

Libertas 7 (LIB), es un Grupo familiar con sede en Valencia (España) estructurado en torno a tres áreas de actividad: (i) promoción y gestión inmobiliaria, (ii) gestión turística, con el arrendamiento de 76 apartamentos y la gestión de un hotel y (iii) inversión financiera, con la gestión de su propio patrimonio a través de la inversión en renta variable y private equity. Gestionado y controlado por la familia fundadora (c. 70% s/Capital).

David López Sánchez – david.lopez@lighthouse-ieaf.com
+34 915 904 226

A las puertas de un “salto” en EBITDA, BN y FCF

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	57,0	67,4
EV (Mn EUR y USD) ⁽¹⁾	56,9	67,3
Número de Acciones (Mn)	21,9	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	6,99 / 2,04 / 0,86	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación ⁽²⁾	0,0	
Factset / Bloomberg	LIB-ES / LIB SM	
Cierre año fiscal	31-Dic	

Estructura Accionarial (%)

Familia Noguera y otros accs.	80,0
Autocartera	4,5
Free Float	15,5

Datos Financieros Básicos (EUR Mn)

	2020	2021e	2022e	2023e
Nº Acc. ajustado (Mn)	21,1	21,9	21,9	21,9
Total Ingresos	3,9	18,4	16,5	13,1
EBITDA Rec. ⁽³⁾	-0,7	1,8	2,0	1,9
% Var.	-83,0	358,3	9,8	-3,6
% EBITDA Rec./Ing.	n.a.	9,8	12,0	14,5
% Var EBITDA sector ⁽⁴⁾	-0,6	5,9	7,5	6,4
Beneficio neto	-3,6	0,8	1,0	0,9
BPA (EUR)	-0,17	0,04	0,04	0,04
% Var.	-440,8	121,3	21,2	-8,9
BPA ord. (EUR)	-0,17	0,04	0,04	0,04
% Var.	-431,7	121,9	21,2	-8,9
Free Cash Flow Rec. ⁽⁵⁾	-5,4	4,3	0,0	-4,5
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	34,1	29,8	29,8	34,3
DN / EBITDA Rec.(x)	n.a.	16,6	15,1	18,0
ROE (%)	n.a.	0,9	1,1	1,0
ROCE (%) ⁽⁵⁾	n.a.	1,4	1,6	1,5

Ratios y Múltiplos (x) ⁽⁶⁾

	2020	2021e	2022e	2023e
PER	n.a.	71,6	59,1	64,9
PER Ordinario	n.a.	71,6	59,1	64,9
P/BV	0,65	0,64	0,64	0,63
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	14,52	3,09	3,46	4,33
EV/EBITDA Rec.	n.a.	31,7	28,8	29,9
EV/EBIT	n.a.	35,6	32,1	33,4
FCF Yield (%) ⁽⁵⁾	n.a.	7,6	n.a.	n.a.

(1) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

(2) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.

(3) Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 0,2Mn mayor por la aplicación de NIIF 16.

(4) Sector: Eurostoxx 600 Real State.

(5) Ver Anexo 2 para Tasa fiscal teórica (ROCE) y cálculo del FCF recurrente.

(6) Múltiplos y ratios calculados con cotización a fecha de este informe.

LIB RECUPERA UN NEGOCIO PROMOTOR RECURRENTE... Tras las dificultades de la última década (crisis de 2008 y fortísimo impacto del Covid-19 en 2020), LIB se encuentra a las puertas de cerrar el primer ciclo de promoción residencial, iniciado en el período 2017-2020 (algo “invisible” en el P&L 2020).

... QUE LE PERMITIRÁ REGISTRAR UN AUTÉNTICO SALTO EN TAMAÑO (YA EN 2021e). En la actualidad, LIB cuenta con una cartera de preventas de c. EUR 16Mn y producto en comercialización por c. EUR 9Mn que debieran entrar “ya” en el P&L de 2021e y 2022e. Lo que nos permite proyectar la entrega de c. 70 viviendas en 2021e y c. 60 viviendas en 2022e (vs 9 en 2020). Y arrancar un nuevo ciclo promotor durante el 2S21 sobre una cartera de suelo en propiedad de 11.350 m2.

Y MARCARÁ EL INICIO DE UNA FASE DE CRECIMIENTO... El escenario que planteamos para 2021e apunta a: (i) un despegue de ingresos hasta c. EUR 18Mn (vs EUR 3,9Mn en 2020), (ii) niveles de EBITDA de c. EUR 2Mn y (iii) una Deuda Neta de EUR 29,8M (DN/Activo < 30%); una posición financiera que debiera permitirle continuar financiando el crecimiento de sus tres áreas de actividad.

...CON CAPACIDAD TEÓRICA DE PROLONGARSE EN EL LARGO PLAZO. Por varias razones: (i) la mera expansión del negocio promotor (capacidad de acceder a suelo a precios atractivos por aprovechamiento de su especialización en la Comunidad Valenciana), (ii) la exposición al ciclo de su negocio turístico (que debiera superar los niveles pre Covid-19 a partir de 2023e) y (iii) los resultados que pudieran derivarse de la gestión y rotación de la cartera de inversión (una fuente de rentabilidad adicional no incluida en nuestros números).

¿Y SI PONEMOS EL FOCO EN 2024e? Dado el proceso de maduración del negocio promotor (que explica el declive en ventas de 2023e), 2024e aparece como un año “normalizado” con capacidad de aspirar a niveles de generación de FCF c. EUR 4,5Mn, (FCF yield c. 8%; pese al reinicio de una actividad recurrente de compra de suelo).

EL EQUITY STORY ES CLARO: LIB se posiciona como un Grupo altamente diversificado (por la confluencia de tres actividades de alto peso en términos de valor patrimonial), en el que “la vuelta” de su negocio promotor (hasta ahora “invisible” en el P&L) apunta a un posible salto en tamaño (y valor) en el L/P. Pero tangible desde 2021e.

Comportamiento relativo (base 100)



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	-12,6	-39,8	87,4	87,4	84,7	20,3
vs Ibex 35	-10,3	-41,4	59,8	70,7	106,5	7,6
vs Ibex Small Cap Index	-10,9	-39,7	31,8	71,9	62,7	-43,2
vs Eurostoxx 50	-11,8	-41,1	54,9	64,3	57,2	-18,1
vs Índice del sector ⁽⁴⁾	-14,8	-45,4	56,8	70,2	76,2	2,7

(*) Salvo que se indique expresamente, todos los datos de este informe tienen como fuente: La Compañía, Factset y Lighthouse.

Conclusiones

Ante el inicio de una fase de crecimiento sostenido (y rentable)

Libertas 7 (LIB) es un Grupo familiar gestionado y controlado por la familia Noguera (c. 70% del capital) y estructurado en torno a tres áreas de actividad: (i) promoción y gestión inmobiliaria, con el foco en la promoción de viviendas de “primera residencia” con un ámbito de actuación centrado en la Comunidad Valenciana, (ii) gestión turística, con el arrendamiento de 76 apartamentos propios y la gestión de un hotel y (iii) inversión financiera, con la gestión de su propio patrimonio a través de la inversión en renta variable y private equity (con una cartera de inversión valorada a cierre del 1T21 en EUR 47,8Mn) .

Ahora, tras la “travesía por el desierto” de más de una década, iniciada con la gran crisis de 2008 (que deja grandes secuelas y valiosas lecciones para el futuro) y el impacto del Covid-19 en 2020, surgen tres preguntas esenciales: ¿qué es LIB hoy? ¿qué debe esperarse para su futuro más próximo en términos de resultado operativo y generación de cash flow? Y, la última, pero quizás también la más importante, ¿qué podemos esperar de la compañía en el más largo plazo?

A) ¿Qué es LIB hoy? Una identidad estratégica singular que, pese a las dificultades atravesadas, se ha mantenido estable en el tiempo

Desde un punto de vista enormemente simplificador, hoy (2021) hay que ver a LIB desde tres ópticas distintas:

- **Actividad (pese a su menor tamaño, no ha dejado de ser lo que era antes de la crisis de 2008).** Hoy LIB sigue siendo una compañía en la que conviven tres actividades: (i) inmobiliaria (a las puertas de iniciar un nuevo ciclo promotor), (ii) turística (con capacidad de crecimiento, una vez superado el Covid-19) y (iii) inversión financiera, una actividad que aporta una mayor diversificación de activos, liquidez y rentabilidad. Tres actividades, todas ellas estratégicas, gestionadas de forma independiente y coordinadas por el Comité de dirección.
- **Momentum.** Quizás el factor más importante a considerar al analizar LIB, ¿Por qué? Porque tras las dificultades atravesadas durante la última década, hoy LIB se encontraría cerca de recuperar un negocio promotor sano y recurrente, que le aporte una cuenta de resultados hasta ahora “invisible” (gracias a la venta de las promociones desarrolladas durante el período 2017-2020).

Además, durante los últimos años LIB ha incrementado el peso de las inversiones en private equity en su cartera de inversión (c. 13% del valor de mercado de la cartera en el 1T21 vs c. 2% en 2015). Por lo que, dado que se trata de inversiones de ciclo largo (5-7 años), sus resultados aún no se han visto reflejados en el patrimonio de la compañía (algo que ya debiera empezar a ocurrir a partir de 2021e).

- **Valor Patrimonial (“clave” en una compañía como LIB).** Utilizando datos de cierre de 2020, la suma del valor neto de los activos del Área de Inversión (EUR 49,2Mn) y Turismo (EUR 15,2Mn) ascendería a EUR 64Mn. Un importe que superara el Mkt. Cap a fecha de este informe (EUR 57Mn). Lo que “a priori” aparece como una potencial reserva de valor, al no asignar el mercado una valoración al Área Inmobiliaria (con un valor contable de EUR 23,5Mn a cierre de 2020 y capacidad de crecimiento). Aunque el Patrimonio Neto no refleja el impacto que pudiera derivarse de los litigios en curso (ver página 23 de este informe).

B) ¿Y ahora qué? En 2021e emerge el P&L del Área Inmobiliaria (hasta ahora invisible)...

Durante los últimos años (2017-2020), LIB centra sus esfuerzos en reconstruir “desde cero” su actividad de promoción residencial. Y, pese a que el impacto del Covid-19 habría retrasado la escrituración de las promociones en curso y el inicio de nuevos desarrollos, consideramos que los fundamentales del negocio se mantienen intactos, encontrándose hoy a las puertas de cerrar el primer ciclo de promoción reiniciado después de la gran crisis (algo no visible en el P&L de 2020). En concreto, destacamos:

- **Promociones finalizadas y en curso.** En la actualidad (1T21) LIB cuenta con una cartera de preventas de c. EUR 16Mn y producto en comercialización por c. de EUR 9Mn adicionales que debieran entrar “ya” en el P&L de 2021e y 2022e. Lo que nos permite proyectar la entrega de c. 70 viviendas en 2021e y c. 60 viviendas en 2022e (ver tabla 1 en la página siguiente). Un salto en tamaño considerable si lo comparamos con el número de escrituraciones de 2020 (9 viviendas).

Negocio diversificado en torno a 3 áreas (i) inmobiliario, (ii) turístico y (iii) inversión financiera...

... con periodos de maduración de L/P (inmobiliario e Inversión) aún no materializados en P&L

... lo que apunta a una potencial reserva de valor

El negocio promotor se encuentra en la antesala de la recuperación del ciclo...

- **Inicio de nuevos desarrollos.** LIB mantiene una cartera de suelo de 11.354 m2 (equivalente a cerca de 111 viviendas de “segunda residencia”) en dos activos en Denia y Peñíscola. Lo que permitirá el inicio de un nuevo ciclo promotor durante el segundo semestre de 2021e. Además, estimamos el reinicio de una actividad regular de compras de suelo que permitirá mantener el negocio más allá de los desarrollos actuales.

...convirtiéndose en el principal motor del crecimiento de ingresos

El escenario que planteamos implica un importante salto en tamaño para el negocio promotor en 2021e hasta alcanzar un nivel de ingresos de c. EUR 15,5Mn (jvs EUR 1,2Mn en 2020!). Aunque estimamos un declive de los ingresos hasta c. EUR 9Mn en 2023e, al representar un momento del ciclo marcado por el agotamiento de las promociones actuales y el inicio de los nuevos desarrollos (que debieran entrar en el P&L a partir de 2024e). Lo que explica que 2024e aparezca como un año que pueda reflejar de forma normalizada la capacidad de generación de ingresos y EBITDA.

C) ... Lo que permitirá iniciar una fase de crecimiento sostenido (y rentable)

¿Cuál es el escenario central que hay detrás de las proyecciones 2021e-2023e de Lighthouse para LIB? En términos cuantitativos, estimamos:

2021: punto de inflexión para LIB (EUR 18,4Mn Ingresos; +4,7x vs. -1y)...

- **Despegue de ingresos...** A nuestro juicio, LIB se encuentra ante un “punto de inflexión” que debiera permitirle alcanzar una cifra de ingresos de EUR 18,4Mn en 2021e (vs EUR 3,9Mn en 2020), EUR 16,5Mn en 2022e y EUR 13,1Mn en 2023e. Y pese al declive de ingresos estimado para 2023e (explicado por un momento del ciclo promotor de menos ingresos), la entrada en el P&L de las nuevas promociones iniciadas post 2021e debiera permitir a LIB situar su cifra de ingresos consolidada en 2024e por encima de EUR 20Mn.

...impulsando el EBITDA (c. EUR 2Mn, vs. pérdidas -3y)

- **... que debiera permitirle generar niveles de EBITDA de c. EUR 2Mn.** LIB cuenta con una estructura de costes muy engrasada que permitirá “exprimir” el salto en tamaño estimado para 2021e empujando al EBITDA Rec. 2021e hasta EUR 1,8Mn (Mg. EBITDA c. 10%; superando por primera vez desde 2018 los niveles de breakeven). Y permitir mantener niveles de EBITDA de c. EUR 2Mn en 2022e y 2023e como resultado de: (i) una mejora del Mg. Bruto del negocio promotor hasta niveles del 22% en 2023e (vs 18% en 2021e) y (ii) la recuperación de niveles pre Covid-19 del Área Turística en 2023e.

Y manteniendo unas métricas de apalancamiento razonables (DN/Activos < 30%)

- **Y una posición financiera holgada que permitirá acelerar el crecimiento de sus tres negocios.** Asumimos que la capacidad de generación de caja de LIB le permitirá mantener niveles de DN/Activos inferiores al 30% durante el período estimado (pese al consumo de caja necesario para reiniciar un nuevo ciclo promotor que recogerá sus “frutos” a partir de 2024e).

Lo que debiera permitirle continuar financiando el crecimiento en sus tres áreas

La posición financiera de LIB resulta especialmente interesante en el entorno actual, ya que debiera permitirle continuar financiando su crecimiento en: (i) Inmobiliario, con el inicio de nuevos proyectos de promoción residencial (reiniciando una actividad regular de compras de suelo), (ii) Gestión Turística, con nuevos establecimientos bajo gestión y (iii) Inversión, con capacidad de reacción para realizar nuevas operaciones de capital privado (o incrementar el volumen de inversión en renta variable en función de las oportunidades detectadas).

Tabla 1. Principales magnitudes consolidadas (2019-2023e)

EUR Mn	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Área Inmobiliaria	1,9	1,7	16,0	13,5	9,7
Área Turística	2,2	0,6	0,9	1,7	2,2
Área de Inversiones	1,5	1,6	1,5	1,3	1,3
Total ingresos	5,6	3,9	18,4	16,5	13,1
Margen Bruto	4,2	2,5	5,9	6,1	6,1
Costes de explotación	-2,4	-1,5	-2,1	-2,2	-2,2
EBITDA	(0,4)	(1,1)	1,8	2,0	1,9
Mg. EBITDA	-6,8%	-27,2%	9,8%	12,0%	14,5%
Free Cash Flow	2,3	(3,9)	4,4	0,0	(4,4)
Deuda financiera neta	31,3	34,1	29,7	29,7	34,0
Viviendas escrituradas (unidades)	6	9	72	57	41
Inventario (EUR Mn)	15,5	20,9	15,8	17,0	21,7
Variación de existencias (EUR Mn)	1,8	5,4	-5,2	1,3	4,6
Dividend yield (cartera de inversión)	3,3%	2,6%	3,0%	3,5%	3,5%

D) En conclusión: Un Grupo altamente diversificado (por la confluencia de tres áreas independientes de actividad) ante el inicio de un nuevo ciclo

El escenario que planteamos para el período 2021e-2023e refleja con claridad que LIB habría dejado atrás la travesía por el desierto iniciada con la crisis financiera de 2008. Hoy nos encontramos ante una compañía saneada, rentable y con capacidad de crecimiento. Y que nada tiene que ver con lo que refleja el P&L de 2020. Lo que explica que (hoy) el factor más importante a considerar al analizar LIB sea el momentum. Nuestra opinión para el año 2021e puede sintetizarse en tres puntos:

- **Ingresos:** EUR 18,4Mn vs EUR 3,9Mn en 2020.
- **EBITDA:** EUR 1,8Mn (Mg. EBITDA 9,8%) vs EUR -1,1Mn en 2020.
- **Deuda Neta:** EUR 29,8 vs EUR 34,1Mn en 2020. Con una DN/Activos (excluyendo activos por impuesto diferido) del 27%.

LIB emerge “hoy” como una compañía a las puertas de un “salto” en EBITDA, BN y FCF...

Los tres puntos anteriores reflejan con claridad el cambio de fisonomía ante el que se encuentra la compañía.

Aunque dado el momento del negocio promotor (que debiera iniciar un nuevo ciclo de desarrollos durante el segundo semestre de 2021e), quizás lo más interesante sea elevar la vista y preguntarnos que cabe esperar de la compañía en un plazo más largo. Más allá de 2023e, LIB aparece como un Grupo con un negocio promotor consolidado y en plena capacidad de producción, al que se sumaría la capacidad de generación de caja y el valor patrimonial de las actividades de turismo (qué esperemos que recupere niveles pre Covid-19 en 2023e) e inversión.

... con capacidad “teórica” de prolongarse en el largo plazo (más allá de 2023e)

Si ponemos el foco en un año normalizado del negocio promotor (como podría ser 2024e), los “números” apuntarían un Grupo con capacidad de generar unos ingresos > EUR 20Mn en 2024e (c. 80% asociados al Área Inmobiliaria) y un EBITDA de c. EUR 4,5Mn, lo que se traduciría en una generación de FCF Recurrente de c. EUR 4,5Mn y FCF Rec. yield de c. 8% (pese al incremento de las compras de suelo hasta niveles de c. EUR 5-6Mn/año vs EUR 2Mn 2021e; Tabla 2). Niveles con capacidad teórica de crecimiento por la mera expansión del negocio promotor, la capacidad de acceder a suelo a precios atractivos (por aprovechamiento de su *know how* en el entorno de la Comunidad Valenciana), la explotación de sinergias (costes e ingresos) con el Área Turística y los resultados que pudieran derivarse de la gestión y rotación de la cartera de inversión (nuestras estimaciones consideran el cash flow generado por el cobro de dividendos, pero no por la rotación de cartera).

Tabla 2. FCF Recurrente y FCF Rec. yield (2021e vs 2024e “teórico”)

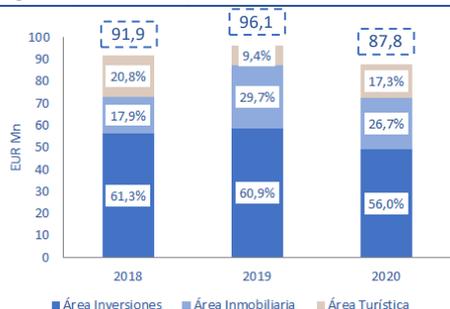
EUR Mn	2021e	2024e
Área Inmobiliaria	16,0	18,0
Área Turística	0,9	2,5
Área de Inversiones	1,5	1,5
Total ingresos	18,4	22,0
EBITDA	1,8	4,4
EBITDA/Ingresos	9,8%	20,0%
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow	(0,7)	(0,7)
Impuestos	(0,1)	(0,6)
<i>Compra de nuevos terrenos</i>	-2,0	-5,5
<i>Obra en curso</i>	-5,5	-5,5
<i>Venta de promociones</i>	12,7	14,0
Impacto en FCF del negocio promotor	5,2	3,0
Otros con impacto en FCF Rec.	-1,8	-1,5
Free Cash Flow Recurrente	4,3	4,6
FCF Rec. yield (%)	7,6%	8,1%

Esto constituye, en sí mismo, el pilar fundamental del Equity Story de LIB. Que se posiciona como un Grupo diversificado en el que el reinicio del negocio promotor dentro de su Área Inmobiliaria (hasta ahora “invisible” en el P&L) apunta a un posible salto en tamaño (y valor) en el largo plazo.

Descripción del negocio

Un Grupo con tres negocios: promoción inmobiliaria, gestión turística e inversión financiera

Gráfico 1. Patrimonio Neto por segmentos de negocio (2018-2020)



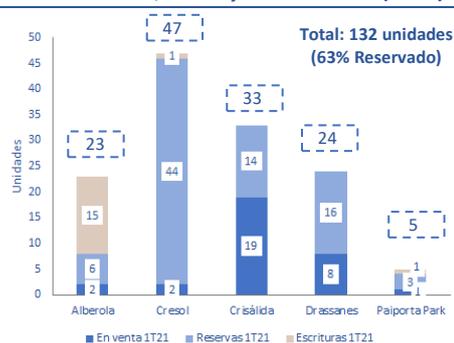
Nota: A cierre de 2020, LIB mantiene activos y pasivos por impuesto diferido por importe de EUR 36,8Mn y EUR 13,1Mn, respectivamente. El importe neto (EUR 23,7Mn) asciende a c. 27% del patrimonio neto total.

Gráfico 2. Activos e ingresos del negocio inmobiliario (2007-2020)



Nota: Los activos del área inmobiliaria incluyen los destinados al alquiler turístico hasta 2018 (momento en que se comienza a reportar la actividad turística de forma independiente).

Gráfico 3. Situación de las promociones en comercialización, venta y escrituración (1T21)



Libertas 7 (LIB) es un Grupo español con sede en Valencia que, desde sus orígenes (1946), ha estado estrechamente ligado al desarrollo urbanístico y a la gestión de inmuebles en la Comunidad Valenciana, una actividad que ha complementado con la gestión de su propio patrimonio mediante la participación en el capital de compañías cotizadas y no cotizadas (con una cartera de inversión valorada a cierre del 1T21 en EUR 47,8Mn). Desde febrero de 2021, LIB cotiza en el Mercado Continuo español bajo la modalidad “fixing” (habiendo cotizado desde el año 1980 en el Mercado de Corros de la Bolsa de Valencia).

En la actualidad, LIB se encuentra estructurada en torno a tres áreas de actividad gestionadas de forma independiente (y coordinadas por el Comité de dirección): (i) promoción y gestión inmobiliaria (26,7% s/Patrimonio Neto), (ii) gestión turística, con el arrendamiento de 76 apartamentos y la gestión de un hotel (17,3% s/Patrimonio Neto) y (iii) inversión financiera, con la gestión de su propio patrimonio a través de la inversión en renta variable y private equity (56,0% s/Patrimonio Neto). El Market Cap. a fecha de este informe asciende a EUR 57Mn.

Área Inmobiliaria: reconstruyendo el volumen de negocio anterior a la crisis 2008

El estallido de la burbuja inmobiliaria en España (2007) y la crisis financiera (2008) marcaron el inicio de un duro (y largo) proceso de ajuste para el negocio inmobiliario de LIB (Gráfico 2).

Dadas las condiciones del mercado inmobiliario tras el impacto de la crisis (y la dificultad del sector para financiar la construcción de nuevas promociones), LIB decide no lanzar ningún proyecto nuevo durante el período 2013-2017, centrando sus esfuerzos en: (i) liquidar el stock acumulado durante el período pre-crisis (c. 111 viviendas a cierre de 2013) y (ii) reducir su nivel de endeudamiento (DN 2013: EUR 62Mn; c. 45% s/activo). Finalmente, en 2016 liquida las últimas viviendas del stock antiguo, lo que, junto a la recuperación del mercado inmobiliario, le permite sacar a la venta tres nuevas promociones de viviendas en 2017 y adquirir nuevos solares. Hoy, tras el duro proceso de ajuste, la actividad inmobiliaria de LIB se estructura en:

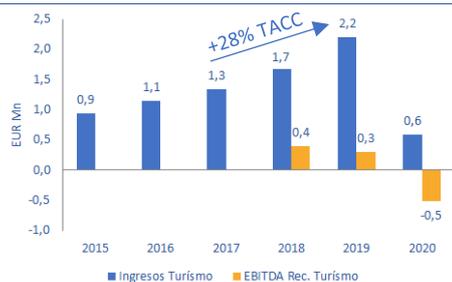
- **Promoción inmobiliaria: tras la fase de inversión (2017-2020), LIB se encuentra hoy (2021) a las puertas de la llegada de ingresos.** LIB desarrolla su actividad de promoción bajo la marca Ficsa, con el foco en la promoción residencial de viviendas de “primera residencia”, sobre suelos finalistas, dirigidas a clientes de nivel adquisitivo medio y con un ámbito de actuación centrado en la Comunidad Valenciana.

Dado que la cartera de promociones actuales de LIB está formada esencialmente por proyectos iniciados en 2018 (Tabla 1), el P&L de la compañía no refleja aún los resultados de la actividad comercial realizada (para lo que deberemos esperar a los resultados 2021e). A cierre del 1T21, la cartera de preventas de las 4 promociones de LIB alcanza los EUR 16Mn, lo que debiera impulsar su cuenta de resultados durante los próximos trimestres.

Adicionalmente, LIB cuenta con producto en comercialización por otros EUR 8,9Mn (Gráfico 3) y una cartera de suelo finalista de 11.35m2 en dos activos (Denia y Peñíscola, con un valor contable de EUR 3,1Mn) sobre los que espera iniciar promociones de “segunda residencia” (con capacidad de construir c. 120 viviendas) una vez mejoren las expectativas de mercado (superado Covid-19).

- **Gestión de inmuebles: una fuente de ingresos (y EBITDA) recurrente.** LIB gestiona una cartera de activos propios en régimen de arrendamiento compuesta de locales comerciales y oficinas en la ciudad de Valencia (valor contable 2020: EUR 17,3Mn). Una actividad que ha generado unas rentas estables durante los últimos cinco años; aunque el impacto del Covid-19 reduce la cifra de ingresos de la actividad en 2020 a EUR 0,5Mn (vs EUR 0,6Mn en 2019; c. -20%).

Gráfico 4. Ingresos y EBITDA del área turística (2015-2020)



Nota 1: En julio de 2018 LIB incorpora el hotel Sea You Hotel Port Valencia (bajo la modalidad de gestión).

Nota 2: El EBITDA Recurrente excluye el impacto de la revalorización de los edificios de Port Saplaya (EUR 2,3Mn en 2019 y EUR 2,9Mn en 2018).

Gráfico 5. Estacionalidad de ingresos del negocio turístico (2019)

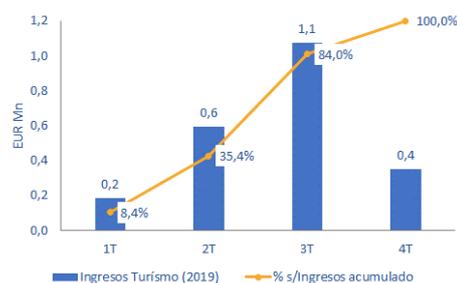
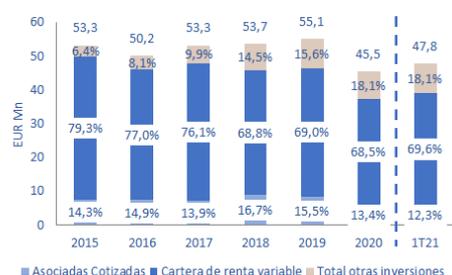
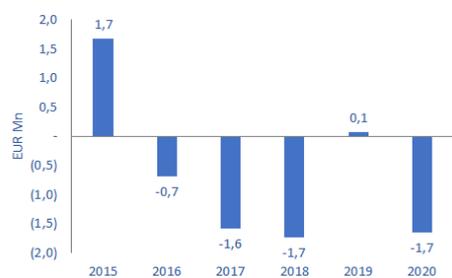


Gráfico 6. Valor de mercado de la cartera de inversión total (2015-1T21)



Nota: El valor de mercado de la cartera de inversión no incluye la liquidez de la cartera.

Gráfico 7. Impacto en P&L de los resultados por puesta en equivalencia (2015-2020)



Nota: El resultado negativo de EUR 1,7Mn del ejercicio 2020 se generó esencialmente por la participación de LIB en Adolfo Domínguez. En 2021 Adolfo Domínguez dejará de consolidar por puesta en equivalencia.

Área Turística: un negocio rentable y con capacidad de crecimiento (una vez superado el Covid-19)

LIB mantiene tres edificios (76 apartamentos, 410 camas) situados en primera línea de playa (Port Saplaya; a 3km del centro de Valencia) explotados en régimen de alquiler. Una actividad directamente relacionada con el turismo doméstico y extranjero que implica una elevada concentración de sus ingresos en el tercer trimestre (en 2019, c. 50% de los ingresos se generaron en el tercer trimestre; Gráfico 5).

Adicionalmente, desde julio de 2018, LIB gestiona (en régimen de alquiler) el hotel Sea You Port Valencia, ubicado en el Puerto histórico de la ciudad de Valencia. Un hotel con 42 habitaciones y 100 camas, dirigido a la captación de viajeros de negocio y de ocio por medio de los mismos canales de comercialización utilizados para la gestión de los apartamentos turísticos. Lo que debiera generar sinergias en costes (así como ayudar a reducir la marcada estacionalidad del área turística; al diversificar su posicionamiento más allá del turismo de sol y playa).

La incorporación de la gestión hotelera (2018), junto a las tendencias positivas del sector turístico español (en 2019, Valencia registró un nuevo récord de visitantes) permiten al área turística de LIB registrar un crecimiento de facturación del +28,2% TACC durante el período 2017-2019, alcanzando unos ingresos de EUR 2,2Mn (contribuyendo a cerca del 40% de los ingresos consolidados en 2019). Aunque en 2020 las restricciones para controlar la pandemia impactan de lleno sobre el área turística, reduciendo sus ingresos un -73%.

En definitiva, nos encontramos ante un negocio de carácter local (Valencia) en el que LIB cuenta con una elevada experiencia (sus orígenes se remontan al año 2000), con capacidad de crecimiento (lo visto durante el período 2017-2019 sirve como ejemplo; Gráfico 4) y bien dimensionado (con capacidad de generar un margen EBITDA de, al menos, c. 15%). Finalmente, destacamos que sólo una parte pequeña de estos inmuebles (valorados a cierre de 2020 de EUR 20,4Mn) se encuentran hipotecados en garantía de préstamos concedidos a LIB (EUR 1,8Mn). Lo que hace de esta inversión inmobiliaria una potencial fuente de financiación vía venta o apalancamiento.

Área de Inversiones: aporta una mayor diversificación de activos (reduciendo el riesgo del Grupo), liquidez y rentabilidad

LIB gestiona a cierre del 1T21 un patrimonio valorado en EUR 47,8Mn (Gráfico 6 y Tabla 2) esencialmente a través de la inversión en renta variable y participadas/private equity. La filosofía de inversión de LIB se sustenta en el medio y largo plazo, con un estilo de gestión basado en el análisis fundamental, apoyado sobre un equipo de analistas propio (compuesto por cuatro analistas senior y un director de inversiones).

Tabla 1. Comportamiento de la cartera de inversión a valor de mercado (2020 vs 1T21)

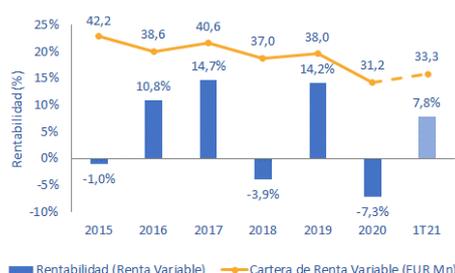
EUR Mn	2020	1T21	Compras	Ventas	Dif. Valor	Dividendos/	
						Retornos	Rentabilidad
Adolfo Domínguez	4,3	4,1	0,0	0,0	-0,2	0,0	-5,3%
Finanzas e Inversiones Valencianas	1,8	1,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0%
1 Asociadas cotizadas	6,1	5,9	0,0	0,0	-0,2	0,0	-3,8%
2 Cartera de Bolsa	31,2	33,3	1,1	-2,8	2,1	0,1	12,1%
3 Private equity	5,8	6,2	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0%
Cleop	1,3	1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0%
El Portal de Valldigna	1,1	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0%
Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0%
3 Inversión permanente	2,5	2,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0%
Total Cartera	45,5	47,8	1,5	-2,8	1,9	0,1	7,8%

Dentro de la cartera de inversión de LIB, destacamos:

- 1 Asociadas cotizadas (12,3% s/cartera total).** Compañías valoradas por el método de la participación (impacto en P&L por puesta en equivalencia; Gráfico 7). En el pasado (pre-2012), las inversiones en asociadas representaron un porcentaje muy importante del patrimonio bajo gestión de LIB (c. 80% en 2007), con participaciones de referencia en compañías cotizadas como Banco de Valencia, Cleop, Prisa, o Adolfo Domínguez. Todas ellas compañías muy afectadas por la crisis 2008/2011. Lo que provocó una reducción muy significativa del patrimonio bajo gestión de LIB (c. EUR 50Mn en 2016 vs c. EUR 580Mn en 2007).

No obstante, hoy el peso de las participaciones en asociadas cotizadas se reduce al 12,3% del patrimonio bajo gestión. Y está explicado esencialmente por la participación en: (i) el grupo textil Adolfo Domínguez (ADZ.MC), con una participación del 10,3% a través de 954.259 acciones valoradas a cierre del 1T21 en EUR 4,1Mn (c. 70% del valor de mercado de la cartera de asociadas) y (ii) Finanzas e Inversiones Valencianas, compañía cuyo principal activo es una participación del 26,78% en el capital de LIB. En abril de 2021, LIB sale del consejo de Adolfo Domínguez, lo que implicará que la inversión deje de consolidar por puesta en equivalencia (pasando a reconocer a partir de 2021 las variaciones de su valor razonable en patrimonio neto; sin impacto en P&L).

Gráfico 8. Rentabilidad de la cartera de renta variable (%) y valor de la cartera (EUR Mn)

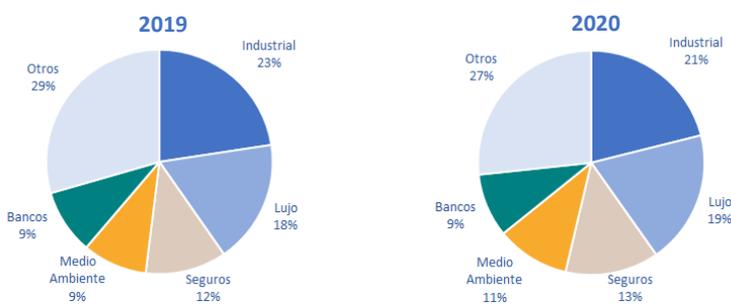


Nota: El patrimonio y rentabilidad de la cartera de renta variable no incluye la rentabilidad de las compañías asociadas cotizadas.

2 **Renta variable (69,6% s/cartera total).** Inversión directa en renta variable, en mercados regulados, con liquidez diaria y con un horizonte de inversión de medio y largo plazo. Una cartera valorada en EUR 33,3Mn a cierre del 1T21 (Gráfico 8) y que aporta diversificación de activos (Gráfico 9), liquidez y rentabilidad (vía cobro de dividendos y rotación de la cartera; Gráfico 11).

Adicionalmente, pese a no existir ninguna restricción geográfica (la decisión de inversión se realiza estrictamente en base a valor fundamental), en la actualidad c. 80% de la cartera de renta variable se encontraría invertido en euros, c. 14% en USD y el resto en GBP y CHF. Con sólo el 20% de los ingresos generados por las compañías en cartera dependientes de la macro española. A cierre del ejercicio 2020, la cartera de renta variable se encontraba diversificada en 51 valores, representando las 10 principales posiciones c. 45% del conjunto de la cartera.

Gráfico 9. Distribución sectorial de la cartera de bolsa (2019-2020)



Desde un punto de vista del comportamiento de la cartera de renta variable de LIB hay que separar dos ideas básicas:

- **La eficacia de la gestión en términos de rentabilidad.** Durante el período 2006-1T21 la rentabilidad obtenida en términos anualizados por la cartera de renta variable implicaría una TACC del 3,4% (vs 1,4% del Stox 600 y -3% del IGBM). Poniendo el foco en el período 2015-1T21 la rentabilidad anualizada fue de una TACC del 7,5% para la cartera de renta variable de LIB vs 3,4% del Stox 600.

En 2020, en un contexto de mercado especialmente atípico y volátil, la rentabilidad de la cartera de renta variable fue del -7,3% (vs -4% del Stox 600 y -15,3% del IGBM). La rentabilidad incluye dividendos de EUR 0,8Mn (rentabilidad por dividendo de la cartera del c. 2,6% en 2020 vs una media -5y del 3%; Gráfico 11).

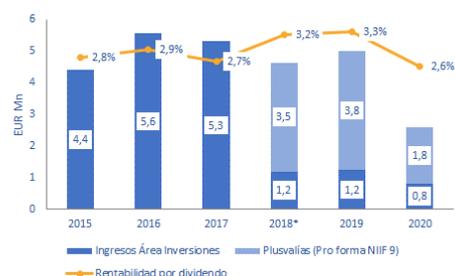
- **El volumen de patrimonio bajo gestión en la cartera de renta variable.** Pese a la rentabilidad positiva acumulada durante el período 2015-1T21, el patrimonio bajo gestión de la cartera de renta variable se habría reducido desde EUR 42,2Mn en 2015 a EUR 31,2Mn en 2020 (Gráfico 8). Por dos razones: (i) las desinversiones destinadas a liquidez (no reflejada en el valor de la cartera de inversión) y (ii) el cambio de mix de la cartera hacia otras inversiones (esencialmente private equity, con el objetivo de crear un grupo de empresas participadas a largo plazo que generen rentabilidad y liquidez).

Gráfico 10. Rentabilidad teórica de la cartera de renta variable de LIB (Base 100 = 2006)



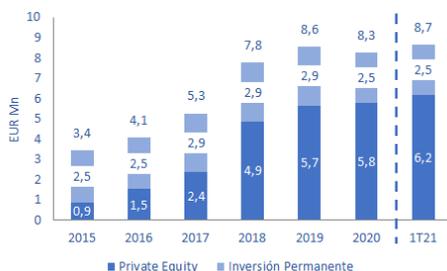
Nota: Rentabilidades calculadas sobre el valor de la cartera al inicio de cada período más las entradas de capital (con independencia de su fecha de incorporación a la cartera).

Gráfico 11. Contribución a ingresos del negocio de inversión (2015-2020)



Nota: Desde 2018, por aplicación de la NIIF 9, LIB elige para la mayor parte de su cartera la opción irrevocable de presentar en "otro resultado global" los cambios posteriores en el valor razonable. Lo que implica que los resultados por ventas de activos financieros se reflejan directamente en PN (y no en P&L como ingresos). Desde 2018 los ingresos del área de inversión corresponden esencialmente al cobro de dividendos.

Gráfico 12. Inversión en Private Equity y otras inversiones permanentes (2015-1T21)



- 3 **Private equity y otras inversiones permanentes (18,1% s/cartera total).** A cierre del 1T21, LIB mantiene una cartera de Private Equity valorada en EUR 6,2Mn (13% s/cartera total vs 1,7% en 2015; Gráfico 12) compuesta por: (i) participaciones en fondos generalistas (c. EUR 5,3Mn) que tienen como objetivo la compra de participaciones en empresas españolas de tamaño medio en sectores industriales o de servicios y con un horizonte de inversión de largo plazo (> 5 años) y (ii) su propio vehículo inversor especializado en private equity (Amaltheia Nature; foco en el sector agroalimentario) con el que mantiene una participación relevante en el capital de Via Nature Juices and Beverages (7,5% s/capital; valorada en EUR 0,9Mn).

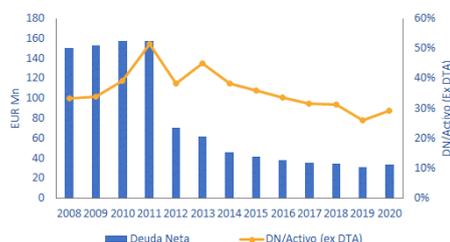
Finalmente, LIB mantiene “otras inversiones permanentes” por valor de EUR 2,5Mn (5,2% s/cartera total; Gráfico 12) explicadas esencialmente por inversiones de liquidez reducida como: (i) la participación del 7,3% en Cleop (compañía suspendida de cotización pero que opera su negocio con normalidad; valor en libros de EUR 1,3Mn) y (ii) una participación del 12,9% de El Portal de Valldigna (valorada en EUR 1,1Mn), compañía controlada por la familia fundadora de LIB (propietaria de un 5,1% de Finanzas e inversiones Valenciana, a su vez propietaria del 26,78% del capital de LIB).

Sentido estratégico: ¿por qué conviven estas tres áreas bajo el mismo paraguas?

Ahora, la pregunta es sólo una: ¿cuál es el sentido estratégico de la estructura actual de LIB? A nuestro juicio, las principales razones que lo explican son:

- **Una Razón histórica...** Desde sus orígenes como empresa familiar (1946) LIB ha estado ligada esencialmente a dos actividades: (i) promoción inmobiliaria, a través de la marca Ficsa (que promovería junto a otros accionistas la urbanización Port Saplaya; donde se ubican los 76 apartamentos que hoy forman parte de su negocio turístico) e (ii) inversión financiera, con presencia en el accionariado y Consejo de Administración de diversas compañías, destacando su presencia en Banco de Valencia y El País (Grupo Prisa) desde los años 70. Con la salida a bolsa del Grupo Prisa en el año 2000, LIB decide reinvertir directamente el capital obtenido tras la OPV en participaciones relevantes en compañías y una cartera diversificada de renta variable, siendo todo ello el origen de su Área de Inversiones tal y como la conocemos hoy.
- **... junto a la posibilidad de generar sinergias entre los negocios de promoción inmobiliaria y gestión turística...** El negocio de promoción aporta “masa crítica”, pero requiere de tiempo desde el momento en que se inician los proyectos hasta que éstos cristalizan en ingresos y FCF. Por ello, las actividades de arrendamiento inmobiliario y gestión turística no sólo permiten rentabilizar las inversiones inmobiliarias de la compañía (valoradas a cierre de 2020 en EUR 37,7Mn) a través de las rentas obtenidas con su alquiler (c. EUR 1,9Mn en 2019), sino que permiten incrementar la estabilidad y recurrencia del P&L (mientras el negocio de promoción materializa sus resultados).
- **... y la diversificación de activos, liquidez y rentabilidad que aporta el Área de Inversiones.** Por un lado, la diversificación de la cartera de inversión permite reducir la dependencia de LIB tanto del ciclo inmobiliario como del mercado español. Y, por otro, aporta una elevada liquidez (c. 80% del patrimonio gestionado se encuentra invertido en renta variable cotizada). Lo que permite incrementar la capacidad de reacción de LIB para generar rentabilidad en la cartera y resultado (lo ocurrido en 2020 es un ejemplo, con una rotación de la cartera de c. 62%).

Gráfico 13. Deuda Neta s/activos (2008-2020)

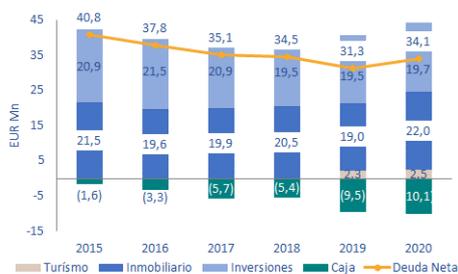


Manteniendo un nivel de endeudamiento razonable (que debiera permitirle continuar financiando el crecimiento de sus tres áreas de actividad)

La deuda neta sobre activos alcanzó su máximo en el año 2011 (c. 50%) llevando a la compañía a recurrir en 2012 a la dación de inmuebles en pago por c. EUR 13Mn y a deshacerse de posiciones en activos en alquiler para adquirir una “dimensión inmobiliaria” más acorde a la realidad del mercado en aquel momento (Gráfico 13). Actualmente los niveles de deuda son mucho más razonables, con una DN 2020 de EUR 34,1Mn (DN/Activo-ex Impuestos diferidos del 29,3%).

Nota: La DN/Activo (ex DTA) excluye el impacto de los activos por impuestos diferidos del activo total (EUR 36,8Mn).

Gráfico 14. Deuda bruta por segmento y Deuda Neta (2015-2020)



Por negocios, la deuda bruta del área inmobiliaria y turística (EUR 24,5Mn; Gráfico 14) corresponde a: (i) préstamos hipotecarios sobre inversiones inmobiliarias (EUR 7,6Mn), (ii) préstamos hipotecarios sobre las promociones en curso por un límite total de EUR 9,0Mn (EUR 1,6Mn correspondientes a obras en curso de ciclo largo, EUR 5,3Mn a obras en curso de ciclo corto y EUR 2,1Mn a préstamos hipotecarios sobre existencias de edificios construidos en régimen de alquiler con vencimientos hasta el año 2051) y (iii) EUR 7,9Mn en préstamos y pólizas de crédito. Finalmente, en el área de inversiones, LIB cuenta con líneas de crédito por un total de EUR 21,2Mn (EUR 19,7Mn dispuestos en 2020; Tabla 3).

Tabla 2. Vencimientos de deuda por negocio (2020)

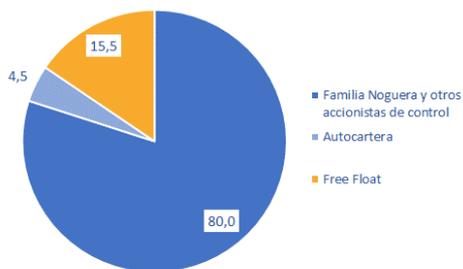
EUR Mn	Límite	2020	Vencimiento					Siguintes	Total L/P
			2021	2022	2023	2024	2025		
Turismo	2,5	2,5	0,9	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	1,6
Inmobiliario	22,0	22,0	10,2	3,6	1,6	2,8	0,9	2,8	11,8
Inversiones	21,2	19,7	6,7	0,0	9,9	0,0	3,1	0,0	12,9
Intereses devengados pendientes de pago	(0,0)	0,0	0,0	0,0	(0,0)	0,0	-	-	0,0
Total	45,7	44,2	17,9	4,0	11,9	3,1	4,2	3,1	26,3

A nuestro juicio, LIB se encuentra en buena posición de balance para continuar financiando su crecimiento en: (i) Inmobiliario, con el inicio de nuevos proyectos de promoción residencial de “segunda residencia” (sobre su cartera de suelo finalista de 11.354m2 en Denia y Peñíscola), (ii) Gestión Turística, con nuevos establecimientos bajo gestión y (iii) Inversión, permitiendo capacidad de reacción para realizar nuevas operaciones de capital privado o incrementos en el volumen de inversión en renta variable.

Con una estructura accionarial que mantiene el carácter familiar (y su compromiso con las necesidades del Grupo)

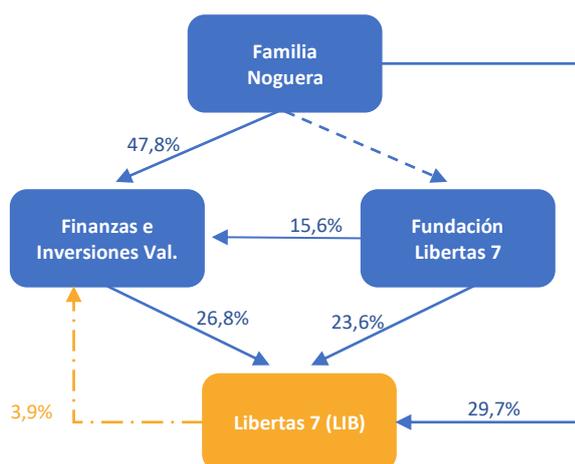
La familia Noguera (fundadora de LIB) es, de facto, la propiedad, al controlar de forma directa e indirecta c. 70% del capital (Tabla 3) y la dirección de la compañía (con 4 de los 8 asientos del Consejo, entre ellos la presidencia y consejera delegada).

Gráfico 15. Estructura accionarial (2020)



Nota: Familia Noguera y otros accionistas de control incluye tres vías de participación en Libertas 7: 1) la participación directa de la Familia Noguera (29,7%), 2) la participación directa de la Fundación Libertas 7 (23,6%), y 3) la participación directa de Finanzas e Inversiones Valencianas (26,8%), compañía cotizada en la Bolsa de Valencia y controlada de facto por la Familia Noguera.

Tabla 3. Participación de la familia Noguera en LIB



Accionistas de control que no han variado en la práctica a lo largo de los últimos 15 años y con aparente vocación de permanencia. Los cambios en el accionariado no son, a priori, un factor a tomar en cuenta. Aunque la compañía mantiene en autocartera c. 4,5% del capital (que podría destinarse a generar liquidez en caso de que fuese necesario, lo que permitiría a LIB incrementar su free float a c. 20%).

El control de la familia Noguera garantizaría a “priori” la alineación intereses con los minoritarios.

En definitiva, una identidad estratégica singular que, pese a las dificultades atravesadas, se ha mantenido estable en el tiempo

Desde un punto de vista enormemente simplificador, hoy (2021) hay que ver a LIB desde tres ópticas distintas:

- **Actividad (pese a su menor tamaño, no ha dejado de ser lo que era antes de la crisis de 2008).** Hoy LIB sigue siendo una compañía en la que conviven tres actividades: (i) inmobiliaria (a las puertas de iniciar un nuevo ciclo promotor), (ii) turística (con capacidad de crecimiento, una vez superado el Covid-19) y (iii) inversión financiera, una actividad que aporta una mayor diversificación de activos (tanto por sectores de actividad como por mercados geográficos), liquidez y rentabilidad. Tres actividades, todas ellas estratégicas, gestionadas de forma independiente y coordinadas por el Comité de dirección.
- **Momentum.** Quizás el factor más importante a considerar al analizar LIB, ¿Por qué? Porque tras una travesía por el desierto de más de una década (atravesando la gran crisis de 2008 y el impacto del Covid-19 en 2020), hoy LIB se encontraría cerca de recuperar un negocio promotor “sano” y recurrente, que le aporte una cuenta de resultados hasta ahora “invisible” (gracias a la venta de las promociones desarrolladas durante el período 2017-2020).

Por ponerlo en contexto, a cierre del 1T21 la cartera de preventas alcanzaba los EUR 16Mn (vs ingresos de EUR 1,2Mn en 2020). Una cartera de preventas que se escriturará en gran medida durante el ejercicio 2021 (para más detalle ver epígrafe de análisis financiero de este informe), lo que, debiera permitir iniciar un nuevo “ciclo” del negocio de promoción en 2022e (y acelerar el crecimiento).

Además, durante los últimos años LIB ha incrementado el peso de las inversiones en private equity en su cartera de inversión (c. 13% del valor de mercado de la cartera en el 1T21 vs c. 2% en 2015). Dado que las inversiones en private equity son de ciclo largo (5-7 años), sus resultados aún no se han visto reflejados en el patrimonio de la compañía (algo que ya debiera empezar a ocurrir a partir de 2021e).

Gráfico 16. Patrimonio Neto por segmentos vs Mkt. Cap (2020)



Nota 1: A cierre de 2020, LIB mantiene activos y pasivos por impuesto diferido por importe de EUR 36,8Mn y EUR 13,1Mn, respectivamente. El importe neto (EUR 23,7Mn) asciende a c. 23,5% del patrimonio neto total. El patrimonio neto excluyendo los activos y pasivos por impuesto diferido asciende a EUR 64Mn.

Nota 2: El valor de mercado de la cartera de inversión total de LIB ascendía a EUR 47,8Mn a cierre del 1T21 (vs valor contable de EUR 43,3Mn a cierre de 2020).

Nota 3: En el marco de uno de los dos litigios abiertos, LIB habría ofrecido activos como fianza por importe de EUR 13,5Mn (15,3% s/Patrimonio Neto 2020). Dado que a fecha de este informe la fianza ofrecida aún no se ha hecho efectiva, el Patrimonio Neto 2020 no refleja el posible impacto que pudiera derivarse de la ejecución de la misma.

- **Valor Patrimonial (“clave” en una compañía como LIB).** Utilizando datos de cierre de 2020, la suma del valor neto de los activos del área de inversiones (EUR 49,2Mn) y turística (EUR 15,2Mn) ascendía a EUR 64Mn. Un importe que superaría el Mkt. Cap actual (EUR 57,0Mn). Lo que “a priori” aparece como una potencial reserva de valor, al no asignar el mercado una valoración al área inmobiliaria (con un valor contable de EUR 23,5Mn a cierre de 2020 y capacidad de crecimiento).

Aunque hoy el valor total de su Patrimonio Neto (Gráfico 16: c. EUR 88Mn) depende, en gran medida, de: (i) la valoración de sus activos y pasivos fiscales (EUR 23,7Mn) y de su recuperabilidad, (ii) una cartera de inversión que mantendría posiciones muy penalizadas por el mercado y que podría no reflejar los “frutos” de la rotación de activos realizada para aprovechar la volatilidad del mercado en 2020, (iii) el impacto positivo que pudiese derivarse de reversiones de deterioros (LIB cuenta con solares deteriorados por importe de c. EUR 6Mn) y (iv) la resolución definitiva de los litigios en curso (LIB habría ofrecido activos para aportar una fianza que aún no se ha hecho efectiva por importe de EUR 13,5Mn; para más detalle ver página 23 de este informe).

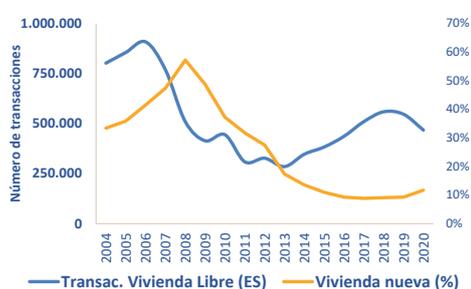
Exposición al negocio inmobiliario y turístico, dos áreas impactadas por el Covid-19, hoy ya en fase de recuperación

Las tres líneas de negocio de LIB (inmobiliaria, gestión turística e inversiones) comparten una elevada ciclicidad, habiéndose visto impactadas, en mayor o menor medida, por la irrupción del Covid-19 en 2020.

Pese a la gran importancia del área de inversiones de LIB en Ingresos y Patrimonio Neto (c. 38% y 56% s/total en 2020), sus resultados dependen en gran medida de: (i) la capacidad del equipo gestor para generar rentabilidad (un factor ajeno a la naturaleza de cualquier sector) y (ii) la propia volatilidad del mercado de renta variable (c. 80% de la cartera de inversión total). Sin haber una exposición competitiva al negocio de gestión de activos, al tratarse de un área que gestiona la cartera de inversión de la propia compañía.

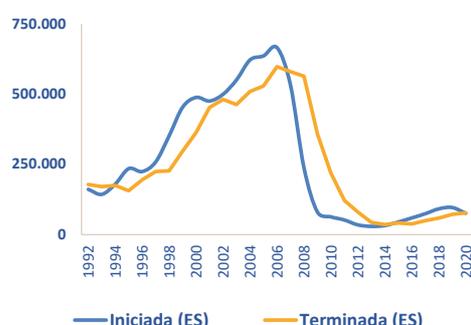
Por ello, desde un punto de vista industrial y de exposición sectorial, centraremos el contenido de este epígrafe en los sectores inmobiliario y turístico.

Gráfico 17. Transacciones en vivienda libre vs. % transacciones vivienda nueva (España)



Fuente: Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana

Gráfico 18. Vivienda iniciada vs. vivienda terminada (España)



Fuente: Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana

La crisis del Covid-19 ha elevado la incertidumbre económica en dos sectores clave para LIB (promoción inmobiliaria y turismo)

El negocio inmobiliario generó c. 43% de los ingresos del Grupo 2020 (c. 35% pre-Covid), procediendo c. 70% del área promotora, cuya facturación también se ha visto afectada por el Covid (-10,9% a/a; con -19,9% a/a en los ingresos por rentas de alquiler). La estrategia de negocio centrada (c/p) en “primera residencia”, ha permitido moderar el impacto.

Por otro lado, el negocio turístico ha sido el más afectado por la crisis Covid. La incorporación de la gestión hotelera (2018), le ha permitido registrar +28,2% TACC 2017-2019 en la facturación, contribuyendo a c. 40% de los ingresos del Grupo en 2019. Pese a ello, las restricciones para controlar la pandemia provocaron una fuerte caída de sus ingresos (c.- 73% a/a; reduciendo su peso al 17% de los ingresos consolidados).

¿Y ahora qué? El sector promotor, impactado por la anterior crisis financiera,...

La gran crisis (2008) produjo un severo ajuste en el sector inmobiliario nacional, que tuvo su reflejo en una brusca contracción del número de viviendas iniciadas (-85% 2009 vs. 2006) y que le llevó a tocar mínimos en 2013 (<30.000 unidades). Una crisis que se saldó con el traspaso a la SAREB (“banco malo”) de c. EUR 51Bn de activos (c. 200.000 activos “tóxicos” de la banca; 20% inmuebles), que aún conserva c. 60% los activos.

El sector promotor residencial ha tenido que esperar hasta 2017 para iniciar la senda de la recuperación, respaldado por el mayor crecimiento económico vs. la Eurozona y el progresivo aumento de la demanda, alimentada inicialmente con activos de segunda mano (la vivienda nueva representó c. 10% de las transacciones 2017; Gráfico 17).

La menor oferta del parque inmobiliario (facilitando la venta sobre plano de buena parte de las promociones iniciadas), junto a la mejora económica pre-Covid (tasa de esfuerzo promedio para adquirir una vivienda de c. 7x del salario bruto anual; 7,3x en 2020) ha impulsado el precio de la vivienda (aunque de forma dispar). Los visados de vivienda libre iniciada otorgados en 2017 alcanzaron c. 75.000 unidades (c. 10% vs. los niveles pre-crisis Lehman), creciendo a una TACC del 14% +2y (c. 96.000 unidades 2019). El comportamiento en la Comunidad Valenciana ha sido similar al nacional, representando las viviendas iniciadas un promedio del c. 11% del total nacional -5y (vs. c. 14% en 2007).

...se enfrenta a la crisis actual con un balance más saneado

A diferencia de la anterior crisis (provocada por la sobre-oferta y el hiperendeudamiento del sector, que llevaron a la quiebra de numerosos actores), la crisis actual (Covid-19) ha encontrado al sector en una posición más saneada.

El endurecimiento crediticio tras la crisis financiera ha resultado en un perfil más solvente de los promotores y en la reducción del riesgo de los proyectos (LIB concentra sus proyectos en la primera residencia, con mayor visibilidad y menor riesgo de crédito).

Además, se ha producido un cambio estructural en el sector, al pasar el suelo a manos de tenedores no naturales (SAREB, entidades financieras...) cuyo principal objetivo ha sido desinvertir, facilitando la entrada de capital riesgo en el sector.

Gráfico 19. Evolución precio (%) vivienda libre (España vs. Comunidad Valenciana)



Fuente: INE y Ministerio de Fomento

Siendo previsible un crecimiento sostenible, más ajustado a la demanda

El número de viviendas iniciadas se redujo a c. 76.000 en 2020 (c. -21% a/a; c. 9.000 en la Comunidad Valenciana, -17% a/a) por la crisis Covid. Este nivel se mantiene muy por debajo de los máximos alcanzados pre-crisis Lehman (c. 600.000), y por debajo del crecimiento esperado de la demanda.

El INE apunta a una TACC del +0,4% +15y en el número de los hogares a nivel nacional, liderado por Baleares, Canarias, Murcia y Madrid (TACCs 0,6% - 0,8%), con un crecimiento para la Comunidad Valenciana (mercado de LIB) alineado con el nacional. Según la Asociación de Promotores Constructores de España (pre-Covid), se requeriría la construcción de entre 120.000 y 150.000 viviendas nuevas al año, para satisfacer la demanda, cifra que podría resultar elevada al compararla con la creación de c. 70.000 hogares/año proyectada por el INE. SEOPAN apunta a un ciclo expansivo post-Covid (+8,5% y +12% respectivamente en 2021 y 2022 para la construcción de vivienda, compensando la caída del 16% sufrida en 2020).

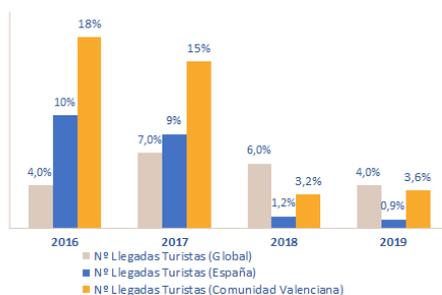
El actual contexto favorece la concentración sectorial y la búsqueda de financiación alternativa

La principal barrera del sector sigue siendo la captación de capital (menor acceso al crédito favorecido por la regulación de entidades de crédito), siendo el acceso a otras fuentes de financiación clave. Esta situación está propiciando movimientos de concentración (como la reciente fusión de la cotizada Neinor Homes con Quabit; 2T21), sin ser descartable nuevos accesos al mercado de capitales (exigencia de proyectos sostenibles, prácticas de buen gobierno y mayor transparencia en la gestión).

En el sector, el ROCE es clave, siendo este dependiente del margen de los proyectos, la eficiencia en costes y la rotación del activo (vinculada a la capacidad de renovar la cartera de suelo en stock). Precisamente, la capacidad para ampliar la cartera de suelo finalista a un precio razonable, junto a los plazos de ejecución de los proyectos, y la incertidumbre regulatoria (urbanística, plazos de materialización...) son los principales retos del sector.

A nivel nacional destacan actores cotizados como Realia, Metrovacesa, Aedas Homes o Acciona, y no cotizados como Vía Celere, Habitat, Kronos Homes o Amenábar, entre otros.

Gráfico 20. Comportamiento (a/a) entrada de turistas internacionales (Global, España y Comunidad Valenciana)



Fuente: OMT (Organización Mundial del Turismo) e INE.

El sector turístico, una industria estratégica para España y en expansión (antes del Covid)...

El turismo constituye uno de los principales pilares de la economía nacional, dado el efecto multiplicador intersectorial del gasto turístico. Su contribución al PIB ha ido en aumento desde mediados de la pasada década, elevándose al 12,4% en 2019 (vs. un promedio del 10,5% 2010-2015; Gráfico 21) y contribuyendo a c. 16% del empleo nacional.

Gráfico 21. PIB Turismo (EUR Bn) y contribución al PIB (%)



Gráfico 22. Entrada de turistas en España vs Ingresos LIB (Área Turística; 2016-2020)



Fuentes: LIB e INE

Gráfico 23. Evolución RevPAR de la Comunidad Valenciana (2019, 2020 y 2021)



Nota: RevPAR = Ingresos por habitación disponible.

Fuente: INE

De acuerdo a la OMT, España es el segundo país que más turistas recibe (83,5 millones en 2019), por detrás de Francia. El año 2019 (pre-Covid) registró una desaceleración del crecimiento en el número de turistas global (4%, -2p.p. vs 2018), debido a la incertidumbre generada por el Brexit, las tensiones geopolíticas y comerciales a nivel mundial y la desaceleración económica. Una situación que se vio empeorada por la quiebra del gigante inglés Thomas Cook y de varias aerolíneas de pequeño tamaño (California Pacific Airlines, Flybmi, Wow Air, Jet Airways....).

A nivel nacional, la Comunidad Valenciana, en la que LIB concentra su actividad, es la tercera región por llegada de turistas internacionales. Ha acaparado un promedio de c. 11% de los turistas que llegan a territorio nacional anualmente.

La Comunidad Valenciana no se habría visto impactada por las turbulencias del escenario internacional en 2019 (+3,6% a/a en la entrada de turistas, +0,4p.p. vs. 2018; vs. +0,9% a/a a nivel nacional, -0,3p.p. a/a). Ese año, los ingresos por Turismo de LIB aumentaron un 30,7% a/a.

...no siendo previsible la recuperación de niveles 2019 hasta 2023e

La pandemia del Covid-19 ha impactado de lleno en la industria turística, que cerró 2020 con un desplome del -73,3% en la entrada de turistas, reduciendo su aportación al PIB nacional al 5,5% (-6,9p.p. a/a; EUR 48,1Bm). La Comunidad Valenciana recibió c. 13,4% de los turistas extranjeros (+2p.p. a/a).

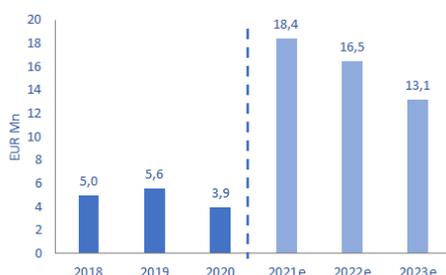
Las restricciones de movilidad impuestas por la pandemia redujeron la ocupación hotelera de la región -63,5% a/a (con una caída del -76,2% en turistas extranjeros), situándose el RevPAR (Revenue Per Available Room) muy por debajo de los niveles pre-Covid (Gráfico 23). La elevada estacionalidad de la industria (concentración de la actividad en temporada alta), acentúa la dependencia del sector en el turismo masivo, dificultando la sostenibilidad del negocio (expuesto al calendario de la declaración del estado de alarma en 2020, pérdida de Semana Santa en 2021...).

Tras la debilidad de la actividad turística en el 1S21 (c. -75% vs. 2019), es previsible su progresiva recuperación (2S 2021), prolongándose la temporada alta. Aun así, EXCELTUR (Alianza para la excelencia turística), estima que la contribución del turismo al PIB en 2021 se sitúe c. -50% vs. 2019, retrasándose la recuperación del sector al 2023.

Análisis financiero

Tras una larga “travesía por el desierto” (2008-2020), en 2021e emerge el P&L del área inmobiliaria (hasta ahora “invisible”)

Gráfico 24. Ingresos totales (2018-2023e)

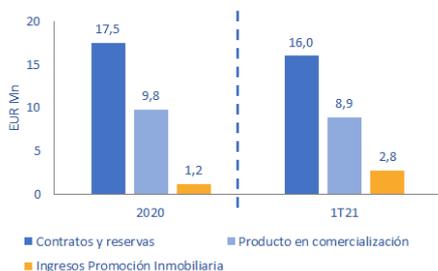


La crisis financiera (iniciada en 2008) dejó en LIB dos grandes secuelas: (i) una reducción significativa del valor de mercado de su cartera de inversión (c. -90% en 2015 vs 2007, esencialmente como consecuencia de la pérdida de valor de su participación en Banco de Valencia) y (ii) un mercado inmobiliario con un nivel de actividad bajo mínimos (presionado por el exceso de oferta y las restricciones al crédito), que tuvo que esperar hasta 2017 para iniciar una nueva fase expansiva del ciclo.

Una vez superado el impacto de la crisis financiera, durante el período 2017-2020 LIB centra sus esfuerzos en: (i) reiniciar el ciclo de promoción residencial (con el inicio de la construcción de nuevas promociones en 2018 y la adquisición de nuevos solares), (ii) ampliar la actividad turística (con la incorporación de la gestión del hotel Sea You Port Valencia en 2018) y (iii) incrementar el valor de su cartera de inversión, con la gestión de la cartera invertida en renta variable y el inicio de la inversión en capital privado (c. 13% de la cartera en 1T21 vs c. 2% en 2015). Tres decisiones estratégicas, centradas en el largo plazo, y cuyos resultados deberían empezar a ser visibles “ya” en 2021e (aunque en el caso de la actividad turística habrá que esperar hasta 2023e para volver a ver los niveles de 2019).

Ahora, tras la larga “travesía por el desierto” (y el impacto del Covid-19 en 2020), surgen dos preguntas esenciales: la primera, ¿qué debe esperarse para el futuro más próximo de LIB en términos de resultado operativo y generación de cash flow? Y, la segunda, pero quizás también la más importante, ¿qué podemos esperar de LIB en el más largo plazo?

Gráfico 25. Principales métricas del negocio promotor (1T21 vs 2020)



2021e-2023e: el negocio promotor impulsará (mucho) el nivel de ingresos. Lo que debiera marcar el inicio de un nuevo ciclo inmobiliario para LIB

Durante los últimos años (2017-2020), LIB centra sus esfuerzos en reconstruir “desde cero” su actividad de promoción residencial. Y, pese a que el impacto del Covid-19 habría retrasado la escrituración de las promociones en curso y el inicio de nuevos desarrollos, consideramos que los fundamentales del negocio se mantienen intactos, encontrándose hoy a las puertas de cerrar el ciclo de promoción residencial reiniciado después de la gran crisis (algo no visible en el P&L de 2020). Lo que implicará un salto importante de los ingresos generados por el Área Inmobiliaria (c. 90% de los ingresos estimados para 2021e vs c. 40% en 2020; Gráfico 24).

Tabla 4. Objetivo de entregas de las promociones en curso

Promociones en curso	Localización	CFO*	Número viviendas	Viviendas vendidas	Entregas 2020	Entregas 2021e	Entregas 2022e	Entregas 2023e
Paiporta Park**	Paiporta	Obtenido	10	60,0%	5	5	0	0
Alberola	València	Obtenido	23	91,3%	3	20	0	0
Cresol	València	Obtenido	47	93,6%	0	47	0	0
Drassanes	València	2T 2022	24	66,7%	0	0	24	0
Crisálida	València	2T 2022	33	42,4%	0	0	33	0
Proyecto I	¿Denia?	4T 2023	26	0,0%	0	0	0	26
Proyecto II	¿Denia?	2024	26	0,0%	0	0	0	0
Proyecto III	¿Peñíscola?	4T 2023	30	0,0%	0	0	0	15
Proyecto IV	¿Peñíscola?	2024	29	0,0%	0	0	0	0
Viviendas totales			248		8	72	57	41

* CFO = Certificado Final de Obra.

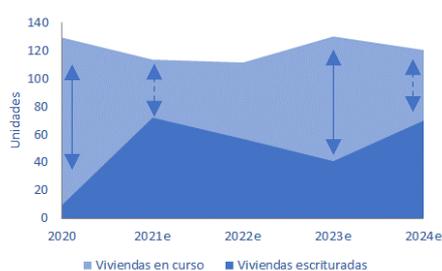
**En 2017 y 2018 la promoción se comercializaba en alquiler con opción a compra.

En la actualidad, LIB continúa con la liquidación del stock antiguo (Paiporta Park, comercializada en alquiler con opción a compra en 2017 y 2018) y la escrituración del Edificio Alberola y el Residencial Cresol, ambas promociones iniciadas en 2018 y terminadas en 2020, con un nivel de preventas superior al 90% al cierre del 1T21 (lo que debiera permitir a LIB entregar ambas promociones lo largo de 2021e). En cuanto a las obras en curso, destacamos que: (i) el Edificio Drassanes contaba a cierre del 1T21 con un avance de obra del 30% y un 66% de preventas y (ii) el Edificio Crisálida presentaba un avance de obra del 20% y un 42% de preventas. Lo que nos permite situar la entrega del 100% de Drassanes y Crisálida en 2022e (Tabla 4).

Gráfico 26. Ingresos del negocio promotor vs número de viviendas escrituradas



Gráfico 27. Número de viviendas escrituradas vs viviendas en curso (2020-2024e)



El número de viviendas en curso a partir de 2021e considera el inicio de las promociones de Denia y Peñíscola (111 viviendas) entre 2021e y 2022e. Adicionalmente, hemos considerado que LIB iniciará en 2023e y 2024 nuevas promociones por un total de 120 viviendas (60 cada año).

Gráfico 28. Mix de ingresos (2018-2023e)

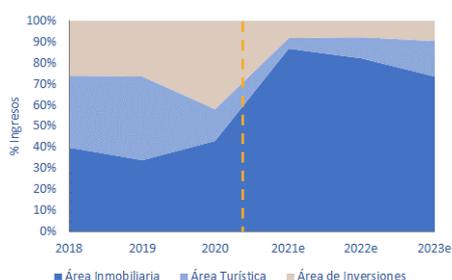


Gráfico 29. Ingresos Consolidados (2019-2023e)



Los ingresos del Área de Inversiones incluyen exclusivamente nuestra estimación sobre los dividendos generados por la cartera de inversión de LIB.

Con todo, la cartera de contratos y reservas de LIB alcanza los EUR 16Mn a cierre del 1T21, contando además con producto en comercialización por EUR 8,9Mn (Gráfico 25). Lo que nos permite estimar un repunte significativo del número de entregas de viviendas durante los próximos años a medida que LIB va reactivando su negocio promotor (Gráfico 26). Así, estimamos que LIB entregará en 2021e la totalidad del stock pendiente de Paiporta Park y las promociones de Alberola y Cresol (72 viviendas; vs 9 en 2020), escriturando Drassanes y Crisálida en 2022e (57 viviendas). Lo que consumiría el 100% de los desarrollos actuales y marcará el reinicio de una actividad regular de compras de suelo.

¿Y en 2023e? Dado que LIB cuenta con una cartera de suelo de 11.354 m2t (equivalente a cerca de 111 viviendas de "segunda residencia") en dos activos en Denia y Peñíscola, nuestras estimaciones van más allá de los desarrollos actuales y proyectamos el inicio de un nuevo ciclo promotor durante el segundo semestre de 2021e. Un nuevo ciclo que debiera permitir a LIB: (i) entregar c. 41 viviendas en 2023e y (ii) superar a partir de 2024e el volumen de entregas estimado para 2021e (una vez entre en P&L el ciclo promotor que esperamos que se inicie a finales de 2021e, impulsado con nuevas compras de suelo en 2022e; Gráfico 27).

El escenario que planteamos implica un importante salto de escala en 2021e para el negocio promotor hasta alcanzar un nivel de ingresos de c. EUR 15,5Mn (vs EUR 1,2Mn en 2020), reduciéndose a c. EUR 9Mn en 2023e (Gráfico 26). La naturaleza cíclica del negocio promotor explica el declive de ingresos estimado para 2023e, al representar un momento del ciclo de menores ingresos, marcado por el agotamiento de las promociones en curso y el inicio de los nuevos desarrollos que debieran entrar en el P&L a partir de 2024e (Gráfico 27).

Finalmente, dentro del Área Inmobiliaria estimamos una recuperación del nivel de ingresos obtenido por la explotación de activos en régimen de alquiler (impactado en 2020 por el Covid-19), hasta recuperar en 2022e el nivel de ingresos visto en 2019 (EUR 0,6Mn vs EUR 0,5Mn en 2020; c. 3,5% s/Ingresos del Área Inmobiliaria y c. 3% s/Ingresos consolidados).

¿Y a nivel consolidado? El despegue del Área Inmobiliaria continuará apoyado sobre la base de ingresos recurrentes de las áreas de turismo e inversión

En concreto, el escenario que planteamos para los ingresos consolidados de LIB durante el período 2021e-2023e podría resumirse en:

- **Despegue en ingresos del Área Inmobiliaria...** que pasará a dominar el mix de ingresos durante el período 2021e-2023e como resultado de la entrada en P&L de las promociones desarrolladas durante el período 2017-2020 (Gráfico 28).
- **... junto a la capacidad de recuperar niveles pre Covid-19 en 2023e del Área Turística.** La AIReF estima que a finales de este año la demanda nacional habrá recuperado ya niveles pre-Covid, mientras que el turismo internacional hacia nuestro país lo hará en 2023e. Por ello, estimamos una recuperación gradual del negocio turístico de LIB hasta alcanzar el nivel de ingresos de 2019 en 2023e (EUR 2,2Mn; vs EUR 0,6Mn en 2020). No obstante, no descartamos que durante este período LIB incorpore la gestión de nuevos establecimientos hoteleros; lo que permitiría acelerar el crecimiento y alcanzar los EUR 2,2Mn de ingresos en 2022e.
- **Y los dividendos recurrentes generados por el Área de Inversión...** La principal partida del Área de Inversiones con impacto en ingresos corresponde a los dividendos generados por su cartera de inversión (con un valor de mercado de EUR 48Mn a cierre del 1T21). Pese a la contracción de los dividendos cobrados en 2020 como consecuencia del Covid-19 (EUR 0,8Mn vs EUR 1,2Mn en 2019), estimamos una recuperación ya en 2021e, lo que nos lleva a proyectar un ingreso por dividendos de c. EUR 1Mn (yield de c. 3% s/valor de la cartera a cierre del 1T21) que se incrementará hasta c. EUR 1,2Mn en 2022e y 2023e (en línea con el obtenido en 2019).

Resulta importante señalar que el impacto de la gestión de la cartera de inversión no es visible el P&L, ya que tras la aplicación de la NIIF 9 en 2018, los resultados por ventas de valores de la cartera (con impacto en cash flow) se registran directamente en Patrimonio Neto. Para más detalle sobre el impacto de las plusvalías de la cartera de inversión en P&L, ver Gráfico 11 en página 7 de este informe.

En definitiva, a nuestro juicio LIB se encuentra ante un “punto de inflexión” que debiera permitirle alcanzar una cifra de ingresos de c. EUR 18,5Mn en 2021e (vs EUR 3,9Mn en 2020), EUR 17Mn en 2022e y EUR 13Mn en 2023e. Y pese al declive de ingresos en 2023e, explicado por la naturaleza cíclica del negocio de promoción residencial (por agotamiento de las promociones en curso), la entrada en el P&L de las nuevas promociones iniciadas post 2021e debiera permitir a LIB situar su cifra de ingresos consolidada en 2024e por encima de la estimada para 2021e.

Gráfico 30. Mg. Bruto por área de actividad (2018-2023e)

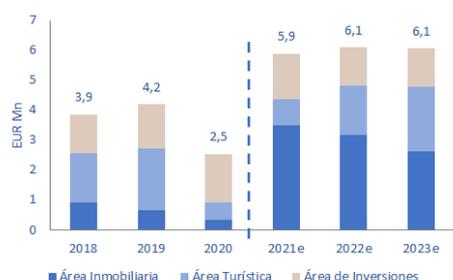
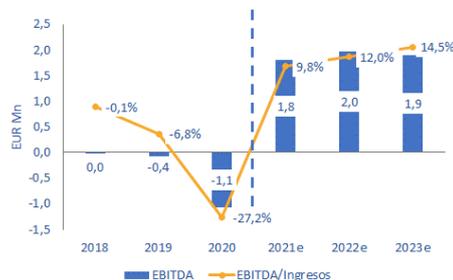


Gráfico 31. EBITDA y Mg. EBITDA (2018-2023e)



Lo que se hará visible en la generación de EBITDA Recurrente (que recupera signo positivo desde 2018)

Pese a que estimamos unos ingresos decrecientes durante el período 2021e-2023e, resultado de la propia naturaleza del negocio promotor, que aún no reflejará en el P&L los resultados de los nuevos desarrollos, proyectamos un margen bruto que se mantendrá estable en el nivel de los EUR 6Mn durante el período 2021e-2023e (Gráfico 30). ¿Por qué? Las principales razones que lo explican son:

- 1) Mejora del Mg. Bruto del Área Inmobiliaria (c. 43% del Mg. Bruto en 2023e)**, resultado de la salida del 100% del stock antiguo y las promociones de menor margen en 2021e, lo que debiera permitir a LIB incrementar el Mg. Bruto del negocio hasta el 22% en 2023e (frente al 18% estimado en 2021e). Y compensará parcialmente la pérdida de volumen temporal.
- 2) Recuperación del Área Turística (c. 35% del Mg. Bruto en 2023e)**, dado el bajo nivel de aprovisionamientos requerido por el negocio turístico, c. 100% de los ingresos estimados se trasladarán al margen bruto de LIB. Lo que debiera permitirle generar un Mg. Bruto de EUR 2,2Mn (frente a EUR 0,6Mn en 2020 y EUR 2,1Mn en 2019).
- 3) El apoyo de los dividendos generados por el Área de Inversión (c. 22% del Mg. Bruto en 2023e)**. Adicionalmente, cualquier plusvalía generada por la cartera de trading (no incluido en nuestras estimaciones) se trasladará al Mg. Bruto (EUR 0,7Mn en 2020 y EUR 0,1Mn en 2019).

¿Y en términos de EBITDA? Por debajo de la línea de Mg. Bruto nuestras estimaciones 2021e contemplan un incremento de los costes de estructura hasta EUR 4Mn (vs EUR 3,2Mn en 2020, aunque aún por debajo de los EUR 4,6Mn alcanzados en 2019), resultado de unos gastos de personal de c. EUR 1,9Mn y otros costes de explotación de c. EUR 2,1Mn (vs EUR 2,2 y EUR 2,4Mn en 2019). Por áreas de actividad, c. 38% de los costes de explotación estimados corresponderán al Área Inmobiliaria, c. 35% al Área Turística y c. 28% al Área de Inversión (esencialmente gastos de personal). Con todo, el “salto en tamaño” estimado en 2021e empujará el EBITDA Rec. 2021e hasta EUR 1,8Mn (Mg. EBITDA c. 10%; Gráfico 31). Y superar el nivel de breakeven en EBITDA por primera vez desde 2018 (año en que las plusvalías realizadas por la cartera de inversión dejaron de reflejarse en el P&L).

A nuestro juicio, LIB cuenta con una estructura de costes muy “engrasada”, lo que debiera permitirle mantener un nivel de generación de EBITDA en 2023e similar al obtenido en 2021e (c. EUR 2Mn), pese a generar un volumen de ingresos significativamente inferior. De este modo, consideramos que LIB podría generar importantes economías de escala durante los próximos años, “exprimiendo” cualquier incremento de ingresos post-2023e al no tener que incrementar sustancialmente sus gastos de estructura (2024e aparece como un año que puede reflejar de forma más normalizada la capacidad de generación de EBITDA, ya que el P&L no sólo debiera reflejar un nuevo ciclo promotor, sino también la capacidad de crecimiento por encima de los niveles de 2019 del negocio turístico; un área en crecimiento).

Gráfico 32. Desde Ingresos hasta EBITDA (2021e)

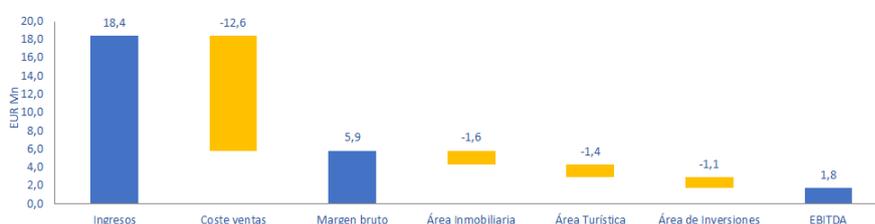


Gráfico 33. Beneficio Neto y resultados por puesta en equivalencia (2020-2023e)



Y permitirá superar en 2021e el break even en BN ordinario (hasta ahora lastrado por los resultados por puesta en equivalencia)

Durante el período 2017-2020 el Beneficio Neto de LIB se ve lastrado por dos factores: (i) el impacto de la NIIF 9, por la que los resultados por ventas de activos financieros se reflejan directamente en Patrimonio Neto (y no en P&L como ingresos; con impacto en Cash Flow de c. EUR 3,5Mn en 2018 y EUR 3,6Mn en 2019 y (ii) el impacto de los resultados por puesta en equivalencia, con un impacto negativo de c. EUR 1,7Mn en 2020 (esencialmente derivado de la participación en Adolfo Domínguez).

En abril de 2021 LIB sale del consejo de Adolfo Domínguez, lo que implicará que la inversión deje de consolidar por puesta en equivalencia, pasando a reconocer a partir de 2021 las variaciones de su valor razonable en patrimonio neto (sin impacto en P&L).

De este modo, por debajo de la línea de EBITDA no encontraremos grandes sorpresas durante el período 2021e-2023e, con (i) unos gastos por amortización muy reducidos (c. EUR 0,3Mn, incluyendo el impacto por NIIF 16 por el arrendamiento del hotel en gestión), (ii) un gasto financiero que debiera mantenerse en el entorno de los EUR 0,7Mn/año y (iii) un coste fiscal estable (c. 20%; aunque LIB mantiene activos fiscales netos por importe de c. EUR 24Mn que podrían ayudar a reducir la tasa fiscal durante los próximos años).

En este contexto, el nivel de EBITDA estimado para el período 2021e-2023e de c. EUR 2Mn, debiera traducirse en niveles de Beneficio Neto de, al menos, c. EUR 1Mn. Siendo las principales palancas para su mejora: (i) la velocidad de entrada en P&L de los nuevos desarrollos inmobiliarios, (ii) una recuperación más rápida de lo estimado del negocio turístico y (iii) la generación de plusvalías en la cartera de trading (no consideradas en nuestras estimaciones).

El reinicio de una actividad regular de compra de suelo y desarrollo de nuevas promociones elevará el consumo de caja

A nuestro juicio, durante el período 2021e-2023e el FCF de LIB estará condicionado por:

- **El momento del ciclo del Área Inmobiliaria.** La entrega de viviendas esperada en 2021e permitirá incrementar de forma significativa el cash flow generado por la compañía. Pero la recuperación de un negocio promotor recurrente incrementará las necesidades de caja para la compra de suelo y desarrollo de nuevos proyectos residenciales. Lo que marcará el cash flow de los años 2022e y 2023e.

Asumimos un incremento de las necesidades de caja en 2022e y 2023e esencialmente como resultado del reinicio de una actividad regular de compra de suelo (Tabla 5) y desarrollo de nuevas promociones. Lo que permitirá incrementar la generación de caja post-2023e por encima de los niveles de 2021e (¿EUR 4,5Mn? FCF Yield c. 8%).

Gráfico 34. Free Cash Flow (2018-2023e)



Gráfico 35. Impacto de las plusvalías de la cartera de inversión en Cash Flow

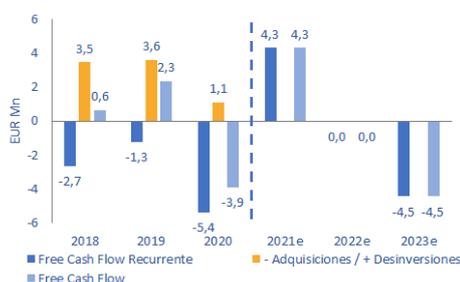


Tabla 5. Impacto de la variación de existencias en Free Cash Flow

EUR Mn	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Existencias finales	13,7	15,5	20,9	15,8	17,0	21,5
Compra de nuevos terrenos				2,0	6,0	6,0
Obra en curso				5,5	5,5	5,5
Venta de promociones				-12,7	-10,2	-7,0
IMPACTO EN CASH FLOW	-1,1	-1,8	-5,4	5,2	-1,3	-4,5

- **Las plusvalías generadas por el Área de Inversión.** Y es que, pese a no tener impacto en P&L, las plusvalías generadas por la venta de activos financieros han incrementado de forma significativa el cash flow generado por LIB durante los últimos años (EUR 3,5Mn en 2018, EUR 3,6Mn en 2019 y EUR 1,1Mn en 2020; Gráfico 35). Una capacidad de generación de caja no considerada en nuestras estimaciones, pero que debe ser tomada en cuenta en términos de Free Cash Flow y evolución de la DN.

Gráfico 36. Deuda Neta vs DN/Activo (2016-2023e)



Nota: La DN/Activo excluye el impacto de los activos por impuestos diferidos del activo total (EUR 36,8Mn).

Manteniendo una posición financiera holgada (DN/Activos c. 30%), que debiera permitirle acelerar el crecimiento

La capacidad de generación de caja de LIB durante el período 2015-2020 (empujada por su Área de Inversión) le ha permitido reducir de forma recurrente su Deuda Neta, hasta alcanzar un nivel de EUR 34Mn en 2020 (29% s/Activos frente al 35% de 2015). Asumimos que la capacidad de generación de caja de LIB le permitirá mantener niveles de DN/Activos inferiores al 30% durante el período estimado (pese al consumo de caja necesario para reiniciar un nuevo ciclo promotor que recogerá sus “frutos” a partir de 2024e).

La posición financiera de LIB resulta especialmente interesante en el entorno actual, ya que debiera permitirle continuar financiando su crecimiento en: (i) Inmobiliario, con el inicio de nuevos proyectos de promoción residencial (reiniciando una actividad regular de compras de suelo), (ii) Gestión Turística, con nuevos establecimientos bajo gestión y (iii) Inversión, con capacidad de reacción para realizar nuevas operaciones de capital privado o incrementar el volumen de inversión en renta variable en función de las oportunidades detectadas.

En conclusión: en condiciones de iniciar una fase de crecimiento sostenido (sobre la base de un patrimonio neto altamente diversificado)

El escenario que planteamos para el período 2021e-2023e refleja con claridad que LIB habría dejado atrás la travesía por el desierto iniciada con la crisis financiera de 2008. Hoy nos encontramos ante una compañía saneada, rentable y con capacidad de crecimiento. Y que nada tiene que ver con lo que refleja el P&L de 2020. Lo que explica que (hoy) el factor más importante a considerar al analizar LIB sea el momentum. Los factores que lo explican son:

- **Una actividad inmobiliaria que hoy se encontraría a las puertas de la entrada de ingresos (y caja)** de las promociones residenciales desarrolladas durante el período 2017-2020. Lo que le permitirá recuperar un negocio promotor sano y recurrente que le aporte una cuenta de resultados hasta ahora “invisible”. Y capacidad de crecimiento.
- **Junto a un negocio turístico que, tras el fortísimo impacto del Covid-19, debiera recuperar niveles de 2019 en 2023e.** Adicionalmente, LIB cuenta con la opción de acelerar el crecimiento del negocio con la gestión de nuevos hoteles. Lo que implica crecimiento.
- **Y apoyado sobre una cartera de inversión diversificada** (frente a la elevada concentración de la cartera en 2008), donde las participaciones en asociadas se han reducido prácticamente en su totalidad.

Además, durante los últimos años LIB ha incrementado el peso de las inversiones en private equity (c. 13% del valor de mercado de la cartera en el 1T21 vs c. 2% en 2015). Dado que las inversiones en private equity son de ciclo largo (5-7 años), sus resultados aún no se han visto reflejados en el patrimonio de la compañía (algo que ya debiera empezar a ocurrir a partir de 2021e).

Los tres factores anteriores reflejan una oportunidad de crecimiento. Aunque dado el momento del negocio promotor, quizás lo más interesante sea elevar la vista y preguntarnos que cabe esperar de la compañía en un plazo más largo. Más allá de 2023e, LIB aparece como un Grupo con un negocio promotor consolidado y en plena capacidad de producción, al que se sumaría la capacidad de generación de caja y el valor patrimonial de las actividades de turismo e inversión. Un Grupo con capacidad de generar unos ingresos > EUR 20Mn en 2024e (c. 80% asociados al Área Inmobiliaria) y un EBITDA de c. EUR 4,5Mn, lo que se traduciría en una generación de FCF Recurrente de c. EUR 4,5Mn (FCF Rec. yield de c. 8%).

Esto constituye, en sí mismo, el pilar fundamental del Equity Story de LIB. Que se posiciona como un Grupo diversificado en el que el reinicio de negocio promotor dentro de su Área Inmobiliaria (hasta ahora “invisible” en el P&L) apunta a un posible salto en tamaño (y valor) en el largo plazo.

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2021e	2022e	2023e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	4,9	0,5	(3,9)	n.a.			
Market Cap	57,0	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	34,5	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 3m 2021)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	1,6%	Coste de la deuda neta			1,4%	1,9%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	1,3%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			1,1%	1,5%	
Risk free rate (rf)	0,4%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	9,0%	R (estimación propia)			8,5%	9,5%	
Beta (B)	1,2	B (estimación propia)			1,1	1,3	
Coste del Equity	11,2%	Ke = Rf + (R * B)			9,7%	12,7%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	62,3%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	37,7%	D			=	=	
WACC	7,4%	WACC = Kd * D + Ke * E			6,5%	8,5%	
G "Razonable"	2,0%				2,0%	1,5%	

(1) El valor perpetuo calculado a partir del último FCF estimado no reflejaría las expectativas de crecimiento (positivas/negativas) de la compañía a fecha de emisión de este informe.

Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker Reuters	Mkt. Cap	PER 21e	BPA 21e-23e	EV/EBITDA 21e	EBITDA 21e-23e	EV/Vtas. 21e	Ingresos 21e-23e	EBITDA/Vtas. 21e	FCF Yield 21e	FCF 21e-23e
Metrovacesa	MVC-ES	1.031,4	64,1	66,5%	28,7	39,1%	2,6	20,6%	9,0%	7,3%	68,2%
Aedas Homes	AEDAS-ES	1.129,3	9,4	-0,6%	8,6	3,0%	1,6	1,3%	18,7%	10,8%	33,5%
Neinor Homes	HOME-ES	863,4	9,3	-1,2%	7,9	5,2%	1,4	0,0%	18,0%	n.a.	74,1%
Insur	ISUR-ES	144,4	14,8	16,0%	14,8	6,1%	2,9	-2,9%	19,7%	4,8%	0,0%
Promoción Inmobiliaria			24,4	20,2%	15,0	13,3%	2,1	4,7%	16,4%	7,7%	43,9%
Playa Hotels & Resorts	PLYA-US	1.029,5	n.a.	48,5%	n.a.	n.a.	5,3	31,2%	8,4%	0,5%	n.a.
PPHE Hotel Group	PPH-GB	839,2	n.a.	58,0%	n.a.	n.a.	8,7	37,2%	14,7%	n.a.	55,1%
Pierre et Vacances	VAC-FR	105,4	n.a.	43,5%	n.a.	59,4%	3,2	22,8%	n.a.	n.a.	43,1%
Turismo			n.a.	50,0%	n.a.	59,4%	5,7	30,4%	11,5%	0,5%	49,1%
LIB	LIB-ES	57,0	71,6	5,0%	31,7	2,9%	3,1	-15,5%	9,8%	7,6%	-74,2%

Análisis de sensibilidad del EBITDA Rec. y múltiplos a variaciones en los márgenes (2022e)

Escenario	EBITDA/Ingresos 22e	EBITDA 22e	EV/EBITDA 22e
Max	13,2%	2,2	26,2x
Central	12,0%	2,0	28,8x
Min	10,8%	1,8	32,0x

¿Qué puede salir mal?

Consideramos riesgos aquellos que puedan tener un impacto significativo negativo en nuestras proyecciones, principalmente en el resultado operativo y en el free cash flow:

- 1. Retraso de las ventas en promociones en curso.** En la actualidad (1T21), LIB mantiene en stock 115 viviendas, de las que 83 (72%) se encontrarían reservadas y 32 (28%) en venta. Nuestras estimaciones contemplan la venta y escrituración completa en 2021 de las promociones de Alberola y Cresol (84% del stock total) de las que, a cierre del 1T21, el 22,8% se encontraban escrituradas, el 71,4% se encontraban reservadas y el 5,7% en venta. Una reducción del volumen de viviendas escrituradas en 2021e hasta 50 (vs 72 estimado), implicaría una reducción del 19% de la cifra de ingresos 2021e (y c. 35% en EBITDA).
- 2. Puesta en marcha de nuevas promociones,** una de las principales variables sobre la que dependen los ingresos futuros de LIB (post 2022e). Las condiciones de mercado derivadas de la crisis del Covid-19 han obligado a LIB a retrasar (¿+1y?) la comercialización de promociones inmobiliarias destinadas a segunda residencia y a centrarse en la comercialización de las viviendas destinadas a primera residencia (con menor riesgo crediticio). Cualquier retraso adicional en el inicio de la comercialización de las promociones de Peñíscola y Denia (para las que estimamos el inicio de su desarrollo durante el segundo semestre de 2021e) producirá un impacto significativo en los ingresos estimados para 2023e.

Adicionalmente, la puesta en marcha de nuevas promociones también se encuentra expuesta tanto al riesgo de elección y negociación de nuevos solares para el desarrollo de futuras promociones, como a cambios regulatorios.

- 3. Estacionalidad de los ingresos turísticos.** El negocio turístico de LIB concentra c. 75% de sus ingresos entre el 2T y 3T (representando el 3T el grueso de sus ingresos: c. 50% s/total). Cualquier impacto negativo durante ese período (como la actual pandemia), afectará en mayor medida al P/L.
- 4. Intensificación de la competencia en el sector turístico,** por el auge de los inmuebles destinados al alquiler (por ejemplo, los comercializados a través de Airbnb).
- 5. Riesgo de pérdida de rentabilidad del negocio turístico** por una menor tasa de ocupación de los inmuebles. El Covid-19 resultó en EUR -0,4Mn EBITDA en el negocio turístico (vs. EUR +0,3Mn 2019). Un bajo nivel de ocupación implicaría una reducción en el nivel de rentabilidad de los inmuebles propios en arrendamiento. Y, por tanto, en la valoración de los mismos: a cierre de 2020 el valor razonable de los inmuebles en arrendamiento del área turística ascendió a EUR 20,4Mn en 2020 (vs EUR 17,9Mn en 2018).
- 6. Dependencia de los ingresos de participaciones en capital.** Los ingresos del Área de Inversión (c. 40% en promedio de los ingresos -5y, impactando directamente en el EBITDA Rec.) provienen esencialmente de inversiones financieras en el capital de compañías. La interrupción o disminución de los dividendos percibidos (c. 25% del margen bruto consolidado acumulado -5y), impactaría en la misma medida en el EBITDA Rec. del Grupo. La crisis del Covid-19 ha impactado en los dividendos percibidos, reduciendo los ingresos derivados de los mismos a EUR 0,8Mn 2020 (vs. un promedio de EUR 1,2Mn 2017-2019).
- 7. Gestión de la cartera de inversión financiera.** La cartera de inversión representa c. 37% del activo (y 56% del Patrimonio Neto de la compañía). La estrategia de inversión se realiza desde un enfoque "value" basado en el estudio de los datos fundamentales de cada negocio con perspectiva de l/p. Lo que implica que el principal riesgo a l/p del área de inversiones se concentre en la propia selección de empresas que forman la cartera de inversión (y en los importes invertidos en cada compañía, sobre los que no tenemos visibilidad).

Una variación de un 15% del valor de la cartera de renta variable (69,6% s/ cartera total), tendría un impacto de c. EUR 5Mn en el valor total de la cartera de inversión de LIB (c. 5,5% del Patrimonio Neto a cierre del 1T21).

- 8. Impacto de la participación en Empresas Asociadas en el P&L y Cash Flow:** LIB mantiene participaciones significativas en varias sociedades cotizadas (Adolfo Domínguez y Finanzas e Inversiones Valencianas) y no cotizadas (El Portal de Valldigna y Via Nature Juices and Beverages) que consolidan por puesta en equivalencia (salvo Adolfo Domínguez desde abril 2021), lo que puede derivar en un riesgo significativo tanto para la cuenta de resultados, como para el valor patrimonial de LIB (casos de Banco de Valencia y Cleop). Este riesgo se mitiga por la decisión estratégica LIB de evitar en el futuro participaciones significativas en compañías y concentrar el negocio de gestión patrimonial en una cartera diversificada.
- 9. Apalancamiento del área de inversiones y activos pignorados.** LIB mantiene pignorados activos financieros por importe de EUR 28Mn en garantía de diversos contratos de pólizas de crédito (importe total dispuesto a cierre de 2020: EUR 19,6Mn; c. 40% sobre el valor de mercado de la cartera de inversión a cierre de 1T21).
- 10. Participaciones cruzadas y con liquidez reducida.** LIB mantiene el 3,97% del capital de la compañía cotizada Finanzas e Inversiones Valencianas (valorado a EUR 1,8Mn; 30% s/valor de las compañías asociadas cotizadas). Compañía controlada por la familia fundadora de LIB, participando, a su vez, en el 26,8% del capital de LIB. El resto de los activos de Finanzas e Inversiones Valencianas consisten, esencialmente, en participaciones en sociedades privadas familiares.

Adicionalmente, LIB mantiene otras inversiones con liquidez reducida: (i) la participación del 7,3% en Cleop (valor en libros de EUR 1,3Mn) y (ii) una participación del 12,9% de El Portal de Valldigna (valorada en EUR 1,1Mn), compañía controlada por la familia fundadora de LIB y propietaria a su vez de un 5,1% de Finanzas e inversiones Valencianas.
- 11. Riesgo de tipo de interés:** el grueso del endeudamiento del Grupo está referenciado a un interés variable, no obstante, a fin de reducir la exposición, LIB cuenta con una estrategia de cobertura de tipos de interés según el contexto de cada momento; Una variación del 1% en tipos de interés produciría un impacto de c. EUR 0,4Mn en la cuenta de resultados.
- 12. Recuperabilidad de los créditos fiscales activados:** A fecha de este informe LIB acumula activos y pasivos por impuesto diferido por un valor neto de EUR 23,6Mn. Dada la magnitud del valor actual neto de los activos y pasivos por impuesto diferido, cualquier riesgo asociado a la capacidad de recuperación de los mismos es material (con impacto tanto en P&L como Patrimonio Neto).

Un consejo estable y controlado por la familia fundadora

Tabla 6. Composición del Consejo de Administración

Nombre	Categoría	Fecha
A. Borel Lemonnier	Dominical, Presidenta	02/05/2019
R. Fraguas Solé	Otro Externo	17/05/2017
V. Casas Romero	Independiente	17/05/2017
A. Noguera Borel	Consejera Delegada	25/06/2020
Eumenes S.L.	Dominical	17/05/2017
3 i no res S.L.	Dominical	17/05/2017
Busosorni S.L.	Independiente	17/05/2017
M. López de Pablo	Independiente	25/06/2020

La familia fundadora ocupa 4 de los 8 asientos del Consejo (entre ellos la presidencia y consejera delegada), aunque solo su consejera delegada está involucrada en la gestión del Grupo. El número de consejeros externos asciende a 4 (50% del total) de los que 3 son independientes (37,5% s/total).

1. **Un Consejo de Administración en el que prevalece familia fundadora**, con 4 de sus 8 miembros (y el control de c. 70% del capital de LIB). La presidencia la ocupa (desde 2006) D^a A. Borel Lemonnier, esposa del fallecido D. Álvaro Noguera Giménez (hijo del fundador de Libertas 7), quien forma parte del Consejo desde el año 2000.

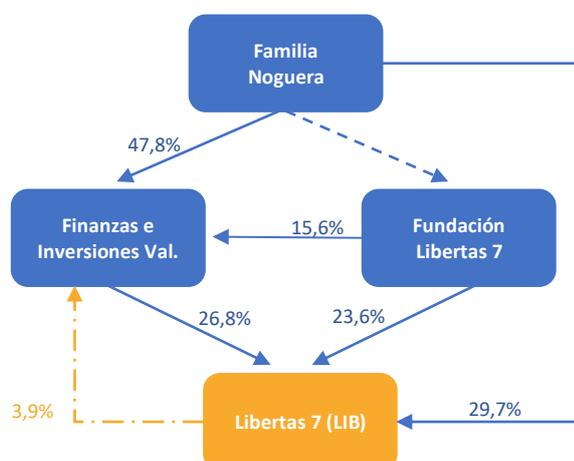
D^a Agnes Noguera Borel (hija de los anteriores), es el único miembro de la familia involucrado en la gestión del Grupo. Miembro del consejo desde 1988, ostenta (desde 2004) el cargo de consejera delegada. D. Alejandro Noguera Borel y D. Pablo Noguera Borel, hermanos de la primera, participan en el consejo como dominicales (EUMENES y 3 I NO RES respectivamente).

La duración del cargo de consejero está limitada por los estatutos a un plazo de 4 años renovables por periodos de igual duración (conforme a la legislación vigente) y sin restricciones respecto a la participación en otros Consejos. El cese en el cargo está vinculado a una restricción de 2 años para prestar servicios a entidades análogas (salvo que se haya desempeñado con anterioridad y de forma simultánea).

2. **Se mantiene la independencia de sus Comisiones.** Tanto de Auditoría como de Nombramientos y Retribuciones, presididas y mayoritariamente integradas por consejeros independientes (el 66,7% de sus miembros respectivamente).
3. **Participaciones cruzadas que enfatizan la dependencia de la familia fundadora.** La presidenta del consejo de LIB, también preside el patronato de la Fundación Libertas 7 (dirigida por Alejandro Noguera), que mantiene el 23,6% del capital social de LIB.

Adicionalmente, la familia fundadora ostenta el 47,8% del capital de Finanzas e Inversiones Valencianas, que a su vez tiene el 26,8% del capital de LIB, participando también en el capital de la primera la Fundación Libertas 7 (15,6%).

Tabla 7. Participación de la familia Noguera en LIB



En definitiva, la familia fundadora tiene un control total de LIB (c. 70%) a través de la suma de la participación de: (i) la Fundación Libertas 7 (23,6%), (ii) Finanzas e inversiones Valencianas (26,8%; 63,4% controlado por la familia Noguera) y (iii) participaciones directas del 29,7%. La prevalencia de la familia fundadora en el consejo de LIB garantizaría, a "priori", la alineación de intereses con los minoritarios.

4. **Política de gestión de riesgos aprobada por el Consejo**, implementada tanto a nivel de áreas de negocio como a nivel corporativo, y cuyo análisis, control y seguimiento corresponde a la Comisión de Auditoría. LIB contaba desde 2013 con un Código Ético que ha sido revisado en 2018, habiéndose aprobado (2018) el Código de Conducta para la totalidad de los empleados LIB.

5. **Con incentivos vía bonus para sus consejeros y la alta dirección**, referenciado al BN (con un límite del 10% del mismo para los primeros) y contemplándose la remuneración vía acciones (sin lock-up; habiéndose entregado < 0,1% de las acciones emitidas -5y). Desde 2015, el Consejo solo ha devengado bonus en 2019 (EUR 0,2Mn, habiendo renunciado a su cobro). Adicionalmente la consejera delegada percibe una remuneración variable (un promedio de c. 3% de los gastos de personal -5y), habiendo renunciado al cobro del importe devengado en 2019).

La retribución del consejo ha representado un promedio -5y de c. 15% de los gastos de personal. La retribución variable cuenta con cláusulas *bonus-malus / claw-back*.

Además hay un blindaje a la Consejera Delegada, de no renovarse su cargo, por un importe equivalente a 18 meses de su retribución fija y variable (EUR 0,2Mn 2020).

6. **Siendo previsible la recuperación de la remuneración al accionista**. El dividendo suspendido en 2009, se retomó en 2017 (Payout del 41,8%). La retribución se ha elevado progresivamente (28% TACC 2017-2019), cancelándose en 2020 tras la irrupción del Covid-19. La vuelta a la normalidad de la actividad y la disminución de la incertidumbre deberían permitir recuperar el nivel de retribución pre-Covid.

7. **Gestión de la participación del desaparecido Banco de Valencia**. LIB mantuvo una participación de relevancia en Banco de Valencia (c. 5,04% del capital del banco en 2008) y un puesto en su Consejo de Administración hasta su intervención en 2011.

Se ha imputado responsabilidad civil subsidiaria de LIB en su condición de consejero del extinto Banco de Valencia en dos procedimientos judiciales de la Audiencia Nacional. El primero de ellos (según estados financieros 2020) “en relación con la operativa de financiación de Banco de Valencia a la Sociedad Dominante (Libertas 7) y a una sociedad dependiente,” y el segundo “en relación con la formulación de las cuentas anuales de Banco de Valencia de los ejercicios 2009 y 2010”.

De acuerdo a los estados financieros 2020, en el primero de los procedimientos LIB ha ofrecido activos para aportar una fianza por importe de EUR 13,5Mn. La consejera delegada de LIB ha sido imputada personalmente en este procedimiento

Anexo 1. Proyecciones financieras⁽¹⁾

Balance (EUR Mn)	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	TACC	
Inmovilizado inmaterial	0,1	0,1	0,1	2,0	2,2	2,2	2,2	2,2		
Inmovilizado material	26,0	34,1	36,3	38,6	38,0	38,3	38,6	38,9		
Otros activos no corrientes	34,8	34,4	35,4	35,3	36,8	36,8	36,8	36,8		
Inmovilizado financiero	65,2	60,8	52,5	53,6	43,3	43,4	43,5	43,6		
Fondo de comercio y otros intangibles	5,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6		
Activo circulante	12,8	13,6	15,4	16,7	22,0	17,1	18,4	23,1		
Total activo	144,4	143,5	140,2	146,7	143,0	138,3	140,0	145,0		
Patrimonio neto	95,7	96,4	91,9	96,1	87,9	88,7	89,6	90,5		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	9,3	11,0	11,7	13,4	13,4	13,4	13,4	13,4		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	2,1	2,2	2,2	2,2	2,2		
Deuda financiera neta	37,8	35,1	34,5	31,3	34,1	29,8	29,8	34,3		
Pasivo circulante	1,7	1,1	2,1	3,8	5,4	4,3	5,0	4,7		
Total pasivo	144,4	143,5	140,2	146,7	143,0	138,3	140,0	145,0		
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	TACC	
Total Ingresos	9,1	7,9	5,0	5,6	3,9	18,4	16,5	13,1	-19,0%	49,7%
Cto. Total Ingresos	11,2%	-13,1%	-37,1%	11,4%	-29,4%	369,9%	-10,6%	-20,2%		
Coste de ventas	(1,9)	(0,8)	(1,1)	(1,4)	(1,4)	(12,6)	(10,3)	(7,0)		
Margen Bruto	7,3	7,2	3,9	4,2	2,5	5,9	6,1	6,1	-23,1%	34,1%
Margen Bruto / Ingresos	79,5%	90,3%	77,4%	75,4%	64,7%	31,8%	37,2%	46,5%		
Gastos de personal	(1,5)	(1,5)	(1,7)	(2,2)	(1,7)	(1,9)	(2,0)	(2,0)		
Otros costes de explotación	(0,7)	(1,6)	(2,3)	(2,4)	(1,5)	(2,1)	(2,2)	(2,2)		
EBITDA recurrente	5,1	4,0	(0,2)	(0,4)	(0,7)	1,8	2,0	1,9	-20,9%	67,9%
Cto. EBITDA recurrente	76,3%	-20,3%	-104,1%	-128,5%	-83,0%	358,3%	9,8%	-3,6%		
EBITDA rec. / Ingresos	55,6%	51,0%	n.a.	n.a.	n.a.	9,8%	12,0%	14,5%		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(0,5)	(0,7)	0,2	0,0	(0,4)	-	-	-		
EBITDA	4,6	3,3	(0,0)	(0,4)	(1,1)	1,8	2,0	1,9	-22,2%	55,9%
Depreciación y provisiones	2,5	0,5	(0,0)	0,1	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
EBIT	7,1	3,8	(0,0)	(0,5)	(1,3)	1,6	1,8	1,7	-21,5%	49,5%
Cto. EBIT	n.a.	-46,3%	-100,4%	n.a.	-163,9%	226,1%	11,0%	-4,0%		
EBIT / Ingresos	77,2%	47,7%	n.a.	n.a.	n.a.	8,7%	10,8%	12,9%		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	3,3	2,5	(0,1)	-	-	-		
Resultado financiero neto	(2,1)	(0,7)	(0,6)	(0,6)	(0,9)	(0,7)	(0,6)	(0,7)		
Resultados por puesta en equivalencia	(0,7)	(1,6)	(1,7)	0,1	(1,7)	0,1	0,1	0,1		
Beneficio ordinario	4,3	1,5	1,0	1,5	(3,9)	1,0	1,2	1,1	-30,6%	31,7%
Cto. Beneficio ordinario	142,7%	-65,8%	-31,3%	48,7%	-360,3%	125,7%	21,2%	-8,9%		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	4,3	1,5	1,0	1,5	(3,9)	1,0	1,2	1,1	-30,6%	31,7%
Impuestos	(3,3)	(1,0)	(0,9)	(0,4)	0,3	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
Tasa fiscal efectiva	78,3%	65,7%	86,2%	28,8%	n.a.	20,0%	20,0%	20,0%		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	0,9	0,5	0,1	1,1	(3,6)	0,8	1,0	0,9	-55,9%	30,9%
Cto. Beneficio neto	-20,7%	-46,0%	-72,5%	669,2%	-440,8%	122,1%	21,2%	-8,9%		
Beneficio ordinario neto	3,3	1,5	0,6	1,1	(3,5)	0,8	1,0	0,9	-32,2%	31,1%
Cto. Beneficio ordinario neto	292,5%	-54,2%	-61,3%	79,4%	-431,8%	122,7%	21,2%	-8,9%		
Cash Flow (EUR Mn)	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	TACC	
EBITDA recurrente						1,8	2,0	1,9	-20,9%	67,9%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(0,2)	(0,2)	(0,2)		
Var. capital circulante						3,8	(0,6)	(5,0)		
Cash Flow operativo recurrente						5,5	1,2	-3,3	-27,0%	10,6%
CAPEX						(0,3)	(0,3)	(0,3)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,7)	(0,6)	(0,7)		
Impuestos						(0,2)	(0,2)	(0,2)		
Free Cash Flow Recurrente						4,3	(0,0)	(4,5)	-47,5%	6,1%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						4,3	(0,0)	(4,5)	-37,7%	-4,4%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						(4,3)	0,0	4,5		

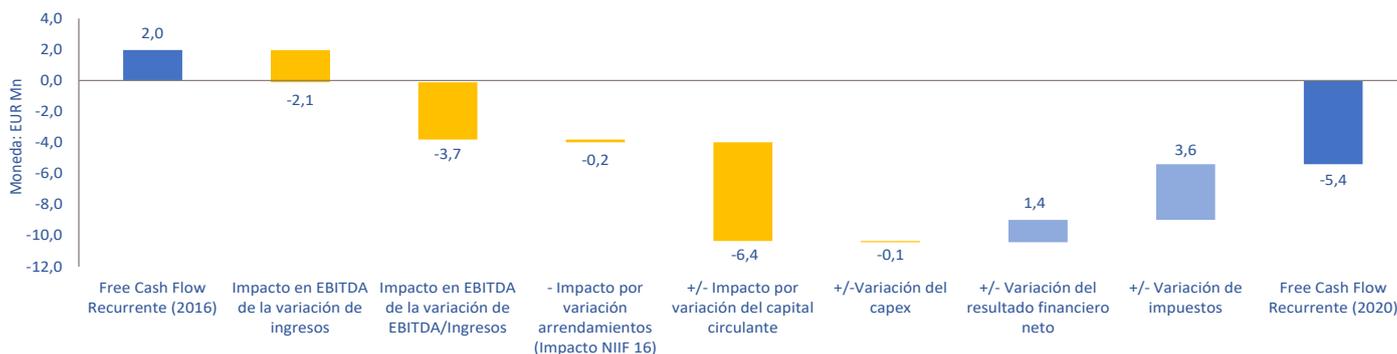
Nota 1: Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 0,2Mn mayor por la aplicación de NIIF 16.

Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow⁽¹⁾

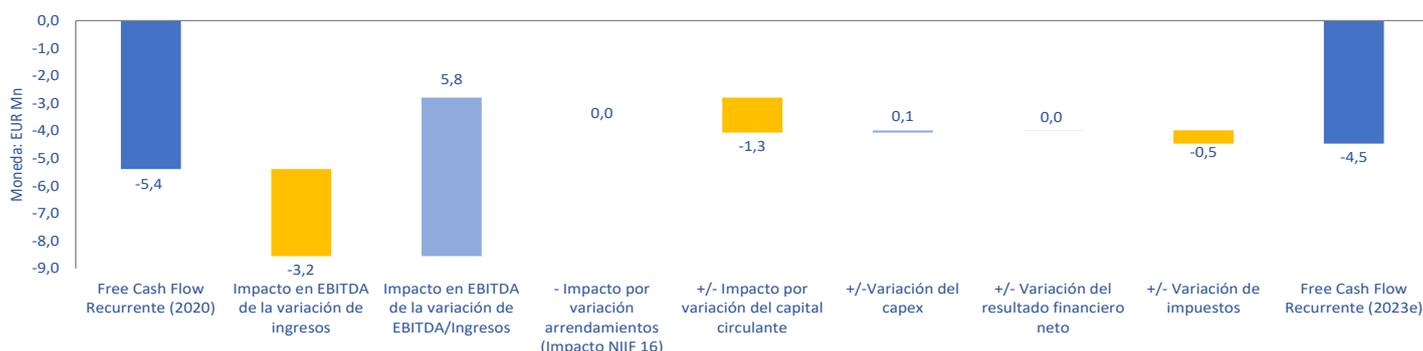
A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	TACC	
								17-20	20-23e
EBITDA recurrente	4,0	(0,2)	(0,4)	(0,7)	1,8	2,0	1,9	-29,5%	67,9%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	-20,3%	-104,1%	-128,5%	-83,0%	358,3%	9,8%	-3,6%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	51,0%	n.a.	n.a.	n.a.	9,8%	12,0%	14,5%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
+/- Var. Capital circulante	(1,4)	(0,7)	0,5	(3,7)	3,8	(0,6)	(5,0)		
= Cash Flow operativo recurrente	2,6	(0,9)	(0,1)	(4,6)	5,5	1,2	(3,3)	-55,6%	10,6%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	-66,0%	-134,6%	88,5%	n.a.	218,1%	-78,6%	-382,0%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	33,0%	n.a.	n.a.	n.a.	29,7%	7,1%	n.a.		
- CAPEX	(0,2)	(0,2)	(0,1)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,7)	(0,7)	(0,7)	(0,7)	(0,7)	(0,6)	(0,7)		
- Impuestos	(1,0)	(0,9)	(0,4)	0,3	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
= Free Cash Flow recurrente	0,8	(2,7)	(1,3)	(5,4)	4,3	(0,0)	(4,5)	n.a.	6,1%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	-61,6%	-452,6%	52,5%	-324,7%	180,0%	-101,0%	n.a.		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	9,6%	n.a.	n.a.	n.a.	23,4%	n.a.	n.a.		
- Gastos de reestructuración y otros	0,7	(0,2)	(0,0)	0,4	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	3,5	3,6	1,1	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	1,5	0,6	2,3	(3,9)	4,3	(0,0)	(4,5)	-67,0%	-4,4%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	-39,9%	-57,9%	279,0%	-267,0%	209,9%	-101,0%	n.a.		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	1,3%	n.a.	n.a.	n.a.	7,6%	n.a.	n.a.		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	2,6%	1,1%	4,1%	n.a.	7,6%	n.a.	n.a.		
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	2,0	0,8	(2,7)	(1,3)	(5,4)	4,3	(0,0)		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(0,7)	(1,5)	(0,0)	0,1	(2,6)	(0,2)	(0,4)		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(0,4)	(2,7)	(0,2)	(0,4)	5,1	0,4	0,3		
= Variación EBITDA recurrente	(1,0)	(4,2)	(0,2)	(0,3)	2,5	0,2	(0,1)		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	(0,2)	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	(4,1)	0,7	1,2	(4,2)	7,6	(4,5)	(4,4)		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	(5,1)	(3,5)	0,8	(4,5)	10,1	(4,3)	(4,5)		
+/- Variación del CAPEX	0,0	(0,0)	0,2	(0,3)	0,1	(0,1)	0,1		
+/- Variación del resultado financiero neto	1,4	0,0	(0,0)	(0,0)	0,0	0,0	(0,0)		
+/- Variación de impuestos	2,4	0,1	0,4	0,7	(0,5)	(0,0)	0,0		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	(1,2)	(3,4)	1,4	(4,1)	9,7	(4,4)	(4,4)		
Free Cash Flow Recurrente	0,8	(2,7)	(1,3)	(5,4)	4,3	(0,0)	(4,5)		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
EBIT	3,8	(0,0)	(0,5)	(1,3)	1,6	1,8	1,7	-32,7%	49,5%
<i>* Tasa fiscal teórica</i>	30,0%	0,0%	0,0%	0,0%	20,0%	20,0%	20,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(1,1)	-	-	-	(0,3)	(0,4)	(0,3)		
EBITDA recurrente	4,0	(0,2)	(0,4)	(0,7)	1,8	2,0	1,9	-29,5%	67,9%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
+/- Var. Capital circulante	(1,4)	(0,7)	0,5	(3,7)	3,8	(0,6)	(5,0)		
= Cash Flow operativo recurrente	2,6	(0,9)	(0,1)	(4,6)	5,5	1,2	(3,3)	-55,6%	10,6%
- CAPEX	(0,2)	(0,2)	(0,1)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(1,1)	-	-	-	(0,3)	(0,4)	(0,3)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	1,3	(1,1)	(0,2)	(5,0)	4,9	0,5	(3,9)	-81,1%	7,7%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	-76,3%	-191,0%	84,8%	n.a.	198,0%	-90,0%	-902,6%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	15,9%	n.a.	n.a.	n.a.	26,4%	3,0%	n.a.		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	3,5	3,6	1,1	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	1,3	2,3	3,4	(3,9)	4,9	0,5	(3,9)	-71,8%	-0,3%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	-76,3%	83,0%	49,5%	-212,3%	225,7%	-90,0%	-902,6%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	2,2%	n.a.	n.a.	n.a.	8,6%	0,9%	n.a.		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	2,2%	4,1%	6,1%	n.a.	8,6%	0,9%	n.a.		

Nota 1: Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 0,2Mn mayor por la aplicación de NIIF 16.

Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2016 - 2020)



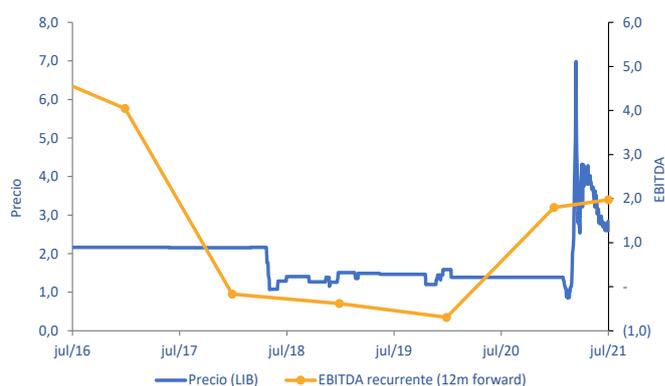
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2020 - 2023e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



Comportamiento del precio de la acción vs EBITDA (12m forward)



Anexo 3. Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	57,0	
+ Minoritarios	-	Rdos. 3m 2021
+ Provisiones y otros pasivos a LP	-	Rdos. 3m 2021
+ Deuda financiera neta	34,5	Rdos. 3m 2021
- Inmovilizado financiero	8,3	Rdos. 3m 2021
+/- Otros ⁽¹⁾	(26,2)	Rdos. 3m 2021
Enterprise Value (EV)	56,9	

- (1) Corresponde a: (i) el valor neto de los activos y pasivos por impuesto diferido (EUR 36,7Mn y EUR 13,1Mn, respectivamente) y (ii) el valor de la autocartera (EUR 2,5Mn).
 (2) El inmovilizado financiero refleja exclusivamente el valor de mercado de las participaciones en asociadas e inversiones permanentes (EUR 5,9 y EUR 2,4Mn, respectivamente).
 (3) EV no ajustado por el posible impacto que pudiese derivarse de los litigios en curso (para más detalle ver página 23 de este informe).

Anexo 4. Comportamiento histórico⁽¹⁾⁽²⁾

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	TACC		
Total Ingresos	20,8	16,2	48,5	12,5	17,0	8,2	9,1	7,9	5,0	5,6	3,9	18,4	16,5	13,1	-15,3%	49,7%	
Cto. Total ingresos	36,8%	-21,8%	199,1%	-74,2%	36,3%	-51,9%	11,2%	-13,1%	-37,1%	11,4%	-29,4%	369,9%	-10,6%	-20,2%			
EBITDA	2,4	0,8	(31,6)	(5,7)	9,6	3,4	4,6	3,3	(0,0)	(0,4)	(1,1)	1,8	2,0	1,9	-9,3%	55,9%	
Cto. EBITDA	779,9%	-68,0%	n.a.	82,1%	268,9%	-64,2%	34,2%	-27,6%	-100,2%	n.a.	-182,9%	268,7%	9,8%	-3,6%			
EBITDA/Ingresos	11,8%	4,8%	n.a.	n.a.	56,1%	41,8%	50,4%	42,0%	n.a.	n.a.	n.a.	9,8%	12,0%	14,5%			
Beneficio neto	0,2	(77,8)	(29,5)	(48,5)	0,7	1,2	0,9	0,5	0,1	1,1	(3,6)	0,8	1,0	0,9	-35,3%	30,9%	
Cto. Beneficio neto	-97,4%	n.a.	62,1%	-64,1%	101,4%	68,2%	-20,7%	-46,0%	-72,5%	669,2%	-440,8%	122,1%	21,2%	-8,9%			
Nº Acciones Ajustado (Mn)	20,9	20,9	20,9	20,9	21,1	21,1	21,1	21,1	21,1	21,1	21,1	21,9	21,9	21,9			
BPA (EUR)	0,01	-3,73	-1,41	-2,32	0,03	0,06	0,04	0,02	0,01	0,05	-0,17	0,04	0,04	0,04	-35,1%	30,7%	
Cto. BPA	-97,4%	n.a.	62,0%	-64,2%	n.a.	68,3%	-20,7%	-46,0%	-72,5%	n.a.	n.a.	n.a.	21,2%	-8,9%			
BPA ord. (EUR)	0,01	-3,73	-1,41	-2,33	0,03	0,04	0,16	0,07	0,03	0,05	-0,17	0,04	0,04	0,04	-34,8%	30,9%	
Cto. BPA ord.	-97,4%	n.a.	62,0%	-64,7%	n.a.	19,0%	n.a.	-54,2%	-61,4%	79,3%	n.a.	n.a.	21,2%	-8,9%			
CAPEX	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	(0,1)	(0,3)	(0,2)	(0,2)	(0,1)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)			
CAPEX/Vtas % ¹	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,8%	2,9%	2,8%	4,8%	1,3%	8,7%	1,5%	2,0%	2,0%			
Free Cash Flow	(5,3)	(11,4)	47,0	10,3	17,8	3,9	2,5	1,5	0,6	2,3	(3,9)	4,3	(0,0)	(4,5)	2,9%	-4,4%	
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	4,8x	11,9x	8,2x	10,5x	n.a.	n.a.	n.a.	16,6x	15,1x	18,0x			
PER (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	70,3x	39,1x	49,3x	90,9x	n.a.	n.a.	31,6x	n.a.	71,6x	59,1x	64,9x		
EV/Vtas (x)	18,39x	13,71x	1,83x	1,79x	2,78x	7,87x	6,63x	7,53x	8,86x	8,02x	10,56x	3,09x	3,46x	4,33x			
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	5,0x	18,9x	13,2x	17,9x	n.a.	n.a.	n.a.	31,7x	28,8x	29,9x			
Comport. Absoluto	-10,2%	-60,0%	-46,3%	-64,9%	135,0%	-6,4%	0,0%	-0,5%	-30,0%	5,3%	-12,5%	87,4%	0,0%	0,0%			
Comport. Relativo vs Ibex 35	8,8%	-54,0%	-43,7%	-71,1%	126,7%	0,8%	2,1%	-7,3%	-17,7%	-5,9%	3,5%	70,7%					

Nota 1: Los múltiplos son históricos, calculados en base al precio y EV de final de cada ejercicio, salvo (en su caso) en el año en curso, en que se darían múltiplos a precios actuales. El comportamiento absoluto y relativo corresponde a cada ejercicio (1/1 a 31/12). La fuente, tanto de múltiplos históricos como de evolución de la cotización, es Factset.

Nota 2: Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 0,2Mn mayor por la aplicación de NIIF 16.

Nota 3: Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Anexo 5. Principales comparables 2021e

Dato	EUR Mn	Promoción inmobiliaria				Average	Turismo			LIB
		Metrovacesa	Aedas Homes	Neinor Homes	Insur		Playa Hotels & Resorts	PPHE Hotel Group	Pierre et Vacances	
Datos Mercado	Ticker (Reuters)	MVC-ES	AEDAS-ES	HOME-ES	ISUR-ES		PLYA-US	PPH-GB	VAC-FR	LIB-ES
	Pais	Spain	Spain	Spain	Spain		Netherlands	Netherlands	France	Spain
	Market cap	1.031,4	1.129,3	863,4	144,4		1.029,5	839,2	105,4	57,0
	Enterprise value (EV)	1.129,8	1.504,0	1.074,3	355,2		1.826,9	1.992,3	3.611,6	56,9
Información financiera básica	Total Ingresos	435,6	930,9	753,9	122,0		342,6	229,5	1.117,6	18,4
	Cto. Total Ingresos	194,6%	22,8%	31,4%	37,4%	71,6%	48,3%	93,1%	-4,6%	369,9%
	2y TACC (2021e - 2023e)	20,6%	1,3%	0,0%	-2,9%	4,7%	31,2%	37,2%	22,8%	-15,5%
	EBITDA	39,4	174,2	135,6	24,0		28,8	33,7	(208,4)	1,8
	Cto. EBITDA	130,0%	20,7%	33,0%	292,5%	119,1%	179,2%	184,5%	-212,3%	268,7%
	2y TACC (2021e - 2023e)	39,1%	3,0%	5,2%	6,1%	13,3%	n.a.	n.a.	59,4%	2,9%
	EBITDA/Ingresos	9,0%	18,7%	18,0%	19,7%	16,4%	8,4%	14,7%	n.a.	9,8%
	EBIT	32,8	172,2	129,9	21,0		(66,3)	(19,4)	(265,6)	1,6
	Cto. EBIT	124,9%	20,8%	32,8%	684,2%	215,7%	42,2%	78,0%	-133,0%	226,1%
	2y TACC (2021e - 2023e)	44,3%	3,1%	5,6%	6,9%	15,0%	83,9%	n.a.	50,8%	3,2%
	EBIT/Ingresos	7,5%	18,5%	17,2%	17,2%	15,1%	n.a.	n.a.	n.a.	8,7%
	Beneficio Neto	16,4	120,5	93,4	10,0		(130,5)	(58,1)	(257,8)	0,8
	Cto. Beneficio Neto	110,1%	24,4%	33,2%	-52,6%	28,8%	41,2%	39,1%	39,4%	122,1%
	2y TACC (2021e - 2023e)	64,4%	1,4%	6,7%	14,0%	21,7%	48,0%	57,2%	43,4%	5,0%
	CAPEX/Ventas	21,2%	13,6%	0,4%	17,2%	13,1%	3,9%	39,2%	6,3%	-1,5%
	Free Cash Flow	75,6	122,4	(15,0)	7,0		5,1	(76,5)	(387,5)	4,3
	Deuda financiera Neta	185,8	252,4	243,4	198,0		861,0	866,2	669,0	29,8
	DN/EBITDA (x)	4,7	1,4	1,8	8,3	4,1	29,9	25,7	n.a.	16,6
	Pay-out	465,7%	66,3%	51,5%	n.a.	194,5%	0,0%	0,0%	-0,1%	0,0%
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	64,1	9,4	9,3	14,8	24,4	n.a.	n.a.	n.a.	71,6
	P/BV (x)	0,5	1,0	0,9	1,1	0,9	2,5	2,6	n.a.	0,6
	EV/Ingresos (x)	2,6	1,6	1,4	2,9	2,1	5,3	8,7	3,2	3,1
	EV/EBITDA (x)	28,7	8,6	7,9	14,8	15,0	n.a.	n.a.	n.a.	31,7
	EV/EBIT (x)	34,4	8,7	8,3	16,9	17,1	n.a.	n.a.	n.a.	35,6
	ROE	0,7	10,7	10,2	7,6	7,3	n.a.	n.a.	n.a.	0,9
	FCF Yield (%)	7,3	10,8	n.a.	4,8	7,7	0,5	n.a.	n.a.	7,6
	DPA	0,51	1,72	0,65	0,30	0,79	0,00	0,00	0,04	0,00
	Dvd Yield	7,4%	7,0%	5,7%	3,8%	6,0%	0,0%	0,0%	0,4%	0,0%

Nota 1: Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Factset). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).

Nota 2: Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

INFORMACIÓN LEGAL IMPORTANTE SOBRE ESTE INFORME

LIGHTHOUSE

Lighthouse es un proyecto de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Lighthouse es un proyecto de análisis plenamente financiado por Bolsas y Mercados Españoles S.A. Lighthouse persigue mejorar la cobertura de análisis de los "valores huérfanos" del mercado español: aquellos que carecen de una cobertura real y continuada de análisis. Los informes de Lighthouse no incluirán ni valoración ni precio objetivo. Lighthouse no persigue asesorar en materia de inversión a ninguna persona física o jurídica. Por este motivo, Lighthouse no dará ninguna recomendación personalizada de inversión de ninguno de los valores que analice.

IEAF Servicios de Análisis S.L.U. es una sociedad de nacionalidad española, cuyo objeto social es

1º) La prestación de servicios de información y análisis financiero de los valores emitidos por todo tipo de personas jurídicas que cotizan en los mercados secundarios oficiales, y específicamente de aquellos valores que no son objeto recurrente de información y análisis por los analistas financieros que intervienen en los mercados.

2º) La prestación de los servicios de publicidad y actualización de los referidos informes y análisis financieros, así como la monitorización y seguimiento de los valores objeto de información y análisis.

3º) La realización de estudios y proyectos dirigidos a proponer e implantar medidas tendentes a mejorar la información y análisis financieros de los valores que cotizan en los mercados secundarios oficiales.

IEAF Servicios de Análisis S.L.U. es una sociedad cuyo socio único es el Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF), asociación profesional sin ánimo de lucro.

DISCLAIMER

El Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) certifica que todo Analista de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. cuyo nombre figure como Autor de este informe, expresa opiniones que reflejan su opinión personal e independiente sobre la compañía analizada. Sin que estas impliquen, ni directa ni indirectamente una recomendación personalizada de la compañía analizada a efectos de constituir un asesoramiento en materia de inversión. El informe se basa en la elaboración de proyecciones financieras detalladas a partir de información pública y siguiendo la metodología de análisis fundamental tradicional (no tratándose, por tanto de un informe de análisis técnico ni cuantitativo). Para la metodología de análisis empleada en la redacción de este informe, por favor, contacte directamente con el analista, cuyos datos de contacto figuran en la portada de este informe.

El informe incluye información básica de los principales parámetros a utilizar por un inversor a la hora de realizar por sí mismo una valoración (sea por descuento de flujos o por múltiplos). Dichos parámetros son la opinión o estimación personal del analista. La persona que reciba este informe deberá aplicar su propio juicio a la hora de utilizar dichos parámetros. Y deberá considerarlos un elemento más en su proceso de decisión en materia de inversión. Esos parámetros no constituyen una recomendación personalizada de inversión.

Normas de confidencialidad y conflictos de interés

Ninguna de las siguientes normas (12) de confidencialidad y conflictos de interés son de aplicación a este informe:

1. El presente informe es un análisis no independiente al estar realizado por encargo de la compañía analizada (emisor).
2. En los últimos 12 meses, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., han tenido mandatos de Finanzas Corporativas o bien han gestionado o cogestionado una oferta pública de los valores del emisor, o bien recibido de dicho emisor una remuneración por los servicios de Finanzas Corporativas, que excluyen los servicios de corredor por unos honorarios anticipados.
3. El Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., espera recibir o pretende obtener en los próximos 6 meses una remuneración por los servicios de Finanzas Corporativas prestados a esta empresa, que excluyen los servicios de corredor por unos honorarios anticipados.
4. El Analista de Inversiones o un miembro del Departamento de Análisis o que viva en su casa tiene una posición larga en las acciones o los derivados del emisor correspondiente.
5. El Analista de Inversiones o un miembro del Departamento de Análisis o que viva en su casa tiene una posición corta en las acciones o los derivados del emisor correspondiente.
6. A la fecha de producción, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U. tenían una posición larga superior al 0,5% del Capital del emisor.
7. A la fecha de producción, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U. tenían una posición corta superior al 0,5% del Capital del emisor.
8. Al fin del mes inmediatamente anterior a la publicación de este informe, o del mes previo si el informe se publica en los diez días siguientes al final del mes, la compañía analizada (el emisor) o cualquiera de sus filiales, poseían el 5% o más de cualquier clase de valores de renta variable del Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U.
9. Un alto directivo o ejecutivo del Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., o bien un miembro de sus departamentos es directivo, ejecutivo, asesor o miembro del Consejo de Administración del emisor y/o una de sus subsidiarias.
10. El Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., actúa en calidad de corredor del Emisor por los honorarios anticipados correspondientes.
11. El contenido de este informe que incluye el análisis financiero, proyecciones financieras, valoración, opinión y conclusiones del analista ha sido revisado por el emisor antes de su publicación.
12. El emisor ha realizado cambios en el contenido del informe antes de su distribución.

Los Analistas de Inversiones que han elaborado el presente Análisis de Inversiones son empleados de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Dichos analistas han recibido (o recibirán) una remuneración en función de los beneficios generales de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Para obtener una copia del Código de Conducta de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. (para la Gestión de Conflictos de Interés en el departamento de Análisis), contacte por correo electrónico con secretaria@ieaf.es o consulte el contenido de este Código en www.ieaf.es.

IEAF Servicios de Análisis está remunerado por Bolsas y Mercados Españoles, S.A. para la redacción de este informe. Este informe debe considerarse solo un elemento más en la toma de decisiones de inversión.

Un informe emitido por IEAF Servicios de Análisis S.L.U.

Todos los derechos reservados. Queda prohibido su uso o distribución no autorizados. Este documento ha sido elaborado y distribuido, según lo establecido en la MiFID II, por IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Su actividad empresarial está regulada por la CNMV. La información y las opiniones expresadas en este documento no constituyen ni pretenden constituir una oferta o la solicitud de una oferta para la compra o la venta de los valores referidos (es decir, los valores mencionados en el presente y los warrants, opciones, derechos o intereses relacionados con estos). La información y las opiniones contenidas en este documento están basadas en informaciones de carácter público y en fuentes consideradas fiables por IEAF Servicios de Análisis S.L.U., pero no se ofrece ninguna garantía en cuanto a su precisión o integridad. Todos los comentarios y las estimaciones facilitadas reflejan únicamente la opinión de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. y no ofrecen ninguna garantía implícita o explícita. Todas las opiniones expresadas están sujetas a cambio sin previo aviso. En el presente documento no se tienen en cuenta los objetivos de inversión concretos, el estado financiero, la actitud frente al riesgo ni otras cuestiones específicas de la persona que reciba este documento, de modo que ésta deberá aplicar su juicio al respecto. Ni el Instituto Español de Analistas Financieros ni su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., asumen responsabilidad

alguna por las pérdidas directas o indirectas derivadas del uso de los análisis publicados, salvo en caso de conducta negligente por parte de IEF Servicios de Análisis S.L.U. La información contenida en este informe se aprueba para su distribución a clientes profesionales, contrapartes elegibles y asesores profesionales, no a clientes particulares o minoristas. Se prohíbe su reproducción, distribución o publicación para cualquier fin sin la autorización por escrito de IEF Servicios de Análisis S.L.U. El Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) y/o su filial IEF Servicios de Análisis S.L.U., sus empleados y directivos, pueden tener una posición (larga o corta) en una inversión sabiendo que ese emisor será objeto de análisis y que ese análisis se distribuirá a inversores institucionales. Cualquier información adicional sobre el contenido de este informe se remitirá previa solicitud. IEF Servicios de Análisis tiene como objetivo la publicación de (al menos) un informe o nota trimestral de actualización de la compañía analizada.

Estados Unidos. IEF Servicios de Análisis S.L.U. no está inscrito en Estados Unidos y, por lo tanto, no está sujeto a la normativa de dicho país sobre la elaboración de análisis y la independencia de los analistas. Este informe se distribuirá únicamente a los principales inversores institucionales de EE.UU., con arreglo a la exención de inscripción estipulada por la Normativa 15a-6 de la Ley del Mercados de Valores de Estados Unidos de 1934, en su versión enmendada (la "Exchange Act") y en las interpretaciones de ésta realizadas por la Comisión de Valores de EE.UU. ("SEC").

Principales inversores institucionales de EE.UU. Este informe se distribuirá a los "Principales inversores institucionales de EE.UU." según la definición de la Normativa 15a-6 de la Comisión del Mercado de Valores de Estados Unidos y de la Ley del Mercado de Valores de EE.UU. de 1934.

Histórico de notas e informes

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
07-Jul-2021	n.a.	2,60	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	David López Sánchez

