

# NEINOR HOMES (HOME)

**Inicio de Cobertura**

Sector: Inmobiliarias y otros (Servicios financieros e inmobiliarios)

**COMPRAR**
**RIESGO: ALTO**
**Accionistas Destacados**

Adar Capital: 23,7%  
Bank of Montreal: 5,2%  
Wellington Management: 5%  
Norges Bank: 5%  
Invesco: 5%

Precio acción (14/03/18):	EUR 15,84
<b>Precio objetivo (12 meses):</b>	<b>EUR 19,67</b>
# de acciones (mill):	79,01
Capitalización bursátil (mill):	EUR 1.251,44
Máx/Mín 2017:	EUR (19,10/14,84)
Máx/Mín (12 meses):	EUR (20,08/14,84)
% Máx/Mín (12 meses):	-21/7

**Analista: Paula Sampedro**

Tel: 34 - 91 - 573 3027  
Fax: 34 - 91 - 504 4046

PER 17:	n.s.
PER 18E:	69,4
PER 19E:	13,0
PER 20E:	5,8
PER 21E:	8,9

**Mesa de contratación**

Enrique Zamácola / Javier de Pedro  
Tel: 34 - 91 - 573 3027  
Fax: 34 - 91 - 504 4046

**Principales Ratios**

	EV/Ebitda	Ebitda (*)	Bº Neto (*)	Cash-flow (*)	BPA	CF acción	Dividendo acción	Pay-out (**) (%)
2015	--	(80,27)	(82,11)	(0,59)	(0,87)	(0,01)	0,00	0
2016	--	9,63	1,06	(32,93)	0,01	(0,45)	0,00	0
2017	(92,9)	(17,57)	(25,93)	(86,60)	(0,33)	(1,10)	0,00	0
2018E	31,5	39,78	18,03	18,76	0,23	0,24	0,00	0
2019E	8,9	138,18	96,36	97,10	1,22	1,23	0,00	0
2020E	5,5	280,56	214,54	215,30	2,72	2,73	1,90	70
2021E	8,6	190,14	140,14	140,92	1,77	1,78	1,24	70

(\*) EUR millones

## FACTORES CLAVES DE LA INVERSIÓN

- **Neinor Homes (HOME, el Grupo o la Compañía) es una de las principales promotoras de vivienda en España**, con un banco de suelo finalista de 1,5 millones de metros cuadrados, que más que cubren sus necesidades para los próximos tres años.
- **La Compañía se encuentra en proceso de despegue de su modelo de negocio**, cuya madurez espera alcanzar en el ejercicio 2020, con un volumen anual de entregas de 3.500–4.000 viviendas.
- **HOME tiene un modelo de negocio industrializado**, que le permite controlar el coste y la calidad de sus productos, así como desarrollar una toma de decisiones disciplinada enfocada a la protección de sus márgenes.
- **HOME externaliza el diseño y la construcción de sus viviendas a terceras partes**, reduciendo sus necesidades de estructura, por lo que tiene flexibilidad para adaptar su actividad fácilmente al alza y a la baja.
- Además, **HOME plantea una política financiera conservadora** que reduce el riesgo derivado de su estructura financiera.
- **El sector inmobiliario residencial está en plena recuperación tras años de haber estado prácticamente paralizado**. Esto ha producido un claro desfase entre oferta y demanda, que se traduce en importantes incrementos de precios.
- **En este favorable contexto macroeconómico proyectamos un fuerte crecimiento de los resultados de HOME** hasta alcanzar un EBIT de EUR 189 millones (18% sobre ventas) y un beneficio neto de EUR 140 millones en 2021.
- **Creemos que la anticipación que ha logrado HOME para adquirir suelo antes que sus competidores le otorgan una ventaja competitiva** ante las potenciales tensiones de precios en esta fase alcista del ciclo.
- No obstante, **HOME ha anunciado que se está retrasando en el proceso de despegue de su modelo de negocio**, por lo que ha reducido el número de entregas previstas para los ejercicios 2018 y 2019, anuncio que fue muy mal recibido por su cotización en Bolsa.
- **Creemos que dichos retrasos se deben en su mayor parte a factores coyunturales**, razonables tras años de paralización en el sector y que se solucionarán a medida que el sector retorna a volúmenes de actividad más normalizados.
- Aun teniendo en cuenta estos retrasos, **esperamos que el endeudamiento financiero del Grupo se mantenga en niveles razonables**. Así, proyectamos un pico de deuda neta en 2019 de EUR 636 millones, 37% del coste de sus existencias, en ese ejercicio.
- **Hemos valorado HOME por descuento de flujos de caja ajustados a impuestos obteniendo un precio objetivo de EUR 19,67 por acción**, respecto al que las acciones cotizan actualmente con un descuento del 19%, descuento que se debe en parte a la reacción que tuvo el valor a los retrasos en las entregas anunciados por HOME, que nos parece algo exagerado ya que no deriva ni de la situación oferta/demanda en el sector ni de una debilidad en el modelo de negocio de la Compañía, sino de una situación coyuntural. Por tanto, creemos que a los precios actuales HOME es una interesante oportunidad de inversión y aprovecharíamos los actuales niveles de cotización para tomar posiciones en el valor. Por tanto, iniciamos nuestra cobertura del valor con una recomendación de **COMPRA** del mismo. No obstante, creemos que el valor va a tardar en retomar el favor de los inversores, hasta que demuestre trimestre a trimestre en sus resultados que es capaz de ir cumpliendo con su plan de negocio. En este sentido, cualquier nueva desviación al respecto podría provocar nuevos descensos significativos en el valor. Por ello, y por el componente cíclico del negocio, consideramos que el riesgo de la inversión es **ALTO**.

## 1. SECTOR INMOBILIARIO ESPAÑOL: PROMOCIÓN DE VIVIENDAS

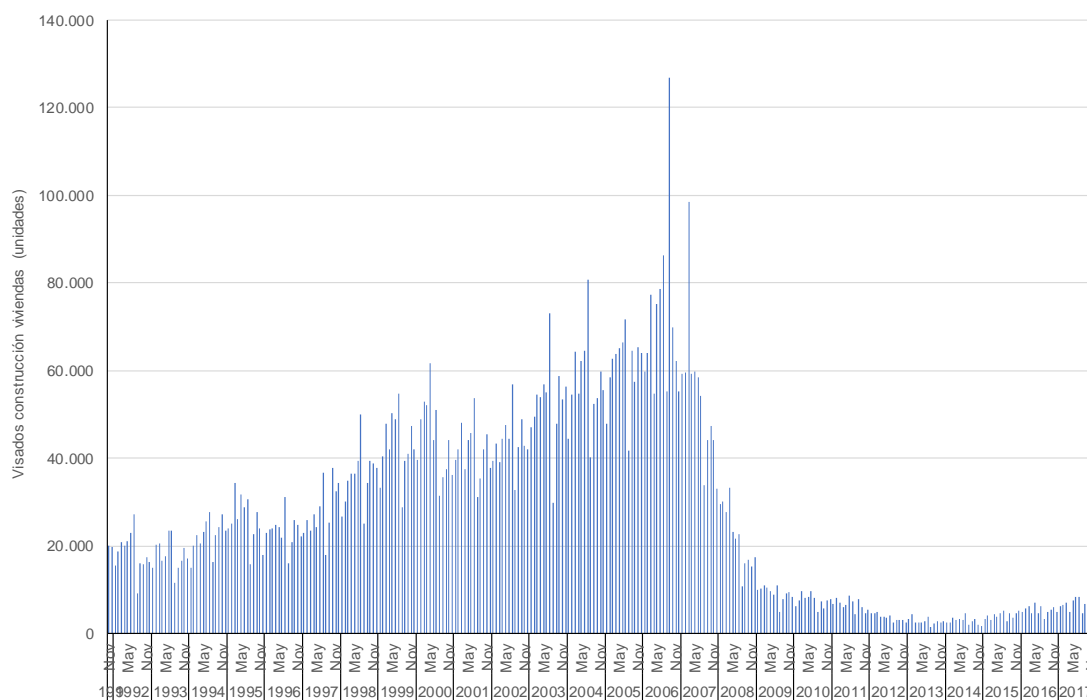
El sector de la promoción de nueva vivienda en España se está comenzando a recuperar tras varios años en los que prácticamente se paralizó como consecuencia de la crisis financiera y económica registrada en los países desarrollados a partir de 2008, y cuyos últimos coletazos duraron en Europa hasta el 2016, así como de los excesos que se produjeron en el propio sector previamente (y uno de los factores desencadenantes de dicha crisis). No obstante, tal y como se muestra en el gráfico n. 1, los niveles de actividad en el sector son todavía muy bajos en términos relativos históricos.

Señalar que, como consecuencia de la paralización del sector, las principales promotoras residenciales españolas fueron liquidadas o terminaron en manos de sus bancos acreedores. Igualmente, los bancos tuvieron que hacer frente al impago de las hipotecas de numerosos propietarios de viviendas a raíz de la destrucción de desempleo que se produjo en el país, lo que se tradujo en la ejecución de hipotecas. Como consecuencia, las entidades financieras tuvieron que integrar en su balance una cantidad importante de activos inmobiliarios improductivos, lo que a su vez produjo la caída de algunas de ellas. En este contexto, los bancos comenzaron a restringir la concesión de nuevos créditos hipotecarios, deprimiendo todavía más la demanda, y de nuevos créditos para la promoción de viviendas, lo que derivó en la práctica paralización del sector.

En la actualidad los bancos son todavía los principales tenedores de activos inmobiliarios en España (junto a la SAREB, sociedad creada en 2012 para traspasarle activos inmobiliarios de los bancos y sanear el sector financiero; “banco malo”).

Gráfico n. 1

### VISADOS VIVIENDAS OBRA NUEVA (nov 1991-dic 2017)



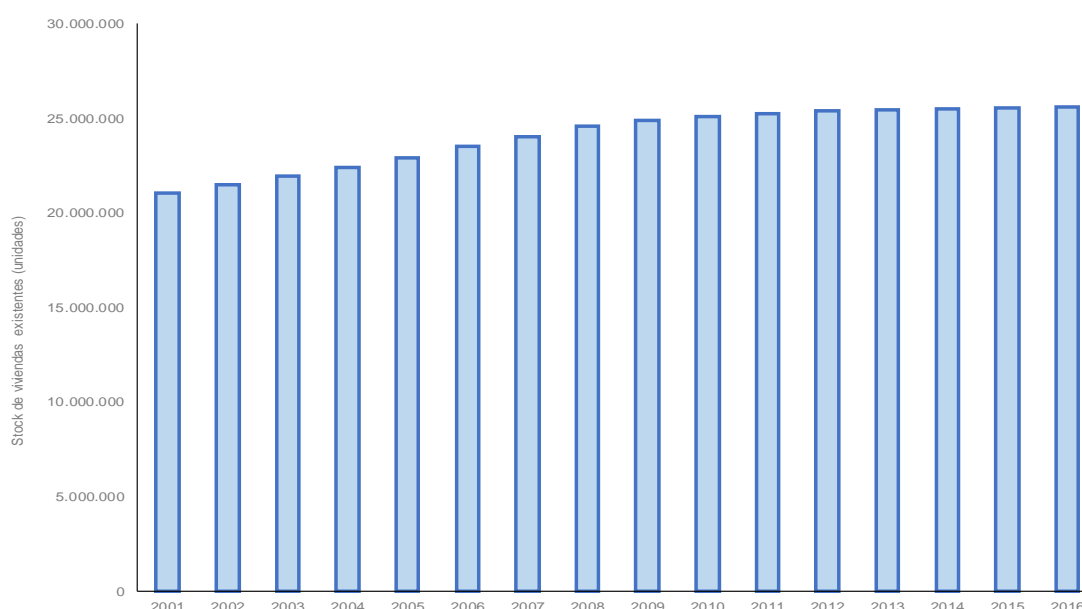
Fuente: Ministerio de Fomento

## Neinor Homes (HOME)

Así, el número de viviendas nuevas terminadas retrocedió hasta una media anual de alrededor de 50.000 en el periodo 2013–2016, según el Ministerio de Fomento, frente a algo más de 600.000 en los años previos a la crisis y a los algo más de 250.000 en la década de los 90. Con esto, el peso de la vivienda nueva en la totalidad de las transacciones de compraventa en el sector retrocedió hasta alrededor del 10% en los últimos años, frente al 50% que llegó a alcanzar en el pico de la burbuja inmobiliaria y el 30% que históricamente venía suponiendo. Por tanto, el stock de vivienda existente, acumulado antes de la crisis, ha sido el que ha venido absorbiendo la demanda de nueva vivienda ante la falta de ésta. En este punto, hay que puntualizar que el Ministerio de Fomento estima que alrededor de un 25% de dicho stock se encuentra “fuera de mercado” al haber sido desarrollado sin atender a las necesidades de la demanda, por lo que la capacidad de este stock de absorber la demanda futura es más limitada.

Gráfico n. 2

### ESTIMACIÓN DEL PARQUE DE VIVIENDAS

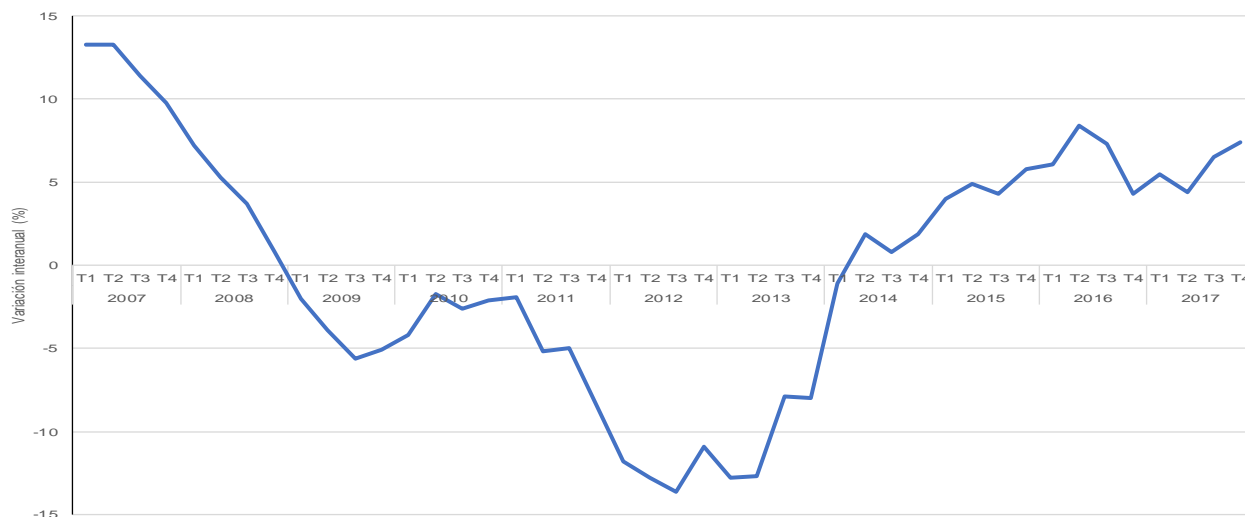


Fuente: Ministerio de Fomento

Por tanto, podemos decir que se ha producido un desajuste entre la actual mínima oferta de nueva vivienda y una demanda que empieza a florecer y que esperamos siga aumentando, tal y como explicamos más adelante, lo que se ha traducido en un repunte de los precios de la vivienda nueva en España a partir de 2014 (ver gráfico n. 3), especialmente en las áreas urbanas de más demanda. Aún así, la cartera de inmuebles en manos de los bancos supone todavía una importante competencia en el mercado inmobiliario, ante la necesidad de las entidades financieras de deshacerse de estos activos improductivos para sanear sus balances y cumplir con la nueva normativa bancaria, más exigente en cuanto a los ratios de capital, pasando el precio de venta a un segundo plano en estos casos. Esta oferta creemos que limitará la subida de precios a corto plazo en el mercado en general, a excepción de las áreas geográficas con una demanda más fuerte, donde este stock bancario ya se ha ido liberando.

La oportunidad de inversión que ofrece el sector de la promoción de vivienda en España ha sido detectada por una serie de nuevos inversores en el sector, especialmente fondos de capital extranjero, que mediante la adquisición de carteras de suelo a los bancos y a la Sareb, han dado lugar a nuevas inmobiliarias, como HOME, que están tomando el liderazgo de esta industria. No obstante, hay que señalar que el sector sigue estando altamente fragmentado y en manos de operadores locales con cuotas de mercado muy pequeñas, por lo que no es descartable que se produzca una consolidación sectorial a medio plazo.

ÍNDICE PRECIOS DE VIVIENDA (2007-2017)



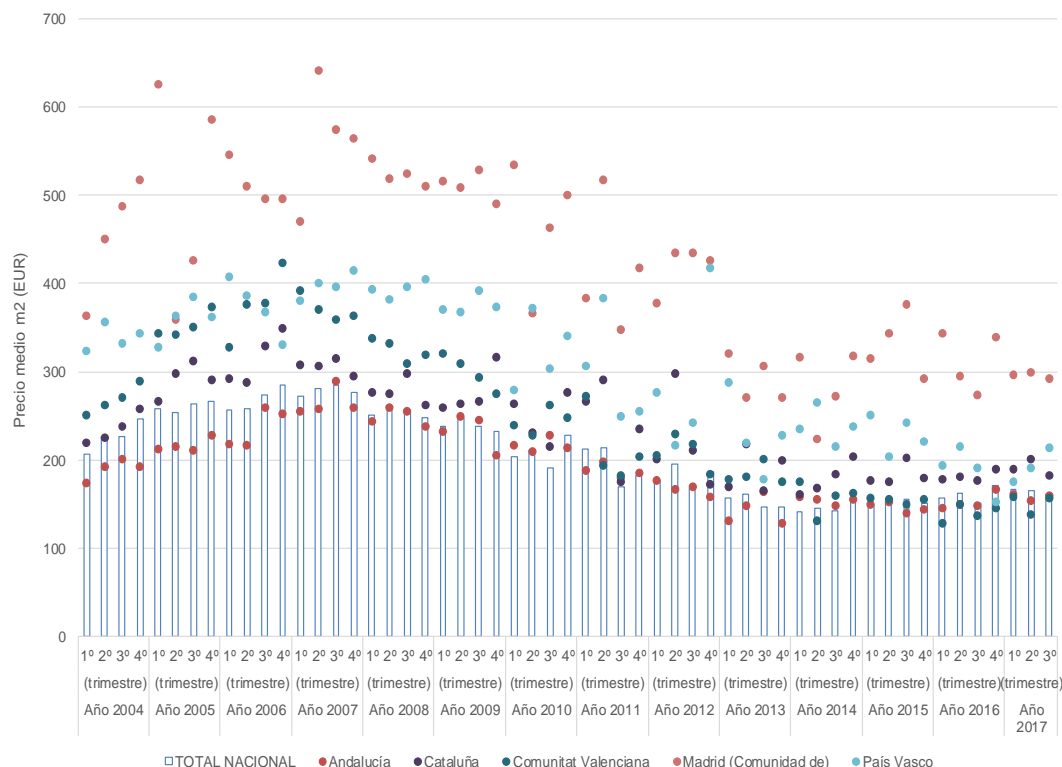
Fuente: INE

En cualquier caso, los precios del suelo “finalista”, donde se ha centrado gran parte de esta demanda de reactivación, sí empiezan a reflejar ya el principio del nuevo ciclo, especialmente en aquellas geografías con un mercado más dinámico –en el gráfico n. 4 reflejamos el precio medio del suelo urbano en las CCAA autónomas en las que opera HOME.

Por el lado de la demanda, el sector se enfrenta a dos fuerzas contrapuestas. Por un lado, la economía española ha registrado tres años consecutivos de un fuerte crecimiento de su Producto Interior Bruto (3,4% en 2015, 3,3% en 2016 y 3,1% estimado para 2017, según las últimas cifras publicadas por el INE). Este crecimiento se ha traducido en una fuerte creación de empleo, que debería favorecer el repunte de la demanda de adquisición de viviendas, demanda que se encontraba congelada debido a las altas tasas de desempleo y a las restricciones en el acceso a financiación que antes hemos señalado.

Por el contrario, y mirando más al largo plazo, la pirámide poblacional no presenta grandes perspectivas para el sector. Así, el INE proyecta un descenso de la población desde 46,4 millones al cierre de 2016 hasta 45,9 millones en 2030/2031. No obstante, el organismo aún espera un incremento en el número de hogares creados, desde 18,4 millones en 2016 hasta 19,3 millones en 2031, como consecuencia del descenso en el tamaño de las familias. En cualquier caso, dicho crecimiento proyectado se traduce en una tasa del 0,3% anual acumulado (tacc). Por tanto, predecimos un importante crecimiento de la demanda de nueva vivienda a corto plazo, recogiendo parte de la demanda que no ha podido acceder al mercado en los últimos años, para mantener a medio/largo plazo un crecimiento reducido en cuanto al número de unidades.

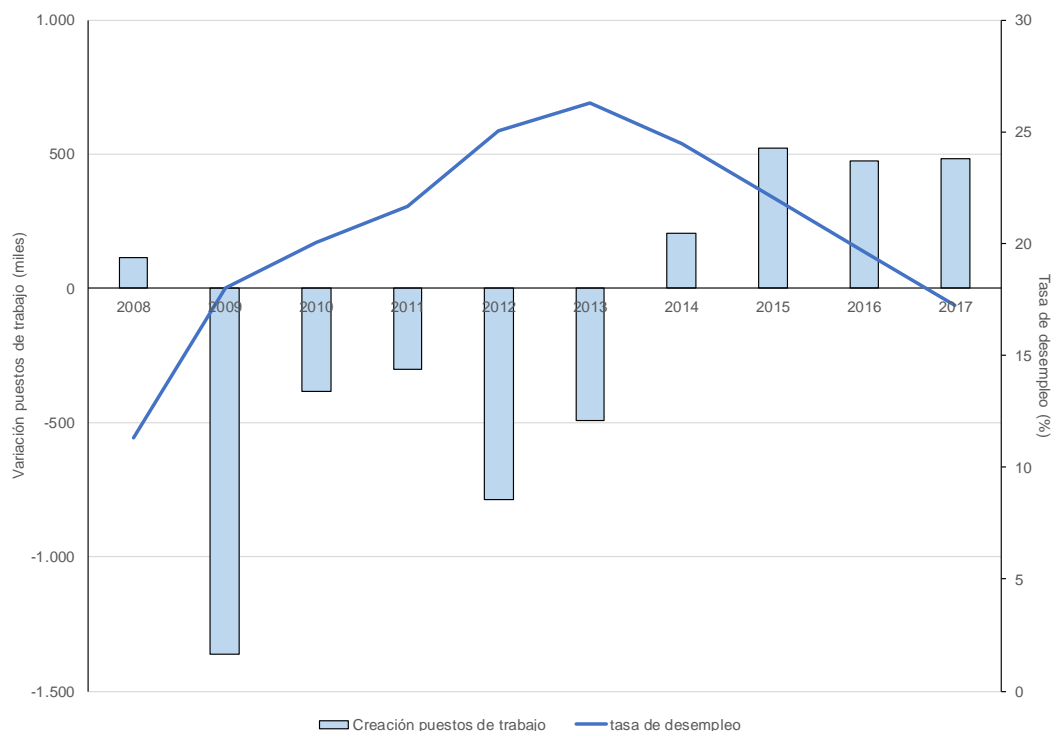
**PRECIO MEDIO METRO CUADRADO SUELO URBANO; MEDIA NACIONAL Y CCAA SELECCIONADAS (2004-3T2017)**



Fuente: Ministerio de Fomento

Por el lado de los precios, señalar que a menos que se produzca un repunte de salarios e inflación, vemos difícil que se sigan registrando tasas de crecimiento sustanciales al situarse las medidas de esfuerzo para la adquisición de la vivienda en niveles que podríamos considerar de equilibrio. Así, según el Banco de España, el precio de la vivienda sobre la renta bruta de los hogares se situaba en el 3T2017 en 7,0 veces, mientras que el esfuerzo teórico anual financiero se situaba en el 34,3% de los ingresos. El previsible endurecimiento de las condiciones de financiación derivadas de una subida de los tipos de interés y de los reveses que ha sufrido la banca en cuanto al tratamiento de cláusulas suelo, etc., nos hacen prever cierto deterioro de estas medidas de esfuerzo, dejando menos margen para el incremento de los precios de la vivienda por encima del incremento de los salarios.

**CREACIÓN/DESTRUCCIÓN DE EMPLEO Y TASA DE DESEMPLEO (2008–2017)**



Fuente: INE; FactSet.

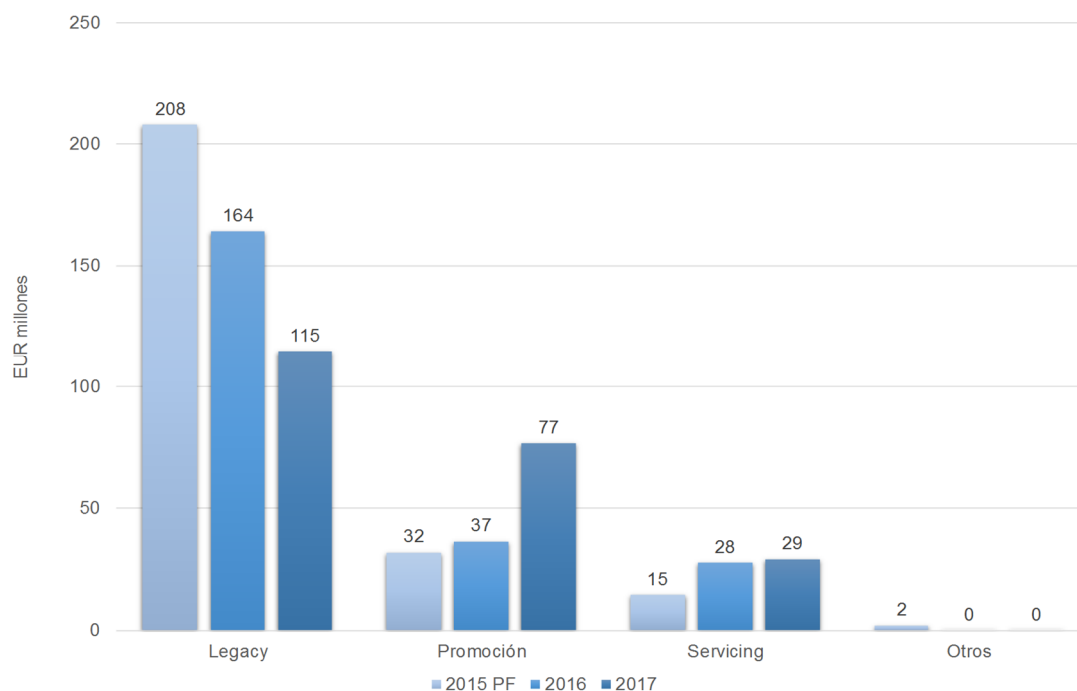
**2. PRINCIPALES LÍNEAS DE NEGOCIO**

HOME es una de las principales promotoras de vivienda en España. La Compañía fue creada en diciembre de 2014 en el contexto del acuerdo alcanzado por el fondo estadounidense Lone Star con Kutxabank para adquirirle sus activos inmobiliarios por un importe de EUR 930 millones (la operación se completó en mayo de 2015). En concreto, la operación supuso la compra de la actividad inmobiliaria de la entidad financiera, incluyendo el traspaso de 80 empleados y de alrededor de EUR 1.030 millones de Valor Brutos de los Activos (GAV, por sus siglas en inglés). La operación también incluyó un contrato de exclusividad para la gestión de los activos que continuaron en poder de Kutxabank y aquellos que pudiera adquirir por un periodo de siete años (posteriormente renovable por periodos de un año).

A continuación, en marzo de 2017, Lone Star llevó a cabo una Oferta Pública de Venta (OPV) y Suscripción (OPS) de acciones de la Compañía, con lo que HOME comenzó a cotizar en la Bolsa española y tras la cual Lone Star redujo su participación en la Compañía hasta el 40% – un detalle de la operación se encuentra en el punto 6. *Evolución en Bolsa* de este informe. Señalar que tras varias colocaciones posteriores Lone Star ha salido del accionariado del Grupo, tal y como detallamos en el mismo punto.

Las principales líneas de negocio de HOME son: promoción de viviendas, prestación de servicios o *Servicing* (gestión de los activos de los activos inmobiliarios de Kutxabank); y *Legacy* (venta de los activos ya desarrollados heredados de Kutxabank), tal y como explicamos a continuación:

**DESGLOSE DE LA CIFRA DE VENTAS POR LÍNEA DE NEGOCIO 2015PF-2017**



Fuente: Folleto de la OPV y cuentas anuales de la Compañía.

**2.1. Promoción residencial**

Es la principal línea de actividad del Grupo, aunque en 2017 sólo aportó EUR 77 millones de ingresos, si bien cerró el ejercicio con activos por valor de EUR 1.600 millones (GAV). El Grupo espera que esta línea de negocio empiece a contribuir de forma significativa a sus ingresos a partir de 2018 dado el periodo de tiempo requerido para desarrollar las promociones inmobiliarias.

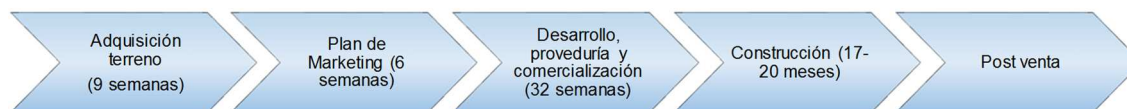
HOME está enfocada al mercado residencial, desarrollando un producto con unas características concretas que ha definido en base a las necesidades y requisitos que han identificado de sus clientes, y que son: alta calidad (reducción de los potenciales defectos de construcción), eficiencia en costes (reducción de los costes de mantenimiento), funcionalidad (optimización del espacio); fachadas atractivas; mayor luminosidad; confort acústico; seguridad; sostenibilidad; posibilidad de personalización. Para estandarizar el diseño de sus productos, el Grupo ha creado un Libro Blanco que deben seguir sus contratistas, lo que le permite tener un mayor control sobre el desarrollo del producto. Además, con el fin de mejorar la calidad y de incrementar la demanda de las viviendas que desarrolla, HOME ha establecido Neinor Lab, que forma equipos temporales (principalmente con el personal de las distintas áreas del Grupo) para discutir cómo mejorar el producto y los procesos de la Compañía.

El cliente se sitúa en el centro del negocio de la Compañía, que implementa una estrategia de marketing y servicio al cliente diferencial, incluyendo un departamento de relación con los clientes, el “Neinor Experience”, que les atiende a lo largo de todo el proceso de compra hasta la entrega de la vivienda y les proporciona el servicio post-venta.

HOME lleva a cabo la promoción de sus viviendas siguiendo una serie de procesos industriales institucionalizados y estandarizados de operación, que le permiten asegurar la calidad del producto y el control de los riesgos operativos.



## CADENA DE VALOR DEL NEGOCIO DE PROMOCIÓN RESIDENCIAL



Fuente: Folleto de la OPV de la Compañía

- **Adquisición de terrenos:** Las oportunidades de adquisición de terrenos se originan en su mayor parte en las oficinas regionales. La Compañía adquiere terrenos con los permisos para construir aprobados (suelo finalista), y en los que pueda desarrollar promociones, en general, de 50–100 unidades y en emplazamientos donde cuente con una posición de ventaja frente a los promotores locales y que sean viables económicamente, con claros indicadores de demanda (crecimiento de la población, mayor peso de la media de la población entre 18-40 años, fuertes fundamentales económicos). Los objetivos de rentabilidad establecidos son un beneficio de explotación (EBIT) de alrededor del 20% y una rentabilidad sobre el capital empleado (ROCE) superior al 15%.

Señalar que, ante la fuerte recuperación que está registrando el sector, la Compañía actualmente está negociando la adquisición de suelo estratégico, todavía no finalista, si bien con mecanismos para evitar el riesgo urbanístico. Así, la Compañía entregará un 10% del precio de compra, y el suelo sólo le será traspasado cuando obtenga todos los permisos pertinentes. Por tanto, el riesgo extra asumido en este caso comprendería sólo el posible retraso en la entrega a HOME de estos terrenos.

Actualmente la Compañía cuenta con una cartera de suelo de 1,5 millones de metros cuadrados, el equivalente a unas 12.500 viviendas aproximadamente.

- **Plan de Marketing:** Se lleva a cabo un análisis de la oferta y demanda en el área para determinar el tipo de desarrollo a construir, detallando el coste del desarrollo, y los objetivos de marketing y ventas para cada desarrollo, los materiales de marketing y la estrategia de venta. Una vez aprobado el presupuesto y el estudio de viabilidad económica, y analizado si la promoción encaja en la cartera global de desarrollos, se lanza el proyecto (“*first go*”).

- **Desarrollo, proveduría y comercialización:** El lanzamiento del proyecto da lugar a una serie de actividades que se llevan a cabo de forma paralela a lo largo de un detallado calendario de 32 semanas: i) diseño del proyecto por arquitectos precualificados, siguiendo el Libro Blanco; ii) obtención de preventas a través de agentes inmobiliarios externos, que contribuyen en la elaboración del proyecto, reduciendo el riesgo comercial; iii) obtención de financiación; iv) selección de las compañías de construcción, a las que también se entrega el Libro Blanco; y v) obtención de licencias para comenzar a construir.

Una vez obtenida una cifra de preventas de alrededor del 30% del valor estimado de preventa de las unidades a desarrollar o de las ventas brutas totales de la promoción, la financiación y licencias necesarias, se aprueba la construcción (“*second go*”). El presupuesto se revisa y, en su caso, se actualiza.

- **Construcción:** La construcción es un proceso altamente sistematizado y los contratistas están vinculados por los requisitos establecidos por el Libro Blanco y el calendario establecido. Para ello, HOME establece contratos “llave en mano” con garantías y sanciones para asegurar el desarrollo del proyecto según lo establecido. La supervisión del proyecto se lleva a cabo por gestores de proyecto externos.

## Neinor Homes (HOME)

---

Mientras, sigue el proceso de comercialización, incluyendo canales de venta adicionales: página web de la Compañía, páginas web de terceras partes, *call centers*, y puntos de venta a pie de promoción. Señalar que en la firma del contrato de venta los clientes deben pagar un 10% del precio y posteriormente otro 10% siguiendo un calendario preestablecido y hasta la finalización del proyecto. El 80% restante se paga al otorgar la escritura pública de venta.

- **Post-venta:** El servicio post-venta lo desarrolla el departamento “Neinor Experience”

HOME considera que este modelo de negocio le otorga una serie de ventajas competitivas sobre su competencia:

- **Iniciativa (*first mover advantage*):** Tras la crisis financiera y el estallido de la burbuja inmobiliaria en 2007, las principales inmobiliarias españolas quedaron seriamente afectadas y su actividad seriamente comprometida, con una estructura de capital insostenible al tiempo que mantenían en balance activos con difícil salida al mercado. Si bien el mercado ya se está recuperando, HOME ha podido adquirir terrenos antes que sus competidores. Además, ha ido construyendo una imagen de marca, reconocida entre propietarios de terrenos, contratista y clientes, y se ha posicionado como una de las compañías líderes en el sector.
- **Toma de decisiones basada en demanda real:** HOME lleva a cabo análisis internos de la demanda, apoyándose en el conocimiento de sus gestores locales y en sus herramientas tecnológicas. Además, la Compañía enfoca su actividad en zonas donde las condiciones demográficas y económicas son favorables para sus productos.
- **Modelo de negocio industrializado:** El modelo antes explicado permite a HOME controlar todas las fases de desarrollo de sus proyectos. La Compañía ha implementado las mejoras prácticas internacionales que le permiten controlar tanto el coste como la calidad de sus productos y llevar a cabo una toma de decisiones disciplinada enfocada a la protección de sus márgenes. Igualmente ha establecido procesos estándar para la selección de sus proveedores, para el diseño de sus productos y para la formación de los equipos de supervisión, que facilita el control de todo el proceso y el mantenimiento de la calidad del producto.
- **Flexibilidad, escalabilidad y eficiencia:** Al llevarse a cabo tanto el diseño como la construcción por terceras partes, la Compañía puede adaptar su actividad al alza y a la baja con relativa facilidad. También tiene agilidad para adaptar sus productos a las demandas del mercado; puede obtener un fuerte conocimiento del mercado local; acelera y hace más eficiente el proceso de compra de terrenos y minimiza su mantenimiento en balance.
- **Cliente en el centro de la toma de decisiones:** comunicación fluida con el cliente para adaptarse a sus necesidades y mejorar su experiencia de compra.
- **Sólida posición financiera:** La Compañía tiene unos objetivos claros que limitan su apalancamiento financiero, reduciendo el riesgo de liquidez.

### 2.2. Servicing

Esta línea de negocio se corresponde a la actividad de gestión y venta de la cartera inmobiliaria de Kutxabank, siguiendo el acuerdo alcanzado cuando Lone Star adquirió la actividad inmobiliaria de la entidad financiera. HOME tiene la exclusividad en esta actividad hasta 2022 y tras esta fecha el contrato será renovado año a año a menos que se notifique lo contrario. También perderá la exclusividad si no alcanza al menos un 70% de los objetivos anuales de venta en alguno de los grupos de activos objeto del contrato.

Por esta actividad HOME recibe tres tipos de ingresos: i) un ingreso anual calculado sobre el valor de la cartera de activos bajo gestión; ii) una “tasa de éxito” por la venta de activos, compuesta por una tasa estándar sobre el valor de venta más una tasa de éxito en caso de que el precio supere al acordado con Kutxabank; iii) otras tasas menores por la incorporación de activos, valoraciones, etc. En 2017 *Servicing* aportó EUR 29,2 millones de ingresos y un EBITDA de EUR 18,5 millones.

## Neinor Homes (HOME)

Además de ingresos adicionales, esta actividad aporta a HOME inteligencia de mercado e información en tiempo real sobre indicadores clave de demanda y precios.

### 2.3. Legacy

Esta actividad comprende la cartera de activos inmobiliarios adquiridos a Kutxabank (*legacy portfolio*) en 2015 dentro de la operación que dio lugar a HOME. Originalmente se componía de activos por importe de EUR 1.030 millones (GAV), incluyendo EUR 625 millones de producto terminado, EUR 334 millones de terrenos listos para el desarrollo y EUR 71 millones de activos en desarrollo. En 2017 esta línea de negocio generó ventas por importe de EUR 115 millones y cerró el ejercicio con activos pendientes de venta por valor de EUR 85 millones (valor contable). HOME espera terminar de vender esta cartera de activos en la segunda mitad de 2018 (2S2018). Hasta el momento esta actividad ha sido la principal fuente de ingresos y caja de la Compañía, ya que la cartera de la actividad de Promoción propiamente dicha todavía se encuentra una fase de desarrollo incipiente.

## 3. ESTRATEGIA PARA LOS PRÓXIMOS AÑOS

El objetivo de HOME es ser la promotora residencial líder en España, centrándose en la primera y segunda vivienda en áreas con claros indicadores de demanda (existencias de vivienda disponible por debajo de la media histórica, fuertes fundamentos económicos, crecimiento demográfico, o que sean áreas atractivas para la segunda residencia). En estas zonas la Compañía dirige su oferta a los segmentos de demanda de renta media y media-alta.

Actualmente HOME está en el periodo de despegue de su negocio y proyecta alcanzar sus tasas anuales normales de actividad en 2020, con los objetivos que se describen en el cuadro a continuación.

**Cuadro n. 1**

### OBJETIVOS OPERATIVOS DE LA COMPAÑÍA PARA 2020

Unidades vendidas por año	3.500-4.000 (*)
Precio medio de venta (EUR)	300.000
Volumen anual de adquisición de terrenos (EUR)	300-350 millones
Volumen anual de adquisición de terrenos (m2)	400.000
Margen EBIT	~ 20%
Rentabilidad capital invertido (ROCE)	≥ 15%
Deuda sobre coste ( <i>loan to cost</i> ; LTC)	≤ 30%
Deuda sobre valor ( <i>loan to value</i> ; LTV)	≤ 21%
Deuda neta/fondos propios	≤ 40%

Fuente: Folleto de la OPV de la Compañía.

(\*) en la presentación de los resultados de 2017 HOME ha elevado el número de viviendas vendidas esperado para 2020 hasta 4.000, tras los retrasos que espera registrar en 2018 y 2019.

Debemos puntualizar que en la presentación de los resultados del ejercicio 2017 los gestores de la Compañía han elevado sus previsiones de volumen de ventas en 2020 hasta 4.000 viviendas (parte alta del rango establecido en la OPV), manteniendo una cantidad más o menos estable de 3.500–4.000 viviendas en los siguientes ejercicios, a menos que identifique alguna nueva región en la península Ibérica que considere que vuelve a ser un mercado atractivo para la Compañía. Este incremento en 2020 se debe a los retrasos que HOME espera registrar en las entregas programadas para 2018 y 2019.

## Neinor Homes (HOME)

Señalar que actualmente el Grupo cuenta con una cartera de suelo equivalente a 12.500 viviendas, lo que más que cubre las necesidades de suelo para las viviendas que pretende desarrollar en su plan estratégico hasta 2020. No obstante, ante la fuerte recuperación que está registrando el mercado inmobiliario residencial, la Compañía está negociando la adquisición de suelo estratégico, que aseguraría la compra de suelo que actualmente no es finalista –tal y como hemos señalado antes.

### 4. EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS RESULTADOS DEL GRUPO Y PROYECCIONES PRÓXIMOS AÑOS

Dada la reciente formación de la Compañía sólo disponemos de datos financieros correspondientes a los ejercicios 2017 y 2016 completos, y las cifras proforma del ejercicio 2015 (que fue separado excepcionalmente en dos ejercicios de seis meses cada uno).

#### 4.1. Evolución de los resultados 2015PF–2017

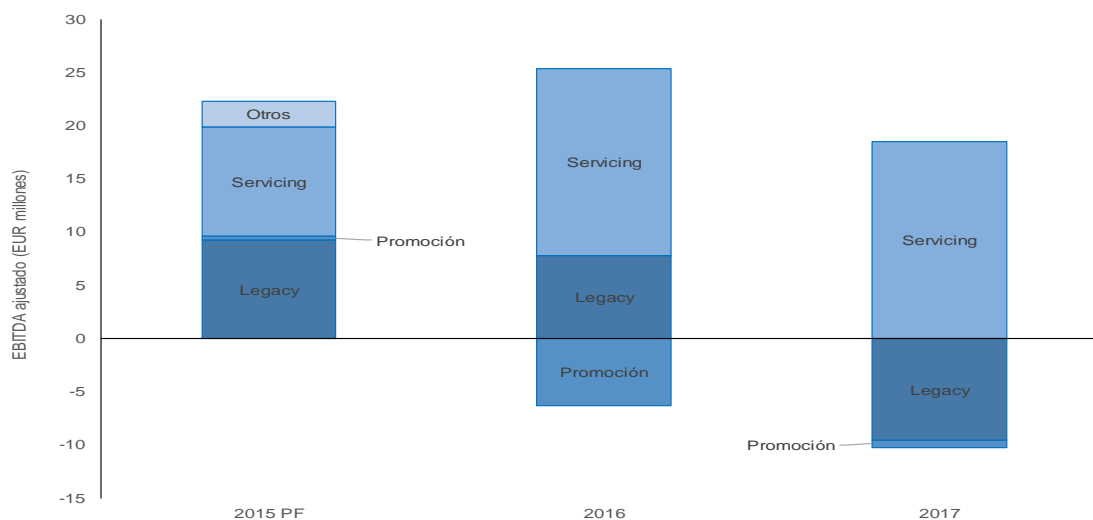
Antes de analizar los resultados debemos señalar que la línea de negocio de Promoción propiamente dicha se lanzó en la segunda mitad de 2015 (2S2015) y no comenzará a contribuir de forma significativa a los resultados del Grupo hasta 2018. Por tanto, los resultados obtenidos por el Grupo en 2016 y 2017 no pueden extrapolarse a la evolución futura de la Compañía. Igualmente, la actividad de *Servicing* comenzó en mayo de 2015 y por tanto sólo aporta durante 7,5 meses en ese ejercicio.

HOME alcanzó unas ventas netas de EUR 220,4 millones en 2017, frente a EUR 256,7 millones en 2015 proforma, debido principalmente al descenso de las ventas del negocio *Legacy*, tal y como ya mostramos en el gráfico n. 6 cuando describimos el negocio del Grupo, descenso natural a medida que se va reduciendo la cartera de activos *Legacy* pendientes de venta y mientras el negocio de Promoción no ha alcanzado la madurez.

Por su lado, el EBITDA ajustado, que excluye las provisiones por depreciación de los inmuebles en cartera y otros apuntes no recurrentes, se ha ido deteriorando, debido principalmente a la menor aportación del negocio *Legacy*, y en menor medida a los costes de estructura incurridos por la actividad promotora (recordamos que esta actividad no alcanzará la madurez hasta 2020), y a pesar de una mayor actividad de la división de *Servicing* (operativa desde mediados de 2015) - tal y como se muestra en el gráfico n. 8. Con esto, el EBITDA ajustado del Grupo pasó de EUR 22,3 millones en 2015 proforma a EUR 8,3 millones en 2017.

Gráfico n. 8

#### EVOLUCIÓN DEL EBITDA AJUSTADO DEL GRUPO (2015PF–2017)



Fuente: Folleto de la OPV de la Compañía

## Neinor Homes (HOME)

---

HOME contabilizó provisiones de ajuste del valor de las inversiones y existencias del Grupo de activos no vendidos por importe de EUR 103 millones en 2015, EUR 9,5 millones en 2016 y EUR 4,5 millones en 2017. Además, en 2017 contabilizó otros apuntes no recurrentes: el plan de incentivos pagado por Lone Star (EUR 19,0 millones) y los gastos de salida a Bolsa (EUR 2,3 millones). Por su lado, las amortizaciones son poco significativas (EUR 0,3 millones en 2015, EUR 0,6 millones en 2016 y EUR 0,7 millones en 2017). Con todo ello, HOME registró unas pérdidas a nivel de resultado de explotación (EBIT) de EUR 80,6 millones en 2015 proforma y de EUR 18,3 millones en 2017, mientras que en 2016 consiguió cerrar con un beneficio de explotación de EUR 9,0 millones.

Igualmente, y como consecuencia del avance en el desarrollo de la actividad de Promoción, y del consiguiente mayor endeudamiento empleado para financiarla, los gastos financieros de HOME se han ido incrementado, desde EUR 0,9 millones en 2015 proforma hasta EUR 4,9 millones en 2016 y EUR 7,7 millones en 2017.

Finalmente, el impuesto de sociedades supuso un coste de EUR 0,6 millones en 2015 proforma y EUR 3,1 millones en 2016, y un ingreso de EUR 34.000 en 2017.

Con todo ello, HOME registró unas pérdidas de EUR 82,1 millones en 2015 proforma, un beneficio de EUR 1,1 millones en 2016 y unas pérdidas de EUR 25,9 millones en 2017 a nivel de resultado atribuible, cifras que como ya hemos señalado no son extrapolables y no reflejan la evolución futura del negocio del Grupo.

### 4.2. Proyecciones próximos ejercicios

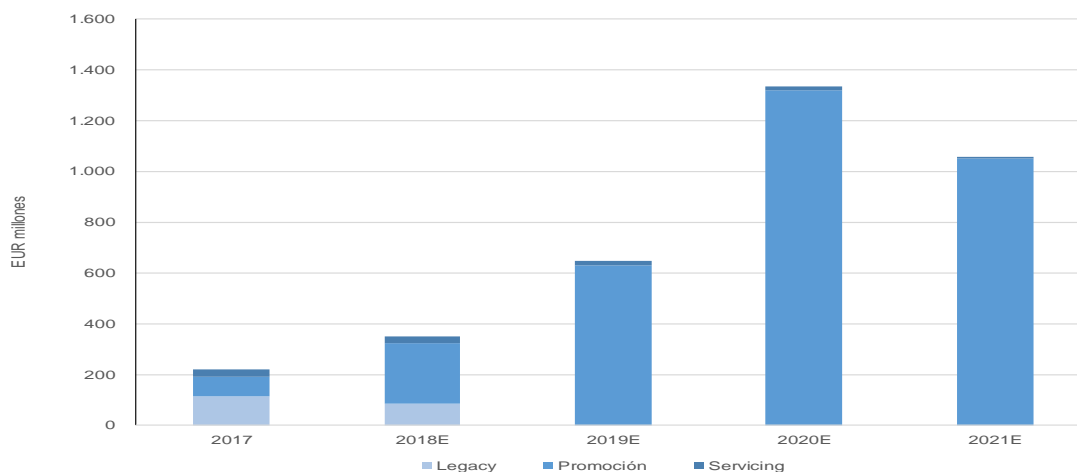
Esperamos que en los próximos ejercicios los resultados de HOME crezcan con fuerza como consecuencia de la maduración de su negocio principal, la Promoción, y a medida que el Grupo va aumentando el número de entregas. Señalar que esperamos que HOME finalice la venta de los inmuebles *Legacy* este ejercicio, con lo que no habrá más aportaciones por parte de esta línea de negocio a partir de 2019. Además, hemos proyectado un progresivo descenso de la cartera de *Servicing* en los próximos años, también como consecuencia de la venta de la cartera de inmuebles de Kutxabank, y la finalización de esta actividad en el año de la finalización del contrato, 2022, aunque no podemos descartar que ésta pueda ser prorrogada e incrementada con nuevos activos.

En cuanto al área de negocio de Promoción, esperamos un repunte significativo del número de entregas de viviendas en los próximos años, a medida que el Grupo va avanzando en el desarrollo de su modelo de negocio. Así, proyectamos que el Grupo entregará 800 viviendas en 2018 (313 en 2017), 1.800 viviendas en 2019, 4.000 viviendas en 2020 y 3.500 viviendas a partir de 2021, más o menos en línea con las previsiones anunciadas por HOME en la presentación de sus resultados para el ejercicio 2017 y con la tasa a largo plazo considerada en su plan de negocio. Estas previsiones suponen cierto retraso respecto al plan de negocio presentado en la OPV de la Compañía (1.300 viviendas en 2018 y 3.100 viviendas en 2019), retraso que debería ser temporal, con una recuperación de volúmenes en 2020, y que se debe principalmente a: retraso causado por el cuello de botella que se está generando en la tramitación en los ayuntamientos a la hora de aprobar los proyectos de construcción; retraso en el lanzamiento de algunas promociones; y rediseño de proyectos ante el encarecimiento de los costes de construcción con el fin de proteger el margen. Consideramos, por tanto, que gran parte de estos retrasos se deben a factores coyunturales que deberían ir resolviéndose a medida que el sector vuelve a niveles de actividad más “normalizados” tras años de práctica paralización del mismo.

Con esto, hemos proyectado un incremento de las ventas del Grupo desde EUR 220 millones en 2017 hasta EUR 1.058 millones en 2021, tal y como mostramos en el gráfico n. 9, a pesar de que la aportación de los negocios “complementarios” será prácticamente insignificante a partir de 2019. Señalar que para el ejercicio 2018 consideramos un precio de EUR 300.000 por unidad, mientras que en 2019 y 2020 éste estará más en el entorno de EUR 330.000–350.000 por unidad debido al *mix* de promociones vendidas (con más peso de las localizadas en zonas de mayor precio), mientras que para 2021 hemos considerado un precio por unidad más estándar de EUR 300.000.

Gráfico n. 9

**PROYECCIÓN DE LA CIFRA DE VENTAS –2017-2021E**

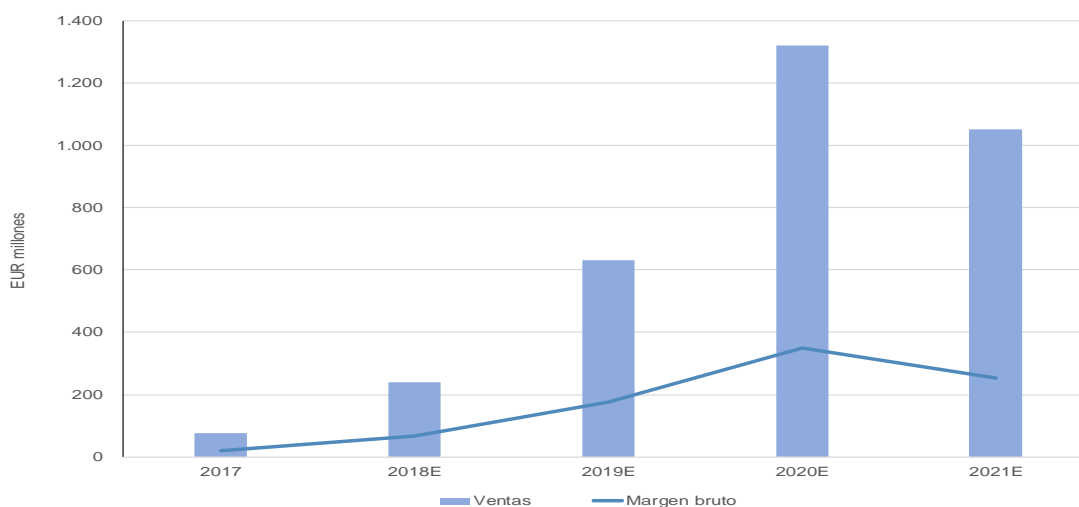


Fuente: Estados financieros de la Compañía 2017; estimaciones propias.

Hemos proyectado un descenso del margen bruto del negocio de promoción desde el 27,4% de 2017 hasta el 24% en 2021. En este sentido, hemos decidido ser conservadores ya que anticipamos tensiones en los precios del suelo en las zonas con más demanda en los próximos años, y a pesar de las medidas de protección del margen que está implementando el Grupo (compra de suelo estratégico) y del importante banco de suelo con el que ya cuenta. Igualmente, prevemos que se mantenga cierta tensión en los costes de construcción en los próximos años, tras años en los que el sector se mantuvo paralizado, si bien, como hemos señalado, creemos que éstos serán transitorios, ya que esperamos que la relativamente elevada tasa de desempleo que existe todavía en España, permita a las constructoras rehacer sus equipos sin tensiones excesivas en los salarios.

Gráfico n. 10

**PROYECCIÓN DE VENTAS Y MARGEN BRUTO DEL NEGOCIO DE PROMOCIÓN (2017–2021E)**



Fuente: Estados financieros de la Compañía 2017; proyecciones propias.

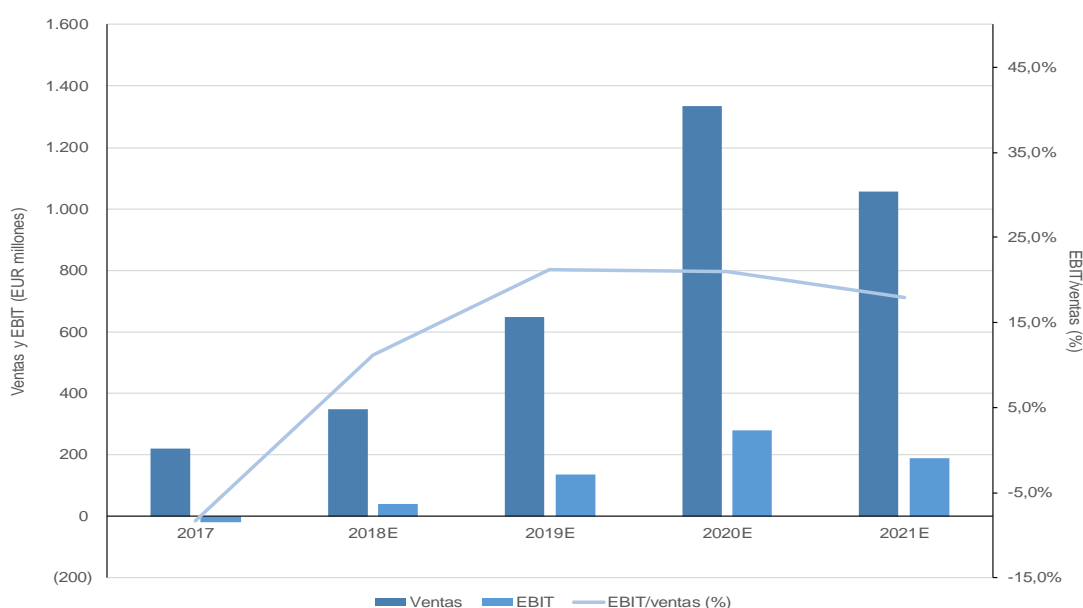
## Neinor Homes (HOME)

Por el contrario, HOME no tendrá que incrementar sustancialmente sus gastos de estructura. Con esto, y con el incremento de las ventas, el Grupo conseguirá pasar de unas pérdidas de EUR 18,3 millones a nivel de EBIT en 2017 a un beneficio de EUR 39,0 millones en 2018 y de EUR 279,8 millones en 2020, para retroceder en 2021 hasta un EBIT más normalizado de EUR 189,4 millones. En dicho ejercicio esperamos que la aportación del negocio de *Servicing* se limite ya a EUR 5 millones a nivel de EBIT.

En términos de margen sobre ventas, esperamos que en el ejercicio 2018, año en el que el Grupo todavía se encuentra en una fase incipiente de su modelo de negocio, el EBIT/ventas se sitúe alrededor del 11%, para alcanzar ya niveles del 20%-21% en 2019 y 2020, retrocediendo hasta el 18% en 2021 –como hemos señalado hemos decidido ser conservadores respecto a las posibles tensiones en los costes.

Gráfico n. 11

### EVOLUCIÓN DE VENTAS, EBIT Y EBIT/VENTAS (2017–2021E)



Fuente: Estados financieros de la Compañía 2017; estimaciones propias

Calculamos que en esta fase de crecimiento, la inversión en suelo y en la construcción de viviendas –mientras las ventas van repuntando poco a poco y no alcanzarán su tasa “normalizada” hasta 2020– provocarán un incremento del endeudamiento financiero en 2018 y 2019, tal y como explicamos en el siguiente punto de este informe. Ello se traducirá en un incremento de los gastos financieros netos desde EUR 7,7 millones en 2017 hasta EUR 24,8 millones en 2020, para tomar una senda descendente a partir de entonces.

Por último, hemos calculado una tasa impositiva normalizada del 26%. No obstante, la Compañía cuenta con bases imponibles negativas no activadas por importe de EUR 57 millones que podrá irse aplicando en los próximos ejercicios, por lo que hemos calculado una tasa impositiva efectiva de alrededor del 16% en todo el periodo proyectado.

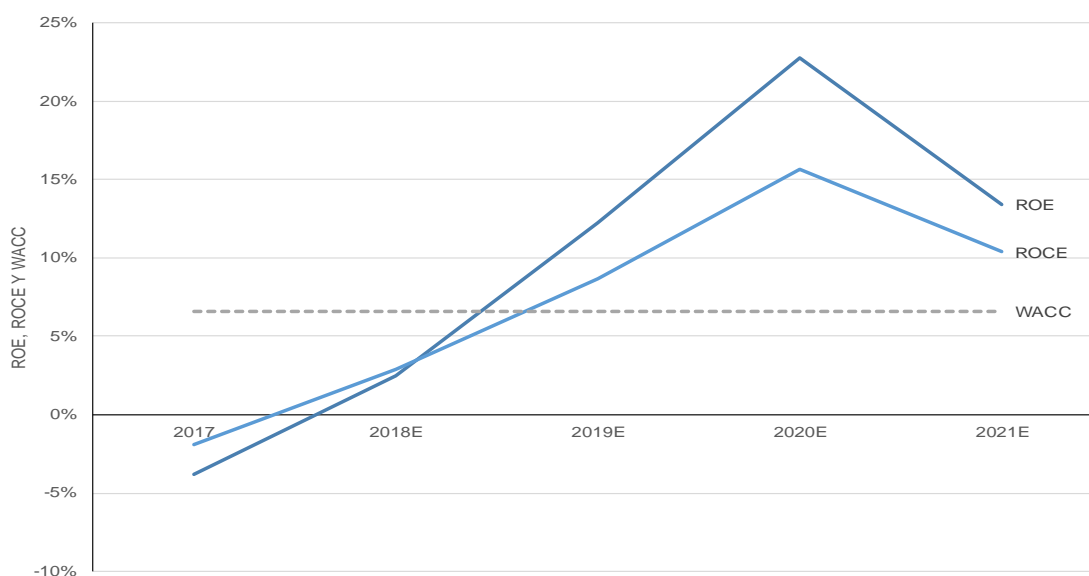
Con todo ello, proyectamos que HOME alcance un beneficio neto de EUR 18,0 millones en 2018, de EUR 96,4 millones en 2019, de EUR 214,5 millones en 2020 y de EUR 140,1 millones en 2021, frente a las pérdidas de EUR 25,9 millones registradas en 2017.

## Neinor Homes (HOME)

Con estas estimaciones, esperamos que la Compañía comience a crear valor en términos de *Economic Value Added* (EVA) a partir de 2019, al superar la rentabilidad de los fondos empleados (ROCE) el coste medio de capital (WACC). Por otro lado, calculamos que la estructura financiera, que analizamos en el punto a continuación, será eficiente en términos de la rentabilidad alcanzable por el accionista, al superar la rentabilidad sobre los fondos propios (ROE) al ROCE en el periodo proyectado, tal y como se muestra en el gráfico a continuación:

Gráfico n. 12

### ROCE Y ROE VS WACC (2017–2021E)



Fuente: Estados financieros de la Compañía; estimaciones propias.

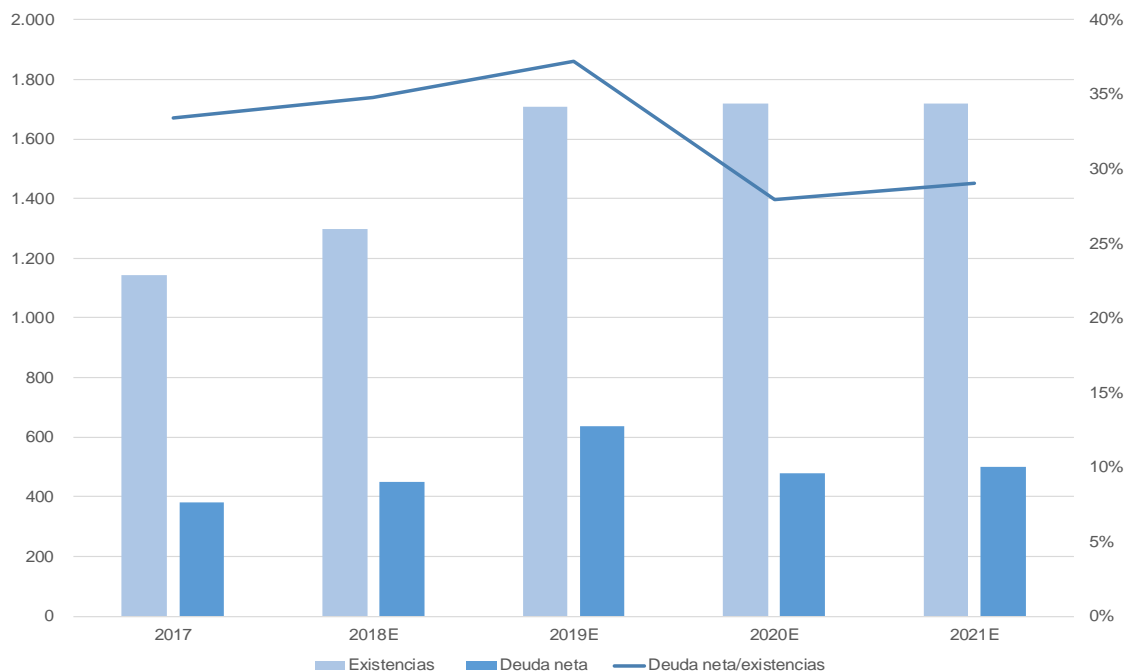
## 5. ESTRUCTURA FINANCIERA

Tal y como hemos señalado en el punto anterior, calculamos que HOME tendrá que incrementar su endeudamiento, al tener que financiar la inversión en suelo y en la construcción de las viviendas que va a desarrollar mientras que las entregas y preventas todavía se encuentran en una fase de crecimiento inicial.

Así, hemos calculado que el endeudamiento neto de HOME se incrementará en los próximos dos años, desde EUR 382 millones con los que cerró 2017 hasta EUR 636 millones al cierre de 2019, año tras el que comenzará a descender hasta situarse en EUR 498 millones al cierre de 2021. No obstante, estas cifras significan que, según nuestros cálculos, la Compañía sobrepasará momentáneamente el ratio de apalancamiento *Loan-to-Cost* del 30% que se ha planteado como máximo en su plan de negocio, alcanzando el 35% en 2018 y 37% en 2019 (33% en 2017) aunque manteniéndose dentro de los *covenants* a los que está sujeta su deuda. En cualquier caso, dichos ratios de endeudamiento nos parecen razonables, teniendo además en cuenta la fase de crecimiento en la que se encuentra el Grupo. Señalar que en estas estimaciones contemplamos que la Compañía comience a distribuir dividendos en el ejercicio 2021 con cargo al ejercicio 2020, con un *pay-out* equivalente al 70% (EUR 150 millones).



**DEUDA NETA VS EXISTENCIAS –2017-2021E**



Fuente: Estados financieros de la Compañía 2017; proyecciones propias.

**6. EVOLUCIÓN EN BOLSA**

Las acciones de HOME cotizan en la bolsa española formando parte del Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM) y del índice de Servicios Financieros e Inmobiliarios, subíndice de Inmobiliarias y otros, así como del índice Ibex Medium Cap. A los precios actuales, la capitalización de HOME alcanza EUR 1.250 millones; su frecuencia de contratación es del 100%; y su volumen diario ha sido desde que comenzó a cotizar en Bolsa el 29 de marzo de 2017 de 523.410 acciones, lo que equivale a EUR 9,5 millones.

HOME comenzó a cotizar tras la Oferta Pública de Venta (OPV) y Suscripción (OPS) de acciones de la Compañía que llevó a cabo Lone Star, y cuyos términos se recogen en el cuadro n. 2. Con la operación Lone Star redujo su participación en HOME hasta el 40%.

**TÉRMINOS DE LA OPS Y OPV DE LA COMPAÑÍA**

**Precio de la oferta**    **EUR 16,46 por acción**  
 (EUR 10 de valor nominal+ EUR 6,46 de prima de emisión)

**Tamaño y número de acciones**

OPV                      37.018.320 acciones  
                                   EUR 609.321.547

OPS                      6.075.334 acciones  
                                   EUR 99.999.998

**Total**                    **43.093.654 acciones**  
                                   **EUR 709.321.545**

Green shoe (\*)        4.309.365 acciones  
                                   EUR 70.932.148

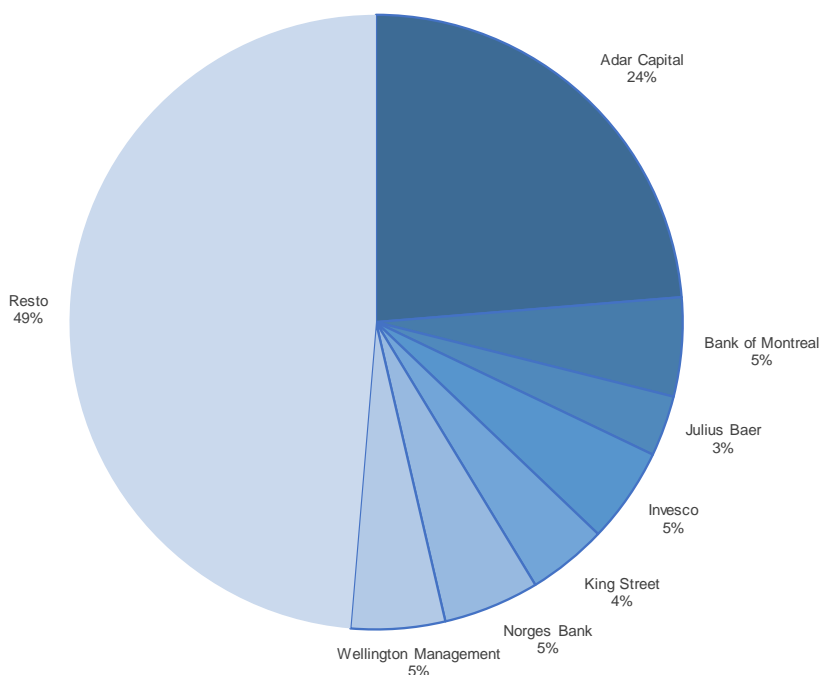
*Fuente: Elaboración propia.*

*(\*) Finalmente se ejecutó sobre 4.014.687 acciones.*

Posteriormente, Lone Star ha ido saliendo del capital de la Compañía, con dos grandes colocaciones en el mercado: i) 21.331.359 acciones (27% del capital) a EUR 18,50 en septiembre de 2017 y ii) 9.857.876 acciones (12,5% del capital) a EUR 17,65 por acción en enero de 2018. Tras la última colocación Lone Star se quedó con una participación residual de 350.918 acciones reservadas para atender el plan de incentivos de ciertos directivos y empleados clave. Consideramos que tras la salida de Lone Star se elimina la presión que sobre la acción habría podido ejercer la salida “programada” de su principal accionista.

Actualmente, HOME no cuenta con un accionista de referencia (100% *free float*), si bien alrededor de un 50% de su capital se encuentra en manos de inversores institucionales con participaciones significativas (más de un 3% en su capital), tal y como mostramos en el gráfico n. 14. Señalar que el modelo de negocio de la Compañía, con procesos muy bien definidos y en los que la profesionalización de la actividad es evidente, reduce el riesgo que podría derivarse de la salida del accionariado del accionista principal en lo que se refiere a la gestión del negocio.

DISTRIBUCIÓN ACCIONARIAL DEL GRUPO



Fuente: CNMV; Incluye participaciones a través de instrumentos financieros.

La evolución de la cotización de HOME ha sido relativamente volátil en los casi doce meses que lleva cotizando, con una primera fase hasta verano del ejercicio 2017 en la que se comportó mucho mejor que el mercado, para posteriormente comenzar una fase más irregular, posiblemente presionada por la salida de Lone Star de su capital, y con un fuerte descenso registrado tras la presentación de los resultados de 2017. Achacamos este último descenso, que por otro lado se produjo en un entorno de turbulencias en los mercados financieros, al anuncio que hizo HOME en la presentación de resultados del ejercicio 2017 de que estaba sufriendo retrasos en el proceso de despegue de su modelo de negocio, lo que se traduciría en un menor número de entregas en los ejercicios 2018 y 2019. Consideramos dichos retrasos un asunto transitorio, siendo razonable que se produzcan tras años de paralización en el sector, y que no refleja la situación de reactivación que atraviesa esta industria. Por tanto, creemos que la reacción del valor fue algo exagerada. No obstante, creemos que el valor va a tardar en retomar el favor de los inversores, hasta que demuestre trimestre a trimestre en sus resultados que es capaz de ir cumpliendo con el nuevo calendario planteado.

**COTIZACIÓN DE HOME vs IBEX-35 (desde OPV-OPS)**



Fuente: FactSet

**7. VALORACIÓN**

Hemos valorado HOME utilizando un modelo de descuento de flujos de caja del inversor ajustado a impuestos con el que hemos obtenido un valor para la Compañía de EUR 1.554,35 millones, lo que supone un precio por acción de EUR 19,67. Este precio objetivo equivale a 1,20 veces el valor neto de los activos (NAV) al cierre de 2017. A los precios actuales de cotización las acciones de HOME presentan un descuento respecto a nuestro precio objetivo del 19%

Las principales hipótesis incluidas en nuestro modelo de valoración se detallan en la exposición que hemos realizado de nuestras estimaciones de resultados para el periodo 2018–2021. El coste medio ponderado del capital del Grupo (WACC), tasa a la que descontamos los flujos de caja estimados, es del 6,60% (su cálculo se recoge en el anexo n. 3).

**8. CONCLUSIONES**

El sector inmobiliario residencial está en plena recuperación tras años de haber estado prácticamente congelado en una crisis económica y financiera en la que han desaparecido las principales promotoras españolas y que supuso que los bancos acabaran siendo los propietarios de importantes lotes de terreno. Esta situación de inactividad ha producido un claro desfase entre oferta y demanda, que se ha traducido en importantes incrementos de precios de la vivienda a partir de 2014.

## Neinor Homes (HOME)

---

La oportunidad de inversión que ofrecía el sector inmobiliario español fue detectada por una serie de nuevos inversores que mediante la adquisición de carteras de suelo a los bancos y la SAREB dieron nacimiento a nuevas inmobiliarias, como es el caso de HOME.

Así, HOME es una de las principales promotoras de vivienda en España, con un banco de suelo finalista de 1,5 millones de metros cuadrados, por lo que dispone de suelo más que suficiente para cubrir las necesidades de su plan de negocio para los próximos tres años, y le protege de posibles tensiones de precios que se puedan dar a medida que se acelera la recuperación del sector, tras años en los que se ha mantenido prácticamente congelado. Por tanto, creemos que la anticipación que ha logrado HOME para adquirir suelo antes que sus competidores le otorgan una ventaja competitiva ante posibles tensiones de precios en esta fase alcista del ciclo.

HOME tiene un modelo de negocio industrializado, que le permite controlar el coste y la calidad de sus productos, así como desarrollar una toma de decisiones disciplinada enfocada a la protección de sus márgenes. En la misma línea, HOME externaliza el diseño y la construcción de sus viviendas a terceras partes, reduciendo sus necesidades de estructura, por lo que tiene flexibilidad para adaptar su actividad fácilmente al alza y a la baja. Además, su plan de negocio plantea una política financiera conservadora que reduce el riesgo derivado de su estructura financiera. Por tanto, su modelo de negocio está enfocado al control de riesgos y márgenes, y a evitar los excesos pasados que se han dado en el sector.

La Compañía se encuentra en proceso de despegue de su modelo de negocio, que espera que alcance la madurez en el ejercicio 2020, con un volumen anual de entregas de 3.500–4.000 viviendas, lo que en el favorable contexto macroeconómico en el que nos encontramos no dudamos en que sea posible. Así, proyectamos un fuerte crecimiento de los resultados de HOME hasta alcanzar un EBIT de EUR 189 millones (18% sobre ventas) y un beneficio neto de EUR 140 millones en 2021.

No obstante, HOME ha anunciado que se están produciendo retrasos en el despegue de su modelo de negocio, por lo que ha reducido el número de entregas previstas para los ejercicios 2018 y 2019, anuncio que fue muy mal recibido por su cotización en Bolsa. Creemos que dichos retrasos se deben en su mayor parte a factores coyunturales, razonables tras años de paralización en el sector y que se solucionarán a medida que el sector retorna a una situación más normalizada.

Aun teniendo en cuenta estos retrasos, esperamos que el endeudamiento financiero del Grupo se mantenga en niveles razonables. Así, proyectamos un pico de deuda neta en 2019 hasta EUR 636 millones, 37% del coste de sus existencias, en 2019.

Hemos valorado HOME por descuento de flujos de caja ajustados al inversor obteniendo un **precio objetivo** de **EUR 19,67** por acción, respecto al que las acciones cotizan actualmente con un descuento del **19%**, descuento que se debe en parte a la reacción que tuvo el valor a los retrasos en las entregas anunciados por HOME, que nos parece algo exagerado, ya que no deriva ni de la situación oferta/demanda en el sector ni de una debilidad en el modelo de negocio de la Compañía, sino de una situación coyuntural. Por tanto, creemos que a los precios actuales HOME es una interesante oportunidad de inversión y aprovecharíamos los actuales niveles de cotización para tomar posiciones en el valor. Por tanto, iniciamos nuestra cobertura del valor con una recomendación de **COMPRA** del mismo. No obstante, creemos que el valor va a tardar en retomar el favor de los inversores, hasta que demuestre trimestre a trimestre en sus resultados que es capaz de ir cumpliendo con su plan de negocio. En este sentido, cualquier nueva desviación al respecto podría provocar nuevos descensos significativos en el valor. Por ello, y por el componente cíclico del negocio, consideramos que el riesgo de la inversión es **ALTO**.

## 9. RECOMENDACIÓN: COMPRAR/RIESGO ALTO

## Neinor Homes (HOME)

### Anexo n. 1

#### PRINCIPALES RATIOS ECONOMICO-FINANCIEROS

(Evolución 2015PF/2017; Proyecciones 2018/2021)

	2021E	2020E	2019E	2018E	2017	2016	2015PF
<b>RATIOS DE LIQUIDEZ A CORTO PLAZO</b>							
. Ratio de solvencia (acir/pcir)	2,15	2,13	1,78	2,05	2,37	2,80	4,13
. Activo disponible (ef+real)/pcirc	0,19	0,21	0,12	0,13	0,14	0,13	0,34
. Fondo de maniobra operativo (Euro. mi)	1.456,20	1.447,54	1.376,22	1.113,47	1.040,81	881,97	884,99
<b>ESTRUCTURA DE CAPITAL/SOLVENCIA A LARGO PLAZO</b>							
. Patrimonio neto/pasivo total	0,54	0,53	0,44	0,51	0,56	0,62	0,76
. Patrimonio neto/pasivo l/p	5.480,58	5.533,39	4.404,23	3.897,08	39,93	23,39	12.932,52
. Patrimonio neto/activo fijo	222,50	240,03	205,10	195,89	141,79	40,62	66,59
. Fondos accionista/activo fijo	222,50	240,03	205,10	195,89	141,79	40,62	66,59
. Recursos permanentes/activo fijo	222,54	240,08	205,15	195,94	145,34	42,35	66,60
. Recursos ajenos/activo total	0,46	0,47	0,56	0,49	0,44	0,38	0,24
. Deuda neta/fondos accionista	48%	46%	76%	61%	53%	44%	-2%
. EBIT/gastos financieros netos	8,31	11,27	6,00	2,22	-2,48	1,84	-89,28
. Gastos financieros netos/ventas n.	2,2%	1,9%	3,5%	5,0%	3,5%	2,1%	0,4%
. CF explot./gts.financieros netos	8,34	11,30	6,03	2,26	-10,38	-5,10	0,80
. Deuda neta	498,49	480,11	635,80	451,51	381,98	280,05	-19,91
<b>RENDIMIENTO INVERSION</b>							
. ROA	7,2%	11,1%	5,8%	1,3%	-2,3%	0,1%	--
. ROE	13,4%	22,7%	12,2%	2,5%	-3,8%	0,1%	--
. ROCE	10,4%	15,7%	8,7%	2,9%	-1,9%	0,3%	--
. BAI/fondos accionista (A)	15,9%	27,0%	14,5%	2,9%	-3,8%	0,6%	--
. BAI/recursos permanentes (A1)	18,1%	29,6%	17,4%	5,3%	-2,7%	1,2%	--
. A/A1	0,88	0,91	0,83	0,56	1,41	0,47	--
<b>RESULTADOS EXPLOTACION</b>							
. Margen bruto	24,6%	27,2%	30,1%	27,4%	-5,5%	10,2%	17,3%
. Ebitda/ventas	18,0%	21,0%	21,3%	11,4%	-36,2%	-10,9%	0,3%
. Margen explotación	17,9%	21,0%	21,2%	11,2%	-8,3%	3,9%	-31,4%
. BAI/ventas	15,7%	19,1%	17,6%	6,1%	-11,8%	1,8%	-31,8%
. B°Neto/ventas	13,2%	16,1%	14,8%	5,2%	-11,8%	0,5%	-32,0%
<b>UTILIZACION DEL ACTIVO</b>							
. Ventas/tesorería	5,77	8,22	5,93	4,15	3,61	3,39	5,74
. Ventas/cuentas a cobrar	46,99	49,94	27,07	16,30	10,21	8,13	14,38
. Ventas/existencias	0,62	0,78	0,43	0,29	0,21	0,25	0,55
. Ventas/activo total	0,54	0,69	0,39	0,26	0,19	0,22	0,46
<b>DATOS POR ACCION</b>							
. Beneficio neto por acción (Euro)	1,77	2,72	1,22	0,23	(0,33)	0,01	(0,87)
. Dividendo por acción (Euro)	1,24	1,90	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
. Cash-flow por acción (Euro)	1,78	2,73	1,23	0,24	(1,10)	(0,45)	(0,01)
. Valor contable por acción (Euro)	13,18	13,31	10,59	9,37	9,14	8,65	8,94
. Precio/valor contable (*)	1,20	1,19	1,50	1,69	--	--	--
<b>RATIOS BURSATILES</b>							
. Precio (Euro) (*)	15,84	15,84	15,84	15,84	15,84	--	--
. PER (veces)	8,9	5,8	13,0	69,4	n.s.	--	--
. Precio/Cash-flow	8,9	5,8	12,9	66,7	n.s.	--	--
. Rentabilidad por dividendo	7,8%	12,0%	0,0%	0,0%	0,0%	--	--
. Pay-out	70,0%	70,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

(\*) La cotización utilizada para los ejercicios 2017-2021 es la actual.

Fuente: Memorias anuales de la Compañía. Estimaciones propias.

## Neinor Homes (HOME)

### Anexo n. 2

#### CUENTA DE PERDIDAS Y GANANCIAS - Grupo Consolidado (Evolución 2015PF/2017; Proyecciones 2018/2021)

EUR millones	2021E	2020E	2019E	2018E	2017	2016	2015PF
Total Ventas	1.058,1	1.333,5	648,9	349,3	220,4	228,6	256,7
Variación de existencias	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Coste de Ventas	(798,0)	(970,2)	(453,6)	(253,6)	(232,5)	(205,4)	(212,3)
<b>MARGEN BRUTO</b>	<b>260,1</b>	<b>363,3</b>	<b>195,3</b>	<b>95,8</b>	<b>(12,1)</b>	<b>23,2</b>	<b>44,3</b>
Gastos Explotación	(70,0)	(82,7)	(57,1)	(56,0)	(5,5)	(13,6)	(124,6)
<b>CASH-FLOW DE EXPLOTACION (EBITDA)</b>	<b>190,1</b>	<b>280,6</b>	<b>138,2</b>	<b>39,8</b>	<b>(17,6)</b>	<b>9,6</b>	<b>(80,3)</b>
Amortizaciones	(0,8)	(0,8)	(0,7)	(0,7)	(0,7)	(0,6)	(0,3)
<b>BENEFICIO EXPLOTACION</b>	<b>189,4</b>	<b>279,8</b>	<b>137,4</b>	<b>39,0</b>	<b>(18,3)</b>	<b>9,0</b>	<b>(80,6)</b>
Rdos. financieros netos	(22,8)	(24,8)	(22,9)	(17,6)	(7,7)	(4,9)	(0,9)
<b>RDO ANTES DE IMPUESTOS (BAI)</b>	<b>166,6</b>	<b>255,0</b>	<b>114,5</b>	<b>21,4</b>	<b>(26,0)</b>	<b>4,1</b>	<b>(81,5)</b>
Impuestos	(26,4)	(40,4)	(18,2)	(3,4)	0,0	(3,1)	(0,6)
<b>B. ACTIVIDADES CONTINUADAS</b>	<b>140,1</b>	<b>214,5</b>	<b>96,4</b>	<b>18,0</b>	<b>(25,9)</b>	<b>1,1</b>	<b>(82,1)</b>
Rdo. Actividades interrumpidas	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>RESULTADO CONSOLIDADO</b>	<b>140,1</b>	<b>214,5</b>	<b>96,4</b>	<b>18,0</b>	<b>(25,9)</b>	<b>1,1</b>	<b>(82,1)</b>
Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>BENEFICIO ATRIBUIBLE Grupo</b>	<b>140,1</b>	<b>214,5</b>	<b>96,4</b>	<b>18,0</b>	<b>(25,9)</b>	<b>1,1</b>	<b>(82,1)</b>
<i>EBITDA</i>	<i>190,1</i>	<i>280,6</i>	<i>138,2</i>	<i>39,8</i>	<i>(17,6)</i>	<i>9,6</i>	<i>(80,3)</i>
<i>EBIT</i>	<i>189,4</i>	<i>279,8</i>	<i>137,4</i>	<i>39,0</i>	<i>(18,3)</i>	<i>9,0</i>	<i>(80,6)</i>
<i>Cash-flow ejercicio</i>	<i>140,9</i>	<i>215,3</i>	<i>97,1</i>	<i>18,8</i>	<i>(86,6)</i>	<i>(32,9)</i>	<i>(0,6)</i>

#### BALANCE DE SITUACION - Grupo Consolidado (Evolución 2015PF/2017; Proyecciones 2018/2019)

EUR millones	2019E	2018E	2017	2016	2015PF
<b>ACTIVOS NO CORRIENTES</b>	<b>4,1</b>	<b>3,8</b>	<b>5,1</b>	<b>15,5</b>	<b>12,6</b>
<b>ACTIVOS CORRIENTES</b>	<b>1.894,8</b>	<b>1.440,3</b>	<b>1.273,9</b>	<b>1.000,3</b>	<b>1.092,9</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>1.898,8</b>	<b>1.444,0</b>	<b>1.279,0</b>	<b>1.015,8</b>	<b>1.105,5</b>

EUR millones	2019E	2018E	2017E	2016	2015PF
<b>PATRIMONIO NETO</b>	<b>836,8</b>	<b>740,4</b>	<b>722,4</b>	<b>631,0</b>	<b>840,6</b>
<b>PASIVOS NO CORRIENTES</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>18,1</b>	<b>27,0</b>	<b>0,1</b>
<b>PASIVOS CORRIENTES</b>	<b>1.061,8</b>	<b>703,4</b>	<b>538,4</b>	<b>357,8</b>	<b>264,8</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>1.898,8</b>	<b>1.444,0</b>	<b>1.279,0</b>	<b>1.015,8</b>	<b>1.105,5</b>
Número acciones (millones)	79,01	79,01	79,01	72,93	93,99

Fuente: Memorias anuales de la Compañía. Estimaciones propias.

## Neinor Homes (HOME)

### Anexo n. 3

#### CALCULO DE LA TASA DE DESCUENTO APLICADA AL MODELO

WACC (Weighted average cost of capital)	recursos empleados	proporción recursos empleados	coste (*) oportunidad	tasa impositiva normalizada	coste después tasa imp.	contribución tasa actualización
Fondos Propios 31/12/17	722,42	65%	7,34%	--	7,34%	4,80%
Deuda neta 31/12/17 (Euro mill.)	381,98	35%	7,04%	26,0%	5,21%	1,80%
Total	1.104,40	65%				<b>6,60%</b>

(\*) Coste oportunidad: i) FFPP: Tir bono 10 años + prima riesgo; ii) Deuda neta: coste deuda + prima riesgo

#### VALORACION DE LA COMPAÑÍA - PRINCIPALES PARAMETROS APLICADOS

		Deuda bruta	Valor compañía
DCF ajustado (Euro mill.)	(56,55)		
Valor residual	2.028,57		
Total	1.972,02	(417,67)	1.554,35
Valoración por acción - Euro			<b>19,67</b>

Tir bono 10 años:	1,38%
g (crecimiento perpetuo):	1,50%
Prima mercado:	6,27%
Beta:	0,95
Prima de riesgo	5,96%
PER Residual:	19,6

#### CALCULO DEL CASH-FLOW DE EXPLOTACION AJUSTADO A IMPUESTOS (Evolución 2015PF2017; Proyecciones 2018/2021)

EUR millones	2015PF	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
Beneficio explotación (EBIT)	(80,59)	9,02	(18,29)	39,05	137,44	279,80	189,36
Impuestos imputables al EBIT	(0,61)	(6,71)	0,02	(7,98)	(24,12)	(46,89)	(49,23)
<b>EBIT ajustado (NOPLAT)</b>	<b>(81,20)</b>	<b>2,31</b>	<b>(18,27)</b>	<b>31,07</b>	<b>113,32</b>	<b>232,91</b>	<b>140,13</b>
Amortización	0,33	0,61	0,72	0,73	0,74	0,76	0,78
<b>Cash-flow explotación ajustado</b>	<b>(80,88)</b>	<b>2,92</b>	<b>(17,55)</b>	<b>31,80</b>	<b>114,06</b>	<b>233,67</b>	<b>140,90</b>