deuda Neta consenso							7.300.000	8.100.000	6.900.000			
ROE		5,6%	5,7%	5,3%	30,8%	26,3%	-16,6%	37,0%	35,8%	29,0%		
ROCE		11,7%	6,1%	19,6%	40,1%	23,8%	4,3%	21,1%	27,0%	27,1%		
Multiplicadores Financieros (precios de mercado)												
PER			130,7 x	117,9 x	14,3 x	13,4 x	-25,6 x	7,3 x	4,9 x	4,3 x		
EV/EBITDA			27,48 x	13,43 x	6,95 x	6,87 x	17,83 x	5,22 x	3,46 x	2,58 x		
EV/EBIT			9,51 x	3,37 x	1,75 x	2,96 x	14,47 x	2,43 x	1,45 x	0,81 x		
yield			0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%		
P/VL			2,95	2,21	1,14	1,03	0,81	0,78	0,75	0,66		
Apalancamiento												
Financiero		34,9%	82,1%	99,6%	92,7%	143,3%	241,2%	137,2%	72,7%	27,9%		
Operativo												
EBITDA/Intereses		4,8 x	4,9 x	8,8 x	15,5 x	7,3 x	3,3 x	8,0 x	12,2 x	15,5 x		
DFN/EBITDA		1,5 x	3,0 x	2,0 x	1,3 x	2,1 x	6,8 x	1,9 x	1,1 x	0,5 x		
Multiplicadores Financieros (precio objetivo)												
PER							-47,4 x	13,6 x	9,1 x	7,9 x		
EV/EBITDA							27,2 x	8,1 x	5,5 x	4,3 x		
EV/EBIT							14,5 x	2,4 x	1,4 x	0,8 x		
yield							0,0%	0,0%	0,0%	0,0%		
Capex	959.442	765.650	575.231	2.206.909	1.326.626	3.453.534	756.805	1.214.081	1.272.363			
Capex Plan 2020-23							743.000	1.203.000	1.258.000			
Acciones (Millones)			10,08	10,08	10,08	10,08	10,08	10,08	10,08	10,08		

Fuente: estimaciones Researchfy, objetivos Plan de Negocio 2020-23 de CLERHP (26/11/2020) y estimaciones GVC Gaesco para el consenso (inicio de cobertura de 15 junio 2020)

7. CATALIZADORES

En nuestra opinión, la cotización actual refleja la continuidad en la incertidumbre sobre el desarrollo económico en 2021 a pesar de la buena recuperación de resultados de CLERHP en el 2S'20 atendiendo a las estimaciones para el cierre del año recientemente aportada por CLERHP dentro de su Plan de negocio 2020-23 (publicadas el pasado 26 de noviembre).

Para ver nuevas revalorizaciones creemos que serán clave los siguientes puntos:

A corto plazo:

- Captación de nuevos proyectos

Con la reciente actualización de estimaciones para final de año, CLERHP ya estaría registrado una recuperación del ritmo normal de actividad. No obstante, creemos que el mercado se fijará ahora en el anuncio de nuevos contratos para medir el clima de recuperación real de la economía de los países donde opera, y que serán buenos indicadores para conocer el grado de cumplimiento del Plan de negocio.

A corto plazo creemos que el principal catalizador será la confirmación de nuevos contratos y la evolución en Uruguay

- Resultados: crecimiento en Uruguay y evolución de márgenes

La segunda parte de 2020 probablemente confirmará la recuperación de la actividad. Las próximas publicaciones de resultados serán relevantes para conocer más sobre la recuperación de la senda crecimiento, así como la mejora de márgenes, ambiciosos en el plan respecto a los vistos en años anteriores.

A medio/largo plazo:

- Decisión de los tenedores de obligaciones convertibles a partir de 2022

Como analizamos en la página 13, precios de CLERHP por encima de 1,5 euros/acc. harían a los tenedores de convertibles (1,5 M euros) plantearse la opción de conversión temprana ya en febrero 2022 (precio de conversión 1,4 euros/acc.). Su impacto dilutivo tendría un efecto limitado en nuestra valoración (c.5%).

Avances en la entrada de nuevos mercados y la consolidación de márgenes en los niveles presupuestados serían grandes noticias en el medio/largo plazo

- Entrada en nuevos mercados

El track record de CLERHP en Bolivia y Paraguay ha sido muy positivo y la confirmación de la entrada en otros creemos será bien recogido por el mercado.

- Consolidación de márgenes

Las mejoras en los procedimientos de CLERHP y las economías de escala son los principales soportes de la mejora de márgenes EBITDA proyectada por CLERHP (32-35% en 2022 y 2023). Los márgenes EBITDA en 2017-2019 estuvieron estables en niveles del 18-20%, aunque en buena medida no serían comparables por las inversiones y actividad en España que habrían lastrado los mismos por sus menores márgenes.

8. BALANCE

A continuación, incluimos el Balance en euros de CLERHP para el periodo de 2015 a 2019 y estimaciones para 2020 a 2023 vinculadas a nuestra valoración base:

Balance (euros)	2015	2016	2017	2018	2019	2020 e	2021 e	2022 e	2023 e
Inmovilizado intangible	6.099	12.576	9.484	287.197	421.104	352.818	296.059	250.928	215.106
Inmovilizado material	1.248.722	1.392.549	1.196.702	2.849.088	4.203.767	6.906.173	6.856.969	7.026.836	7.014.153
Inversiones en empresas del grupo	31.913	4.913	4.913	1.913	6.396	352.000	352.000	352.000	352.000
Inversiones financieras	47.347	25.242	27.218	43.833	171.853	351.155	351.155	351.155	351.155
Activos por impuestos diferidos	0	0	0	439	90.316	83.000	83.000	83.000	83.000
Deudores comerciales no corrientes	0	0	0	0	23.543	0	0	0	0
ACTIVO NO CORRIENTE	1.334.081	1.435.280	1.238.317	3.182.470	4.916.979	8.045.146	7.939.183	8.063.920	8.015.413
Inventarios	608.322	686.508	808.483	1.027.674	1.215.490	2.048.347	2.046.425	1.723.748	1.733.622
Inversiones financieras a corto plazo	35.641	176.302	115.009	121.028	176.243	176.243	176.243	176.243	176.243
Deudores comerciales	952.630	2.139.017	2.393.070	3.655.708	4.248.986	3.724.267	4.167.265	4.826.494	5.547.590
Otros deudores operacionales	900.215	243.527	147.258	116.027	1.446.394	1.446.394	1.446.394	1.003.984	1.003.984
Periodificaciones a corto plazo	90	6.630	7.783	9.773	23.502	23.502	23.502	23.502	23.502
Efectivo y equivalentes	520.361	364.048	431.328	2.073.613	640.630	2.194.000	2.430.000	2.755.000	4.459.000
ACTIVO CIRCULANTE	3.017.259	3.616.032	3.902.931	7.003.823	7.751.245	9.612.753	10.289.829	10.508.971	12.943.941
ACTIVO TOTAL	4.351.340	5.051.312	5.141.248	10.186.293	12.668.224	17.657.899	18.229.013	18.572.891	20.959.354
Fondos propios	1.999.734	1.997.157	1.800.853	2.634.478	3.698.913	3.363.762	5.127.268	7.507.416	10.434.860
Socios externos	214.644	223.922	141.895	213.841	267.886	316.886	438.886	678.886	1.022.886
Provisiones	18.598	28.818	32.543	25.210	67.784	-54.000	-52.000	-52.000	-52.000
Deuda financiera	1.293.098	2.188.386	2.366.918	4.714.038	6.326.461	11.072.631	10.289.807	9.407.960	8.434.543
Pasivos operacionales	825.266	604.806	799.039	2.598.726	2.109.623	2.761.063	2.227.495	833.073	921.508
Deuda con empresas del grupo	0	8.223	0	0	189.124	189.124	189.124	189.124	189.124
Pasivos por impuestos diferidos	0	0	0	0	8.433	8.433	8.433	8.433	8.433
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	4.351.340	5.051.312	5.141.248	10.186.293	12.668.224	17.657.899	18.229.013	18.572.891	20.959.354

Fuente: CLERHP y elaboración propia

9. CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS

A continuación, incluimos la cuenta de Pérdidas y Ganancias en euros de CLERHP para el periodo de 2010 a 2019 y estimaciones para 2020 a 2023 vinculadas a nuestra valoración base:

Cuenta de Pérdidas y Ganancias (euros)	2015	2016	2017	2018	2019	2020 e	2021 e	2022 e	2023 e
Importe neto de la cifra de negocios	4.344.929	4.980.958	5.274.376	10.526.569	13.787.513	9.709.696	13.580.820	15.729.200	18.079.200
<i>crecimiento</i>	22,4%	14,6%	5,9%	99,6%	31,0%	-29,6%	39,9%	15,8%	14,9%
Trabajos realizados para la empresa para su activo (I+D+i)	0	0	0	253.905	135.509	674.222	699.096	812.988	865.616
Aprovisionamientos y trabajos realizados por otras empresas	-1.917.415	-2.034.866	-1.435.097	-3.290.175	-4.057.721	-2.815.812	-3.850.162	-4.372.718	-5.179.691
Margen Bruto	2.427.514	2.946.092	3.839.279	7.490.299	9.865.301	7.568.106	10.429.753	12.169.470	13.765.126
<i>margen (%)</i>	55,9%	59,1%	72,8%	71,2%	71,6%	77,9%	76,8%	77,4%	76,1%
Salarios	-534.615	-824.646	-996.692	-2.929.034	-5.113.927	-4.216.831	-4.301.168	-4.611.645	-4.905.731
Otros ingresos de explotación	11.330	32.465	0	90.562	218.550	66.000	73.000	73.000	73.000
Otros gastos de explotación	-1.386.026	-1.544.708	-1.853.013	-2.597.350	-2.247.050	-2.116.714	-2.187.870	-2.351.515	-2.549.167
EBITDA	518.203	609.203	989.574	2.054.477	2.722.874	1.300.561	4.013.715	5.279.310	6.383.227
<i>margen (%)</i>	11,9%	12,2%	18,8%	19,5%	19,7%	13,4%	29,6%	33,6%	35,3%
Amortizaciones	-245.031	-421.839	-409.971	-347.028	-722.516	-822.414	-862.768	-1.089.345	-1.320.869
Imputación de subvenciones de inmovilizado no financiero y o	0	0	0	0	8.433	0	0	0	0
Resultado por enajenaciones y otras	96.312	7.688	49.520	-5.293	-53.658	157.268	28.000	0	0
Otros resultados	-10.034	20.216	-13.126	-73.564	54.612	0	0	0	0
Resultado de Explotación	359.450	215.268	615.997	1.628.592	2.009.745	635.415	3.178.948	4.189.966	5.062.358
Coste Financiero neto	55.855	21.228	-366.727	-253.131	-625.724	-927.898	-528.662	-496.594	-460.622
BAI	415.305	236.496	249.270	1.375.461	1.384.021	-292.483	2.650.286	3.693.372	4.601.736
Impuestos	-245.635	-126.769	-166.829	-495.046	-353.127	-218.368	-736.779	-1.045.224	-1.302.291
Resultado consolidado	169.670	109.727	82.441	880.415	1.030.894	-510.851	1.913.506	2.648.148	3.299.445
Socios externos	57.645	-4.361	-13.801	67.714	56.421	49.000	122.000	240.000	344.000
Resultado atribuido a la Sociedad Dominante	112.025	114.088	96.242	812.702	974.473	-559.851	1.791.506	2.408.148	2.955.445
<i>margen (%)</i>	2,6%	2,3%	1,8%	7,7%	7,1%	-5,8%	2,6%	2,6%	2,6%

Fuente: CLERHP y elaboración propia



DISCLAIMER

CLERHP ESTRUCTURAS S.A. ES CLIENTE DE ANÁLISIS DE RESEARCHFY LTD Y PAGA UNA COMISIÓN FIJA POR LA ELABORACIÓN DE ESTE INFORME. RESEARCHFY LTD NO OFRECE SERVICIOS DE INVERSIÓN.

El presente Informe de análisis ha sido elaborado, con efectos exclusivamente informativos, por el analista y no responde a la prestación de un servicio de asesoramiento de inversiones destinado a un cliente determinado. No está dirigido a distribución ni uso de ninguna persona o entidad que sea ciudadana o residente de los Estados Unidos de América, ni de cualquier otra jurisdicción donde la distribución, publicación, disponibilidad o uso fuere contrario a las leyes o regulaciones, o hiciera que el analista quede sujeto a algún requerimiento de registro o licencia dentro de dicha jurisdicción.

Este informe no constituye ninguna oferta de venta o solicitud de compra de cualquier valor o instrumentos financieros, ni propuesta de realización de operación financiera alguna.

La información contenida en este informe o en la que se basa el mismo ha sido obtenida por el analista de fuentes públicas consideradas como fiables basándose en el mejor conocimiento de la compañía analizada, del sector en el que opera y de los mercados de capitales, si bien, aunque se han adoptado medidas razonables para asegurarse de la corrección de dicha información, no puede garantizar que sea exacta, completa o esté actualizada, por lo que no debe confiarse exclusivamente en ella como si lo fuera.

El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que la información contenida puede no ser recomendable para todos los inversores o no ajustarse a sus objetivos de inversión, perfil de riesgo, situación financiera o necesidades particulares de cada uno de ellos y debe tomar, de forma independiente y con el asesoramiento profesional adecuado, sus propias decisiones sobre las inversiones en cualquier valor o instrumento financiero mencionado en este informe, siendo consciente de los riesgos que toda inversión conlleva, incluso en ocasiones, el de no recuperar en parte o totalmente el importe invertido.

Cuando una valoración por DCF o ratios comparables esté incluida en este informe, ésta será un ejercicio teórico de un escenario o un rango de posibilidades y nunca una estimación del precio de la acción a un plazo específico de la compañía analizada.

Las personas responsables de la emisión de este informe no son responsables de los daños directos o indirectos, incluida la pérdida total o parcial del capital invertido y el lucro cesante de cualquier decisión de inversión que el receptor de este informe pudiera tomar.

Los derechos de propiedad intelectual de este informe corresponden al analista y Researchfy Ltd, prohibiéndose la reproducción, transmisión, divulgación o modificación sin la previa autorización expresa y por escrito del analista y Researchfy Ltd.

En el momento de la elaboración del presente informe el analista certifica que no tiene posiciones en el valor. El analista está sujeto al código ético y las normas de conducta profesional de una asociación global de profesionales en inversión.

Este informe ha sido elaborado por el analista en su capacidad individual sin conexión alguna con cualquier entidad donde pueda ejercer funciones de analista financiero.