

# GRUPO SANJOSE

## Construcción

# Todavía tiene potencial

## SOBREPONDERAR (desde 17/12/21)

 Ignacio Romero 91 782 9157/8  
 Romerolnacio@bancsabadell.com

**Cierre (11-12-25): 7,41 euros/acc.**
**P.O.: 10,08 euros/acc. (potencial +36,0%)**

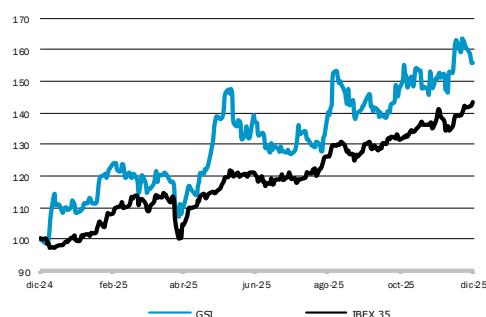
### INFORMACIÓN CLAVE

Reuters / Bloomberg:	GSJ.MC/GSJ SM
Cap. Bursatil / EV	482 M / 86 M
# acciones:	65,0 M
12M Max/Min:	7,8 / 4,7
Perf. Rel. IBEX 35 (1,3,6 meses):	+0,6%/-0,8%/-8,8%
Vol. medio acc. M Eur/M Acc.	0,406/2,5
Beta (5años)	0,68
Free-float:	37,0%
Rating (S&P, M, F)	n.a. / n.a. / n.a.
Rating ESG	E:B+/S:B/G:C/Controversy:A+
<b>Accionistas Principales</b>	
Familia Rey 48,3%, familia Sánchez Ávalos 12,8%.	

BS(e)	2024	2025e	2026e
Ventas Totales	1.558	1.575	1.642
Crec. %	16,6%	1,1%	4,3%
EBITDA	74	84	86
Crec. %	19,6%	13,1%	2,0%
Margen EBITDA	4,8%	5,3%	5,2%
EBIT	49	54	61
Crec. %	25,1%	10,8%	12,5%
Margen EBIT	3,1%	3,4%	3,7%
BDI	32	36	41
Crec. %	51,4%	11,2%	12,6%
x ACC.	2024	2025e	2026e
BPA	0,50	0,51	0,49
Crec. %	51,4%	3,0%	-4,4%
BPA Ajustado	0,58	0,56	0,54
Crec. %	29,1%	-3,6%	-4,1%
DPA	0,15	0,18	0,15
Crec. %	50,0%	20,0%	-16,7%
CFPA	0,72	0,68	0,64
Crec. %	40,0%	-4,6%	-5,6%
PER	11,5x	13,3x	11,7x
PER Ajustado	10,0x	12,3x	11,1x
PCF	8,1x	9,0x	9,1x
PVC	1,7x	2,0x	1,8x
ROE	18,9%	17,0%	16,8%
Yield	2,6%	2,4%	2,4%
EV/Ventas	0,00x	0,01x	-0,02x
EV/EBITDA	N.A.	0,19x	N.A.
EV/EBIT	N.A.	0,29x	N.A.
DFN/EBITDA	-5,0x	-5,4x	-5,9x

Fuente: BS Análisis

### Compañía vs ES50 y sector:



Fuente: Bloomberg

- La acción ha tenido un excelente comportamiento en los últimos 12 meses (+61%, +12% relativo al IBEX) pero creemos que todavía tiene potencial adicional. En esta nota revisamos un +5% nuestro P.O. hasta 10,08 euros/acc. (potencial +36%) tras actualizar la valoración de los distintos activos que forman GSJ. **La variación de valor del negocio de construcción y la caja generada y no distribuida en el último año explica la mejora**, principalmente, compensado parcialmente por la negativa evolución de Carlos Casado (-30% en Bolsa desde nuestro anterior informe de valoración) y el negocio energético (en parte por el parque eólico en Galicia, que está sufriendo retrasos en su plan de desarrollo).
- Desde el punto de vista operativo, lo más destacado de 2025 ha sido **el incremento de la cartera de construcción** (hasta 2.895 M euros, +14% vs diciembre'24), la mejora de márgenes del negocio de construcción (de +75 pbs en el acumulado de 9meses'25) y el cumplimiento de **hitos en Madrid Nuevo Norte**. Recordamos que éste es el mayor proyecto de regeneración urbana de Europa actualmente en desarrollo, un proyecto con una edificabilidad de c.2,6 M de m2. GSJ tiene exposición a MNN vía su 10% en CMNN (que a su vez tiene c.51% de la edificabilidad total). En el último año se ha cerrado la transmisión de los terrenos y se ha avanzado en el proceso urbanístico, mientras en paralelo se están realizando obras de acondicionamiento (como el soterramiento de las vías de tren de la estación de Chamartín).
- Desde el punto de vista financiero, **GSJ continúa acumulando caja porque no reparte a los accionistas todos los fondos generados y por el incremento de los anticipos asociados al aumento de la cartera** de obra. Así, la posición de caja neta a cierre de septiembre'25 era de 437 M euros, lo que representa un aumento de 63 M euros sobre septiembre'24. Si ajustamos la cifra por el importe de las provisiones en balance el dato sería de 357 M euros, equivalente al 74% de la capitalización bursátil.
- A futuro, y a la vista del aumento de la cartera contratada, esperamos que **Construcción siga teniendo un buen desempeño** en la cuenta de resultados. Tanto las perspectivas macroeconómicas como las de evolución del segmento de edificación residencial en España son positivas, en este último caso porque existe un importante déficit acumulado en los últimos años. El 39% de la cartera de GSJ es edificación residencial.
- En esta nota también **revisamos al alza nuestras estimaciones para todo el ejercicio 2025** tras la reciente publicación de los resultados 3T'25, que pusieron de manifiesto que, en lo relativo a márgenes, eran demasiado bajas (a 9meses'25 obtuvieron el 72% de los ingresos y el 82% del EBITDA que esperábamos para todo el año). Así, revisamos el EBITDA'25e en un +13%. Respecto a 2026, y visto el crecimiento de la cartera de obra, revisamos al alza tanto nuestras estimaciones de ingresos como de EBITDA, en un +7% y un +22% respectivamente. El negocio de Construcción es el que marca la evolución de la cuenta de Rdos. ya que representa el 92% de los ingresos.

## Índice

1. EL ENTORNO MACROECONÓMICO SIGUE SIENDO FAVORABLE.....	3
2. EN CONSTRUCCIÓN TANTO LA CARTERA COMO LA FACTURACIÓN SIGUE CRECIENDO.....	3
3. MADRID NUEVO NORTE SIGUE CUMPLIENDO HITOS.....	5
4. REVISIÓN DE ESTIMACIONES .....	7
5. INVERSIONES Y BALANCE .....	8
6. ACTUALIZACIÓN DE LA VALORACIÓN .....	9
<i>Construcción.</i> .....	9
<i>Crea Madrid Nuevo Norte (CMNN).</i> .....	9
<i>Concesiones.</i> .....	10
<i>Energía.</i> .....	10
<i>Activos inmobiliarios (excluyendo CMNN).</i> .....	11
<i>Carlos Casado.</i> .....	12
<i>Comercial Udra.</i> .....	12
<i>Otros activos.</i> .....	12
<i>Ajustes.</i> .....	13
7. ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD .....	13
8. RATIOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES .....	15
9. DATOS FINANCIEROS .....	16
10. DATOS OPERATIVOS.....	16

## 1. EL ENTORNO MACROECONÓMICO SIGUE SIENDO FAVORABLE

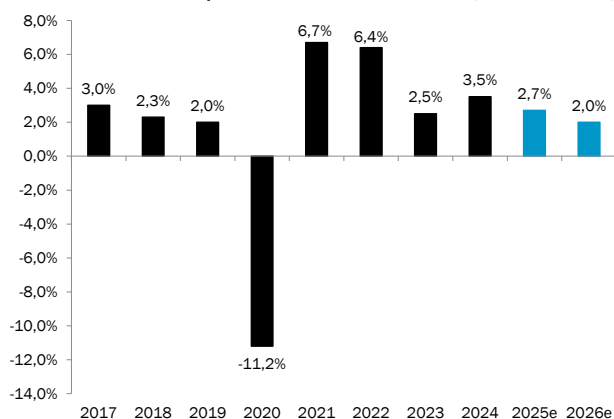
**Las perspectivas macroeconómicas para 2026 en los principales mercados de occidente son razonablemente buenas.** La fuerte inversión en tecnología, la menor incertidumbre arancelaria y la desregulación mantienen el crecimiento en EE.UU. a pesar del enfriamiento del mercado laboral y un reparto de rentas cada vez más desigual.

*El entorno macroeconómico sigue siendo favorable*

En Europa está previsto un crecimiento ligeramente superior al +1% gracias a una base comparable fácil de superar, al crecimiento de EE.UU. y un mayor gasto público en Alemania. Creemos que en la Zona Euro habríamos completado el ciclo de bajadas de tipos (observado desde mediados de 2024) a menos que venga forzada por una apreciación excesiva del euro.

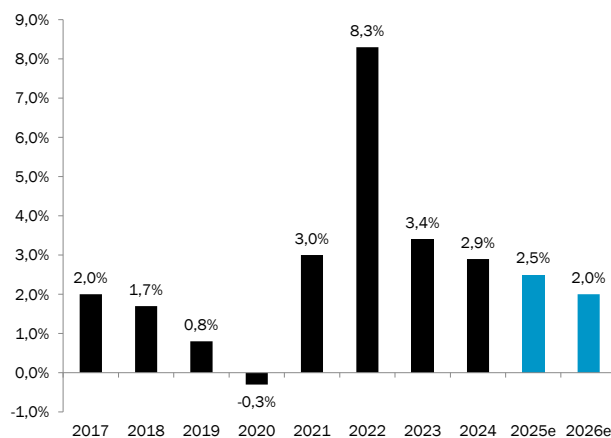
En España, la economía mantuvo un crecimiento robusto (PIB 3T25: 0,6% trimestral) y los primeros datos del 4T25 siguen apuntando en la misma dirección. Así, la Comisión Europea ha vuelto a revisar al alza su previsión de crecimiento tanto para este año (+2,9%), como para el año que viene (+2,3%). De esta manera, la economía española debería seguir creciendo, aunque ralentizando desde ritmos elevados, con unos niveles de inflación >2% y con tipos estables. **El entorno macro está siendo favorable y está previsto que siga siendo favorable para la actividad en los próximos 12 meses.**

**España: crecimiento del PIB (€ constantes)**



Fuente: Bloomberg (consenso Bloomberg para 2025 y 2026), BS Análisis

**España: inflación (interanual)**



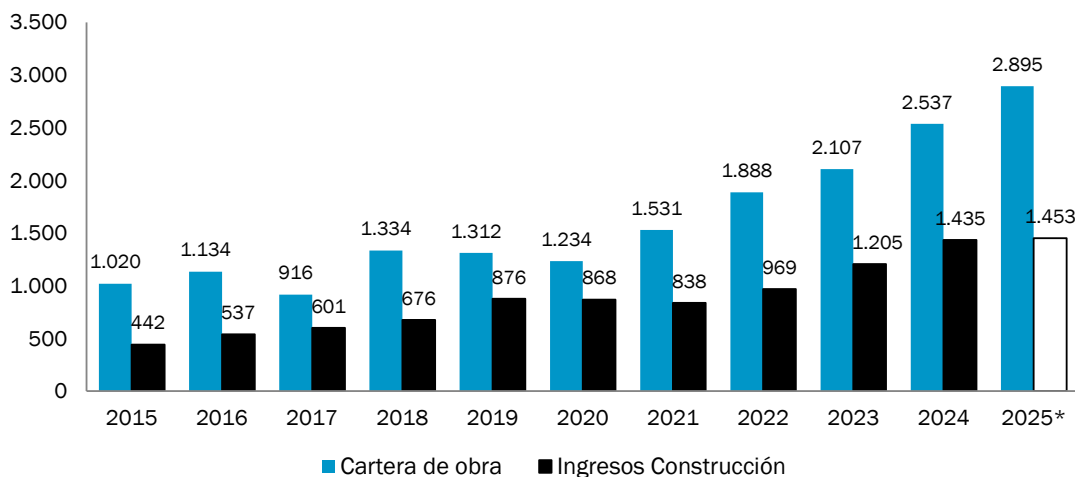
Fuente: Bloomberg (consenso Bloomberg para 2025 y 2026)

## 2. EN CONSTRUCCIÓN TANTO LA CARTERA COMO LA FACTURACIÓN SIGUE CRECIENDO

*La cartera de Construcción sigue creciendo*

En los últimos años el negocio de construcción ha dado un importante salto en niveles de facturación y cartera contratada. Si en el periodo 2017/2023 la cartera a cierre de ejercicio era de media de 1.266 M euros a septiembre'25 el dato era de 2.895 M euros, mostrando un crecimiento del +14% vs diciembre'24.

**INGRESOS Y CARTERA DE CONSTRUCCIÓN (M euros)**

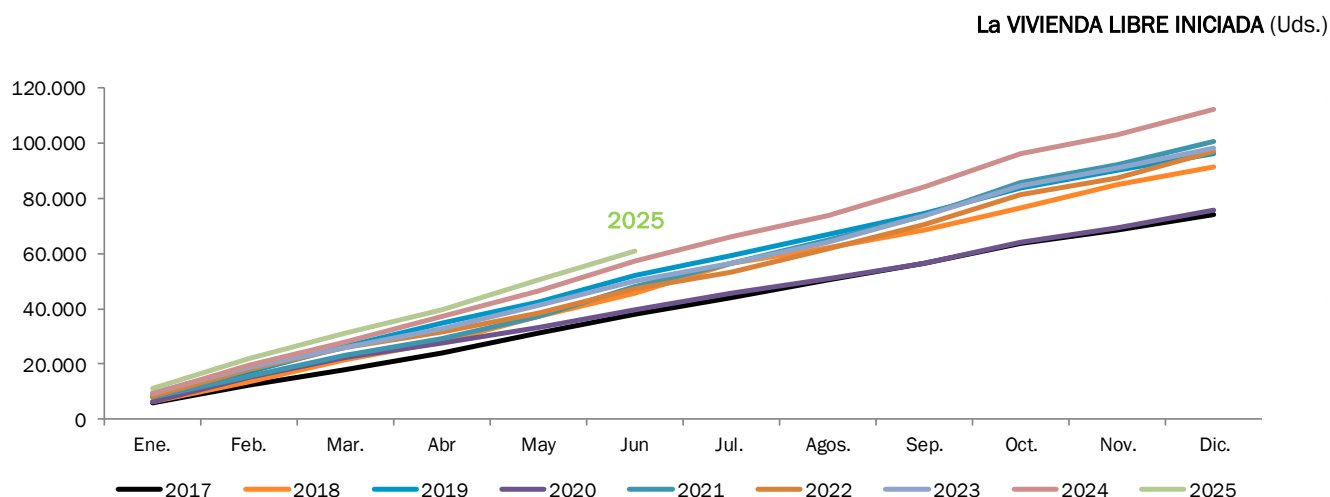


(\*) Cartera a Sep'25 e ingresos BS(e) para todo 2025  
Fuente: Grupo SanJosé, BS Análisis

Edificación es el segmento con mayor peso en la cartera

Por tipología, edificación no residencial gana peso al aumentar su cartera un +41% (hasta el 37% del total). **Edificación residencial sigue siendo es el segmento con mayor peso** en la cartera de construcción (39%). En su conjunto, edificación es con diferencia el segmento en el que GSJ tiene una mayor especialización. El cierre de muchas constructoras de menor tamaño en España en los últimos 20 años y la preferencia de los inversores institucionales (fondos de inversión, etc) por las constructoras de mayor tamaño y con buenas credenciales, tanto financieras como de ESG, explican la buena evolución de la cartera de edificación de GSJ.

Y lo cierto es que, en nuestra opinión, **las perspectivas de edificación residencial en España son positivas** porque existe un importante déficit acumulado en los últimos años y todo apunta a que, a pesar del incremento de la producción, el número de nuevos hogares volverá a superar dicha producción en los próximos 2-3 años. Así, es previsible que este segmento siga teniendo un peso importante en la cartera de GSJ.



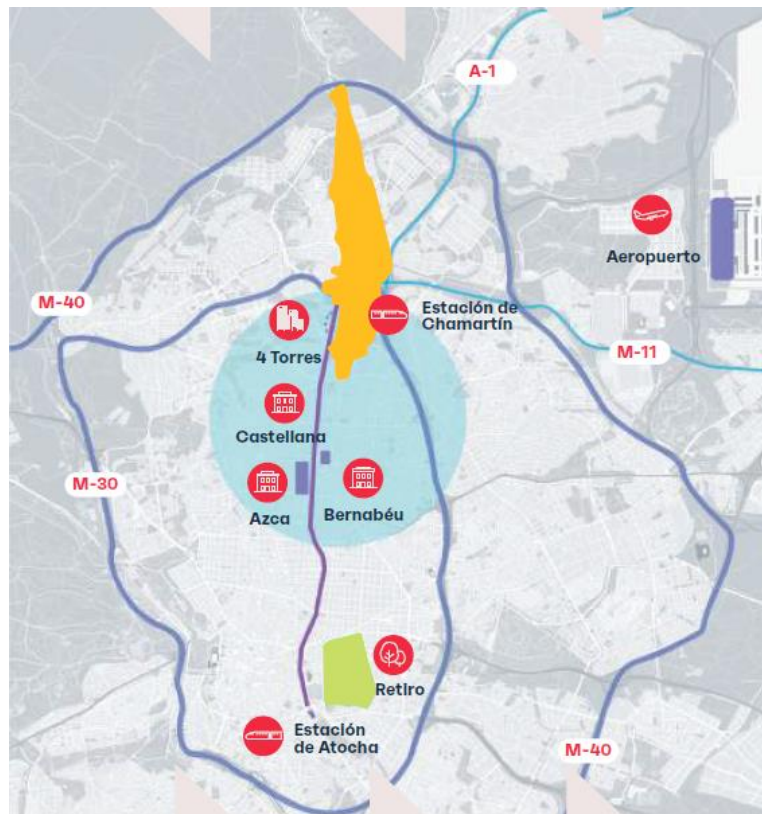
Fuente: Ministerio de Transporte y Movilidad Sostenible

### 3. MADRID NUEVO NORTE SIGUE CUMPLIENDO HITOS

*La mayor actuación de regeneración urbana de Europa en este momento*

Madrid Nuevo Norte (MNN) es una gran actuación de regeneración urbana, la más grande que se está llevando a cabo en Europa actualmente. Está situada en el norte de la capital, en el vacío que va a dejar el haz de vías del tren que parten de la estación de Chamartín. Los terrenos donde se va a desarrollar el proyecto tienen una extensión de 5,6 kilómetros de longitud y hasta 1 kilómetro de ancho.

#### MADRID NUEVO NORTE



Fuente: MNN

Cerrada la transmisión de los terrenos a finales del año pasado, **en 2026 está previsto que comiencen los trabajos de urbanización** mientras que, en paralelo, se está avanzando en el soterramiento de las vías del tren.

#### HITOS EN MADRID NUEVO NORTE

##### LÍNEA TEMPORAL



Fuente: Merlin Properties

El más pequeño de los 4 ámbitos podría empezar las obras de urbanización en 2026

Es importante señalar que la actuación está dividida en 4 ámbitos, que avanzarán a distintas velocidades porque la complejidad de los proyectos es variable en función de la propiedad de los terrenos (que en algunos de los ámbitos está bastante fragmentada, lo que dificulta la toma de decisiones), la propia complejidad de las obras, y otros factores. Crea Madrid Nuevo Norte (CMNN, la sociedad en la que GSJ participa con un 10%) tiene un 51% de la edificabilidad de toda la actuación, pero los porcentajes varían según el ámbito.

MADRID NUEVO NORTE



Ámbitos y edificabilidades

Fuente: CMNN

De los cuatro ámbitos (Las Tablas Oeste, Malmea-San Roque-Tres Olivos, Centro de Negocios de Chamartín y Estación de Chamartín) **Las Tablas Oeste es el que está más avanzado**, pero también es el más pequeño. Ya tiene la aprobación inicial del proyecto de urbanización, dispone de Junta de Compensación, y no requiere de obras de gran complejidad por lo que los trabajos de urbanización podrían empezar en los próximos 12 meses. Adicionalmente, según prensa, el ayuntamiento contempla autorizar la ejecución simultánea de urbanización y edificación en 2027, lo que aceleraría el fin de las obras y la entrega de las primeras viviendas.

Las Tablas Oeste (donde CMNN tiene casi el 100%) tiene un peso relativo bajo en el total ya que el proyecto incluye 211.992 m² de edificabilidad de uso mixto oficinas/comercial/residencial (en una proporción de 58/7/35), lo que representa un peso de tan solo el 8% de la edificabilidad total de la actuación. Aunque debido a que el porcentaje que CMNN tiene en este ámbito es muy superior al que tiene en el resto de ámbitos, Las Tablas Oeste representa el 15% de la edificabilidad total de CMNN (recordamos que CMNN, donde participa GSJ, tiene c.51% del total). Por poner otro orden de magnitud, en Las Tablas Oeste está prevista la construcción de 741 viviendas.

**El resto de ámbitos se encuentran en una fase urbanística menos avanzada**, no disponen de juntas de compensación y se enfrentan a unas obras de mayor complejidad técnica (y económica) por lo que los primeros edificios no se entregarán hasta >2030.

Por último, como nota negativa, hay que señalar que el pasado mes de septiembre, según prensa, la **Audiencia Nacional admitió a trámite un nuevo recurso interpuesto por los reversionistas** (los antiguos propietarios de los terrenos que fueron expropiados para construir la estación de Chamartín y zonas aledañas) que busca la anulación del contrato entre ADIF y CMNN por la cesión de los terrenos vinculados al desarrollo de Madrid Nuevo Norte. Hasta la fecha, la justicia siempre ha fallado en contra de los intereses de los reversionistas y es muy probable que esta vez ocurra lo mismo pero también es cierto que este tipo de sucesos aumentan la percepción de riesgo de todo el proyecto.



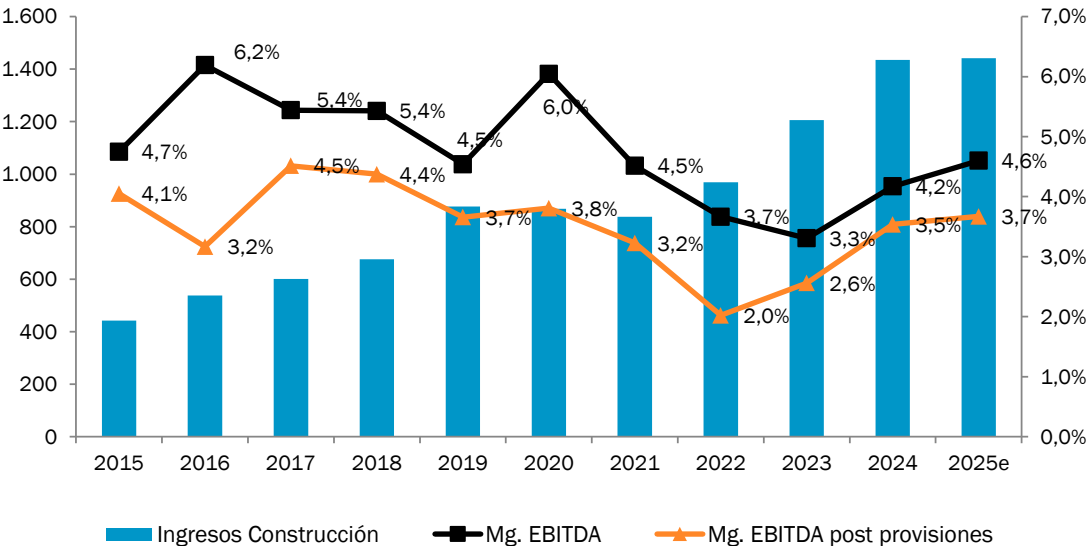
4. REVISIÓN DE ESTIMACIONES

Revisamos estimaciones de márgenes en Construcción tras la publicación de unos buenos Rdos3T'25

En esta nota **revisamos al alza nuestras estimaciones** para todo el ejercicio tras la reciente publicación de los resultados 3T'25, que pusieron de manifiesto que, en lo relativo a márgenes, eran demasiado bajas (a 9meses'25 obtuvieron el 72% de los ingresos y el 82% del EBITDA que esperábamos para todo el año). Así, revisamos el EBITDA'25e en un +13%.

Respecto a 2026, y visto el crecimiento de la cartera de obra, revisamos al alza tanto nuestras estimaciones de ingresos como de EBITDA, en un +7% y un +22% respectivamente. El negocio de Construcción es el que marca la evolución de la cuenta de Rdos. ya que representa el 92% de los ingresos.

INGRESOS (M euros) Y MÁRGENES EN CONSTRUCCIÓN (%)



Fuente: Grupo SanJosé, BS Análisis

En el resto de líneas de negocio, con un peso muy inferior, no hemos realizado cambios con impacto significativo en la PyG consolidada salvo por el aumento de la contribución de Comercial Udra. Esta sociedad opera un negocio de distribución mayorista de ropa deportiva, está incluida en la línea de ajustes y otros, y ha tenido una evolución muy positiva en los últimos años (y también en el acumulado de nueve meses hasta septiembre de 2025).

ESTIMACIONES DIVISIONALES

M euros	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Construcción	969	1.205	1.435	1.442	1.514
Var %	16%	24%	19%	1%	5%
Inmob.	23	16	8	7	6
Var %	35%	-33%	-51%	-12%	-15%
Energía	18	14	10	11	11
Var %	57%	-19%	-30%	7%	0%
Concesiones	66	75	80	80	82
Ajustes	16	26	26	35	30
INGRESOS	1.092	1.336	1.558	1.575	1.642
Var %	18%	22%	17%	1%	4%
Construcción	36	40	60	66	70
Margen %	3,7%	3,3%	4,2%	4,6%	4,6%
Inmob.	8	4	1	2	1
Margen %	33,3%	25,4%	13,4%	23,0%	15,0%
Energía	2	4	2	2	2
Margen %	12,5%	25,7%	22,0%	21,5%	21,5%
Concesiones	3	3	4	4	4
Margen %	4,6%	4,3%	5,2%	4,5%	4,5%
Ajustes	9	11	7	10	9
EBITDA	58	62	74	84	86
Var %	7%	7%	20%	13%	2%
Margen %	5,3%	4,6%	4,8%	5,3%	5,2%

Fuente: BS Análisis.

En la parte baja de la cuenta de resultados hemos ajustado a la baja la cifra de financieros netos, tras el recorte de los tipos de interés, y hemos elevado la tasa fiscal para alinearla con lo visto en el acumulado de los 9 meses '25.

CAMBIOS DE ESTIMACIONES

M euros	2025e			2026e		
	Antes	Después	Var %	Antes	Después	Var %
Ingresos	1.574	1.575	0,1%	1.532	1.642	7,2%
EBITDA	74	84	12,9%	70	86	22,4%
BDI	33	36	7,9%	32	41	27,2%

Fuente: BS Análisis.

5. INVERSIONES Y BALANCE

En los últimos años **GSJ ha ido acumulando una importante posición de tesorería neta** porque no reparte a los accionistas todos los fondos generados y por el incremento de los anticipos asociados al aumento de la cartera de obra, que ha subido de manera muy significativa en el mismo periodo, como ya hemos mencionado anteriormente. Así, la posición de caja neta a cierre de septiembre '25 era de 437 M euros, lo que representa un aumento de 63 M euros sobre septiembre '24 (55 M euros ex provisiones). Si ajustamos la cifra por el importe de las provisiones en balance el dato sería de 357 M euros, equivalente al 74% de la capitalización bursátil.

La posición neta de tesorería sigue aumentando y es previsible que continúe aumentando a futuro

Tras invertir más de lo habitual en 2024, por la compra de los terrenos de MNN a Adif, en 2025 GSJ podría invertir unos 17 M euros (vs 46 en 2024), una cifra que podría ser similar en 2026. La compra de suelo en Perú, donde GSJ había agotado el suelo disponible que tenía en ese país tras concluir la promoción y comercialización de las viviendas en Condominio Bellavista, y la toma de participaciones minoritarias en algunos proyectos del negocio de construcción (además de una nueva aportación a CMNN) han sido las principales inversiones de este ejercicio.

A falta de alguna inversión relevante, que en estos momentos no contemplamos en nuestras estimaciones, **GSJ debería seguir generando caja en los próximos años**. No prevemos, aunque tampoco lo descartamos, un incremento significativo de la retribución al accionista. Así, la posición neta de tesorería podría seguir aumentando en los próximos ejercicios.

A continuación, presentamos nuestras estimaciones de caja generada.

CASH FLOW - M euros	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
EBITDA	58	62	74	84	86	85
Financieros	-7	-6	0	0	0	0
Var circulante/Otros	-1	52	77	39	16	0
Impuestos	-10	-10	-15	-17	-19	-19
Cash Flow Operativo	40	97	136	106	83	66
Inversiones	-15	-16	-46	-17	-17	-16
Desinversiones	0	0	0	0	0	0
Dividendos	-7	-7	-10	-12	-12	-12
Cash Flow Total	19	74	80	77	54	39

Fuente: BS Análisis



6. ACTUALIZACIÓN DE LA VALORACIÓN

Precio objetivo de 10,08 euros/acc.

**Revisamos un +5% nuestro precio objetivo (P.O.)** hasta 10,08 euros/acc. (potencial +36%) tras actualizar la valoración de todas las divisiones y realizar una serie de ajustes a la posición neta de tesorería por mayores provisiones y otros ajustes de circulante. La acción ha tenido un excelente comportamiento desde nuestro último informe de actualización de P.O. (+67%, incluyendo dividendos, desde octubre '24) pero todavía vemos potencial adicional.

Dado que GSJ es un holding con diversas unidades de negocio, valoramos la compañía en base **a un modelo de suma de las distintas partes que componen el grupo**. Asumimos dos escenarios: pesimista y optimista, siendo nuestro precio objetivo el valor promedio de dichos escenarios.

VALORACIÓN POR SUMA DE PARTES

M euros	Valoración		Comentario
	Pesimista	Optimista	
Construcción	140	168	Rango EBITDA de 40-48 M euros y múltiplo de 3,5x (equivale a 4x EBIT)
CMNN	150	187	Mínimo es la valoración del acuerdo MRL de 2019 y máximo asúme +30% de prima
Concesiones	25	33	Múltiplo de EBITDA'25 de 5x-6x más equity en Talca
Energía	27	31	Valor neto activos regulados y múltiplo de EBITDA plantas en operación
Activos inmobiliarios (ex DCN)	82	127	Valor tasado a jun'25 con un -56% de dcto promedio
Carlos Casado	20	20	En base a su valor en Bolsa
Otros activos	26	29	Comercial Udra y otras inversiones disponibles para la venta
Valor Empresa (EV)	471	596	
Descuento por holding (10%)	-47	-60	
EV Ajustado	424	537	
+ Créditos fiscales	5	5	
+/- Caja/(DFN)	399	399	A Jun'25, antes de provisiones
- Provisiones	-100	-100	
- Ajustes circulante (anticipos, etc)	-93	-93	Por exceso de circulante sobre ventas a junio'25 (anticipos)
- Minoritarios	-36	-36	
- Otros Ajustes	0	0	
Valor fondos propios	599	712	
Número de acciones (M)	65	65	
Valor por acción	9,21	10,95	
Precio Objetivo	10,08		P.O. es promedio de ambos escenarios

Metodología: Modelos propios BS Análisis

A continuación, comentamos con más detalle la metodología utilizada para valorar cada activo o línea de negocio:

Valoramos Construcción a 3,5x EBITDA normalizado

**Construcción.**

Hemos revisado al alza un +5% la valoración de este negocio tras elevar la cifra de ingresos normalizada, a la vista de las cifras tanto de ingresos como de cartera contratada que la compañía está alcanzando en los últimos trimestres. El rango de ingresos para nuestra valoración es de 1.000 M euros (rango bajo, desde 900 M euros previo) y 1.200 M euros (alto, sin cambios). El punto medio sería de 1.100 M euros que compara con los >1.400 M euros que facturó en 2024 y que esperamos que alcance también en 2025 y 2026 (aunque la media de ingresos de los últimos 5 años es de 1.063 M euros).

El margen EBITDA que utilizamos es de 4,0% (sin cambios) y el múltiplo de valoración es de 3,5x el EBITDA (sin cambios), parámetros que están alineados con los de otras compañías del sector.

Así, el rango de valoración tendría unos límites de 140 M euros por abajo y de 168 M euros por arriba), con un punto medio de 154 M euros (vs 147 M euros previamente). Al comparar el valor estimado con el EBIT'24 el múltiplo resultante sería de 4x.

Sin cambios en la valoración de CMNN

**Crea Madrid Nuevo Norte (CMNN).**

Desde nuestro anterior informe no hemos realizado cambios en nuestra valoración de este activo salvo por el desembolso realizado por GSJ de 27 M euros para la adquisición de los terrenos a Adif (que lógicamente aumenta el valor del activo). Nuestra valoración de la participación de GSJ en CMNN es de 169 M euros, equivalente a 2,60 euros por acción.

Sigue sin haber una referencia clara de precio debido a que no se han producido transacciones en el ámbito. Es cierto que **la parte residencial ha mejorado su atractivo**, a la vista de la positiva evolución de precio de la vivienda o del excelente comportamiento en Bolsa en el último año de las promotoras residenciales en España con abundante suelo en cartera (Metrovacesa +30%, Neinor +35%), pero las perspectivas de generación de valor del suelo terciario no han cambiado, en nuestra opinión. Y recordamos que **CMNN tiene más mucha más exposición a terciario que a residencial** (en una proporción en metros cuadrados de c.80%/20%).

Madrid Nuevo Norte requiere de importantes inversiones en infraestructuras y urbanización para llegar a ser suelo finalista. Por ese motivo, hemos tomado como referencia la transacción que en su día GSJ realizó con Merlin Properties, siendo el valor de ésta el límite inferior del rango de valoración. Para el límite superior hemos aplicado una prima del +30% a ese valor. En ambos casos hemos añadido el importe de lo invertido en la compra de los terrenos a Adif de finales del año pasado (27 M euros).

- **Límite inferior de valoración.** Para determinar el valor de la transacción de 2019 con Merlin, que es el límite inferior de nuestro rango, hemos sumado a los 168,9 M euros en metálico desembolsados por ésta a GSJ (por el 14,46%) otros 9 M euros por el crédito concedido por Merlin (recordamos que se trata de un *bullet* a 20 años a un tipo del 2%, por debajo del precio de mercado). De esta manera, asignamos a la venta del 14,46% de DCN de octubre de 2019 un valor de 178 M euros (169+9). Aplicando dicha valoración al 10% de GSJ llegamos a 123 M euros. Entendemos que ésta es una valoración de mínimos toda vez que desde que GSJ cerró la transacción, en 2019, el ámbito ha cumplido hitos urbanísticos que han aumentado su valor de mercado. Por último, hemos añadido los 27 M euros mencionados por la compra de los terrenos para llegar **a un cifra para el límite inferior de 150 M euros.**
- **Para calcular el límite superior** aplicamos una prima del +30% al valor de la transacción de Merlin, explicada anteriormente, para llegar a 160 M euros. Aquí también hemos añadido los 27 M euros mencionados por la compra de los terrenos para llegar **a la cifra del límite superior de 187 M euros.**

### Concesiones.

Hemos revisado al alza un +41% la valoración de esta división, +19% a perímetro comparable. En el último año la cartera de concesiones ha aumentado de manera significativa (+77% interanual a Septiembre'25 hasta 332 M euros) gracias a la contratación del establecimiento penitenciario de Talca en la región del Maule en Chile. Esta es una concesión para la habilitación, operación y mantenimiento de la infraestructura por un periodo de 15 años. Las otras concesiones relevantes son dos hospitales y en Chile.

El rango de valoración es de 5x a 7x EBITDA para los activos que están en operación y la mejora es debida a la propia mejora del EBITDA generado en 2024. En términos de equity invertido el múltiplo implícito de nuestra valoración es de 1,3x. Adicionalmente, hemos incluido el equity invertido en el penitenciario de Talca (a 1,0x). En los últimos años se han realizado diversas transacciones como la venta de Urbaser (servicios urbanos) por parte de ACS a 8,75x EBITDA, Por su parte, FCC vendió un 25% de su negocio de servicios medioambientales a 8x, mientras que Sacyr vendió su servicio de *facility management*, con menor valor añadido, a un múltiplo de 6,4x (la parte de servicios medioambientales fue vendida a 8,9x EBITDA).

### Energía.

GSJ cuenta con una cartera contratada de 283 M euros en este negocio que se materializará en mayor actividad del Grupo a lo largo de unos 23 años.

Hemos recortado nuestra valoración de este negocio un -12% por el retraso en el desarrollo del parque eólico en Galicia, por el transcurso del tiempo en el activo regulado (la planta de Jaén) y por ajustar el resto de activos a las valoraciones de las cotizadas (Acciona Energía cotiza 7x EBITDA'25e, 10x EBITDA'26e).

El parque eólico en Galicia no acaba de arrancar

GSJ tiene 3 activos energéticos. La ya mencionada planta **fotovoltaica regulada en la provincia de Jaén**, una planta de **poligeneración en Cataluña** y derechos para promover y operar un **parque eólico en Galicia**.

- Para valorar **la planta fotovoltaica de Jaén**, y dado que es un activo regulado, tomamos como referencia el Valor Neto del Activo (según referencia del BOE 8 de julio de 2023) y lo ajustamos en base a la perspectiva de reducción de valor tras dos años adicionales de utilización. Así, valoramos el activo en 17 M euros.
- **Planta de poligeneración de Cataluña**. Hemos revisado a la baja un -14% la valoración de este activo tras un último año en el que el beneficio operativo ha caído un -45% (aunque este año 2025 está recuperando buena parte de lo perdido). Aplicamos un múltiplo de entre 7x y 10x al EBITDA promedio 2019-2024 (que es de 1,1 M euros).
- Respecto a **los derechos sobre el parque eólico en Galicia** (c.28 MW en la provincia de Lugo), hemos decidió rebajar la valoración dado que el desarrollo no acaba de arrancar debido a las reclamaciones de grupos ecologistas, que han provocado la judicialización del proyecto. Así, aplicamos un descuento del -50% a nuestro anterior rango de 4,4 y 5,8 M euros, que a su vez se basa en un rango de múltiplos de 0,12x-0,16x respectivamente el valor estimado de desarrollo (c.36 M euros para todo el parque). En los últimos años el capex por MW ha subido desde 1,09 M euros/Mw (antes de la pandemia) hasta los 1,37 euros/Mw actuales. La nueva valoración es de 2,2-2.9 M euros.

En total, **valoramos el negocio de energía de GSJ entre 27 y 31 M euros** (en el punto medio representa el 6% de nuestra valoración de los activos del grupo, excluyendo la caja neta). Para los activos en operación el múltiplo de EBITDA implícito es de 8x y 10x en el rango bajo y alto respectivamente, alineado con las cotizadas del sector.

La tasación de la cartera inmobiliaria permanece básicamente plana frente al año pasado

**Activos inmobiliarios (excluyendo CMNN).**

Para valorar estos activos hemos tomado como referencia la última tasación publicada (junio'25) a la que le hemos aplicado un descuento en base a la tipología del activo. La tasación apenas ha registrado variaciones y tampoco lo hace nuestra valoración, que resulta de aplicar un rango de descuentos a las distintas tipologías de activos.

Entendemos que el descuento debe variar en función de las perspectivas de evolución de la tasación ajustada por el riesgo y de la liquidez o facilidad para vender el activo. En ese sentido, el sesgo de la cartera de GSJ a suelo inmaduro, activos retail, y a países como Argentina, penaliza la valoración.

**Nuestra estimación del valor de estos activos es de 105 M euros** (antes 106 M euros, equivalente al 19% de nuestra valoración de los activos del grupo, excluyendo la caja neta).

Estos activos no generan caja recurrente pero si **tienen un impacto relevante en la valoración**.

VALORACIÓN CARTERA DE ACTIVOS INMOBILIARIOS (no incluye CMNN)

	Valor tasado	Descuento sobre tasación		Valoración (M euros)		
	M euros	Mínimo	Máximo	Min	Max	Promedio
Promoción terminada	16	-60%	-40%	6	10	8
Activos de uso propio	28	-40%	-30%	17	20	18
Activos en renta	84	-60%	-40%	34	50	42
Suelo (no incluye CMNN)	98	-80%	-60%	20	39	29
Promoción en construcción	14	-60%	-40%	6	8	7
<b>Total</b>	<b>240</b>	<b>-66%</b>	<b>-47%</b>	<b>82</b>	<b>127</b>	<b>105</b>

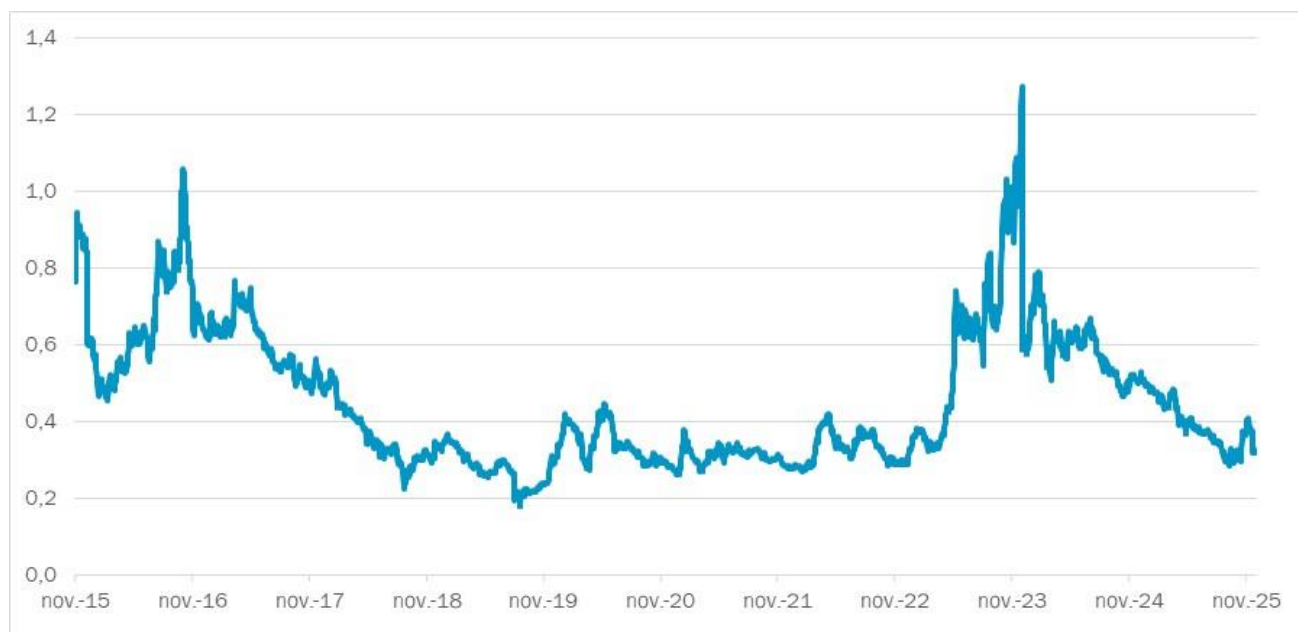
Fuente: GSJ, BS Análisis

Como ya hemos dicho anteriormente, valoramos la participación en CMNN por separado por lo que ésta no está incluida en la tabla anterior.

### Carlos Casado.

El valor en Bolsa, en euros, de la compañía agrícola/ganadera, participada por GSJ en un 52%, ha caído un -30% desde nuestro anterior informe de valoración. Así, valoramos su participación en 20 M euros vs 29 M euros el año pasado.

#### EVOLUCIÓN BURSÁTIL DE CARLOS CASADO (en dólares)



Fuente: Bloomberg, BS Análisis

### Comercial Udra.

La evolución de la distribuidora mayorista de prendas deportivas y de moda de GSJ sigue siendo positiva, con una mejora del +16% del EBITDA en el último ejercicio hasta 3,6 M euros (margen 13,6%) con un BDI de 2,4 M euros. Valoramos Comercial Udra en un rango de 12 y 15 M euros (antes 10 y 14 M euros) en base a unos ingresos estimados de 20 M y 25 M euros (el promedio en el periodo 2019/2024 fue de 23,8 M euros) con margen del 12,0% (promedio de 12,6% en 2019/2024). Al EBITDA resultante en ambos límites del rango le aplicamos un múltiplo de 5x. Dado que Udra tenía una posición neta de tesorería a diciembre'24 (no tenemos datos a 1S'25) la valoración en términos **de PER sería de 5x/6x** en el límite inferior y superior respectivamente (sobre el beneficio promedio de los últimos 4 años). La valoración puede parecer conservadora pero el negocio de distribución textil tiene un componente cíclico, entre otras cosas por el riesgo moda que asume el distribuidor. Adicionalmente, creemos que existen una serie de amenazas que restan visibilidad sobre la evolución del negocio a largo plazo, como el aumento de la penetración de las ventas online y el efecto que esto pueda tener en el poder de negociación de los intermediarios frente a clientes y proveedores.

### Otros activos.

También incluimos en nuestra valoración otros activos periféricos como la participación en Madrid Affordable Housing, Bodegas Altanza, Oryzon Genomics y otros. El valor de esta partida ha aumentado significativamente con la inclusión de Nueva Marina Real Estate. En su conjunto todas las participaciones están contabilizadas en balance por 14,4 M euros a junio'25.

Ajustes.

- Como es habitual, hemos realizado una serie de ajustes (con impacto tanto positivo como negativo) para afinar la valoración:
- Aplicamos un **descuento por holding y baja liquidez** del -10% a la suma total del valor de los activos debido a que, en base a nuestra experiencia, creemos que **el mercado no está dispuesto a pagar el 100% del valor de la suma de las partes de un conglomerado**, como GSJ.
  - **Activos y pasivos por impuestos diferidos.** El saldo neto de esta partida (+5 M euros) tiene un efecto positivo por el ahorro de impuestos futuro. No hemos incluido los ahorros fiscales futuros (contingentes) que podrían derivarse del resto de bases imponibles negativas que tiene la compañía.
  - **Ajustes por provisiones y circulante.** Hemos restado a la valoración el importe de las provisiones en balance a junio'25. Adicionalmente, hemos realizado un ajuste para recortar el impacto positivo en la posición de tesorería del exceso de pasivo circulante a junio'25 (por el aumento de los anticipos, que han pasado de 170 M euros a Dic'24 a 213 M euros a Jun'25). Así, con la rebaja aplicada el circulante operativo sobre ingresos en el negocio de construcción estaría en unos niveles similares a la media histórica (de c.21% vs 25% a junio'25).

7. ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD

Incluso asumiendo que los activos inmobiliarios (ex CMNN) valen cero existe potencial

Dado que GSJ es la suma de distintos activos de diversa índole, se puede realizar un análisis de sensibilidad a diferentes variables.

En primer lugar, hemos analizado la sensibilidad a la valoración del negocio de Construcción (en base a los ingresos en recurrencia) y de los activos inmobiliarios (ex CMNN). Como se puede observar en la tabla a continuación, incluso en un escenario de valor inmobiliario cero (descuento del -100% frente a valor tasado) el P.O. seguiría siendo superior al precio de mercado.

ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD

		Descuento activos inmobiliarios sobre la tasación				
		-100%	-75%	-56%	-25%	0%
Ingresos Recurrentes Construcc. (M €)	800	8,05	8,88	9,50	10,54	11,37
	900	8,25	9,08	9,69	10,74	11,57
	1.000	8,44	9,27	9,89	10,93	11,76
	1.100	8,63	9,46	10,08	11,12	11,95
	1.200	8,83	9,66	10,27	11,32	12,15
	1.300	9,02	9,85	10,47	11,51	12,34
	1.400	9,21	10,04	10,66	11,71	12,54

Fuente: BS Análisis

También mostramos la sensibilidad a distintos múltiplos de EBITDA en el negocio de construcción, junto con distintas valoraciones de su participación del 10% en la sociedad CMNN (operación Chamartín).

ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD

		Valor participación en CMNN (M €)				
		95	126	169	211	263
Múltiplo EBITDA Construcción	2,0	8,15	8,58	9,17	9,75	10,48
	2,5	8,45	8,89	9,47	10,05	10,78
	3,0	8,76	9,19	9,78	10,36	11,09
	3,5	9,06	9,50	10,08	10,66	11,39
	4,0	9,36	9,80	10,39	10,97	11,70
	4,5	9,67	10,11	10,69	11,27	12,00
	5,0	9,97	10,41	10,99	11,58	12,31

Fuente: BS Análisis

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

**La acción todavía cotiza lejos de lo que sugiere la suma de nuestra estimación de los distintos activos de la compañía.** Solamente la posición de caja neta (ajustada por las provisiones y exceso de circulante) equivale a 3,17 euros/acc. frente a un precio de mercado de 7,41 euros (a cierre de este informe).

En nuestra opinión, la razón de **este descuento podría deberse a su reducida, aunque creciente, liquidez** (con un volumen medio diario negociado en el último año de tan solo 61.000 títulos, equivalente al 0,1% de las acciones de la compañía), a la estructura de holding o a la distribución de la masa accionarial (donde dos familias controlan la compañía).

Creemos que el mercado vería con buenos ojos la venta de los activos que menor encaje estratégico tienen y el reparto de un dividendo más alto.

8. RATIOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES

Los comparables no son muy representativos, pero GSJ cotiza a múltiplos más bajos.

Las ratios de valoración y márgenes de las grandes constructoras nacionales e internacionales **no son comparables entre si** porque realmente no hay constructoras “puras” y los mix de negocios, inversiones y geográficos son dispares. Las grandes empresas del sector están muy diversificadas hacia otros negocios para mitigar el riesgo de construcción. Así, por ejemplo, empresas como Sacyr, Ferrovial o Vinci derivan la mayor parte de su valoración de un negocio de concesiones. Por otro lado, incluso dentro de aquellas compañías con gran peso en concesiones, los múltiplos y márgenes serán muy distintos en función de la tipología y de si éstas son concesiones jóvenes o maduras. En el caso de GSJ, en la valoración tienen mucho peso activos que no generan EBITDA (prácticamente todos los suelos y terrenos, incluyendo la participación en CMNN, y los derechos de promoción de eólica) por lo que los múltiplos de beneficios tienen una utilidad reducida.

Dicho esto, en la tabla a continuación se puede observar que GSJ tiene unos múltiplos de valoración más atractivos (con la excepción de la rentabilidad por dividendo, donde está por debajo). Si ajustáramos el numerador de las ratios EV/EBITDA y PER por el valor de los activos que no generan EBITDA ni beneficio neto respectivamente las ratios serían sustancialmente más bajas lo que da una idea del valor oculto en la acción.

RATIOS DE COMPARABLES														
Compañía	País	Capitaliz. (M euros)	Mg. EBITDA 2025e	Ingresos TACC'24-27e	EV/EBITDA (*)		PER		Rentab. Dividendo		DFN/ EBITDA 2025e	ROE (%) 2025e		
					2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e				
GSJ (*)	España	482	5,3%	1,8%	1,0x	1,8x	13,3x	11,7x	0	2,4%	2,4%	0	-4,0	17,0%
ACS	España	23.200	6,2%	12,3%	8,1x	7,4x	27,9x	24,0x	2,7%	2,9%	0,4x	17,1%		
Acciona	España	9.677	13,6%	4,0%	7,1x	7,4x	15,7x	23,3x	3,2%	3,3%	2,8x	12,9%		
FCC	España	5.326	16,1%	5,2%	6,0x	5,8x	14,3x	13,1x	5,0%	5,3%	1,8x	10,6%		
OHLA	España	495	4,3%	5,4%					0,0%	0,0%	-3,2x	-1,6%		
Sacyr	España	2.983	29,8%	3,7%	7,9x	7,8x	21,6x	17,7x	2,9%	3,4%	4,9x	11,7%		
Bouygues	Francia	16.669	8,9%	1,3%	4,9x	4,7x	14,9x	12,3x	4,7%	4,8%	1,2x	8,6%		
Eiffage	Francia	11.897	16,3%	4,5%	5,7x	5,5x	12,2x	10,8x	3,8%	4,2%	2,2x	14,3%		
Hochtief	Alemania	25.598	5,7%	13,2%	12,0x	10,7x	32,0x	27,5x	2,1%	2,6%	0,5x	58,6%		
Skanska	Suecia	10.357	5,3%	5,9%	9,6x	8,1x	16,6x	13,8x	3,8%	4,2%	-1,3x	9,9%		
Vinci	Francia	70.315	18,1%	3,5%	7,0x	6,8x	14,5x	13,0x	4,0%	4,4%	1,5x	15,7%		
MEDIA (ex GSJ)			12,4%	5,9%	7,0x	6,5x	18,9x	17,3x	3,2%	3,5%	1,1x	15,8%		

(\*) El EV de GSJ de esta tabla tiene la deuda ajustada por provisiones, por lo que podría no coincidir con otras tablas de este informe  
Fuente: Bloomberg, BS Análisis

La acción ha tenido un excelente comportamiento en los últimos dos años

La acción ha tenido un excelente comportamiento en los últimos 12 meses, +61% incluyendo el pago del dividendo del pasado mes de mayo (según Bloomberg el IBEX ha subido un +49% en el mismo periodo).



Fuente: Bloomberg



## 9. DATOS FINANCIEROS

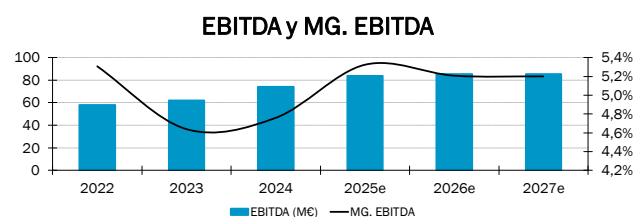
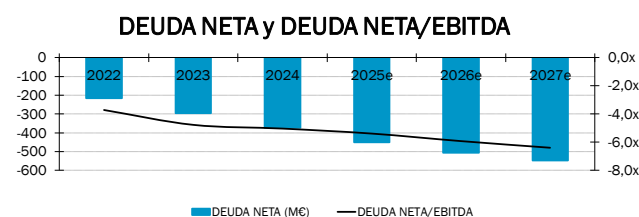
PERDIDAS Y GANANCIAS	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 24/27
<b>Ventas</b>	1.092,2	1.335,8	1.557,8	1.574,8	1.642,5	1.643,0	<b>1,8%</b>
Crec%	17,7%	22,3%	16,6%	1,1%	4,3%	0,0%	
<b>EBITDA</b>	58,0	62,0	74,1	83,8	85,5	85,4	<b>4,8%</b>
Crec%	6,6%	7,0%	19,6%	13,1%	2,0%	-0,1%	
Margen EBITDA	5,3%	4,6%	4,8%	5,3%	5,2%	5,2%	
<b>EBIT</b>	32,4	38,8	48,6	53,8	60,5	60,4	<b>7,5%</b>
Crec%	-5,1%	19,7%	25,1%	10,8%	12,5%	-0,2%	
Margen EBIT	3,0%	2,9%	3,1%	3,4%	3,7%	3,7%	
<b>Puesta en Equivalencia</b>	-0,6	-0,6	-0,6	-0,8	-0,8	-0,8	<b>9,8%</b>
<b>Gastos financieros netos</b>	-6,6	-6,3	-0,5	0,0	0,0	0,0	<b>-100,0%</b>
<b>Impuestos</b>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	<b>n.a.</b>
Tasa Impositiva (%)	39,2%	32,8%	31,8%	32,0%	32,0%	32,0%	
<b>Minoritarios</b>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>BDI</b>	15,4	21,4	32,4	36,1	40,6	40,5	<b>7,7%</b>
<b>BDI Ajustado</b>	18,8	29,2	37,8	39,1	43,1	43,5	<b>4,9%</b>
Nº Accs medio	65,0	65,0	65,0	65,0	65,0	65,0	
BPA	0,24 €	0,33 €	0,50 €	0,55 €	0,62 €	0,62 €	<b>7,7%</b>
Crec%	11,1%	39,1%	51,4%	11,2%	12,6%	-0,2%	
BPA Ajust.	0,29 €	0,45 €	0,58 €	0,60 €	0,66 €	0,67 €	<b>4,9%</b>
Crec%	-11,8%	55,2%	29,1%	3,4%	10,4%	1,0%	
<b>DPA</b>	0,10 €	0,10 €	0,15 €	0,18 €	0,18 €	0,18 €	<b>6,3%</b>
Payout (%)	46,9%	42,2%	45,5%	36,1%	32,5%	28,8%	
Yield (%)	2,4%	2,7%	2,9%	2,7%	2,7%	2,7%	
Yield incluyendo Recompras (%)	2,4%	2,7%	2,9%	2,7%	2,7%	2,7%	
<b>Capex</b>	14,7	16,3	46,3	17,0	16,5	16,0	<b>-29,8%</b>

FLUJOS DE TESORERIA (M euros)	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 24/27
<b>BDI</b>	15,4	21,4	32,4	36,1	40,6	40,5	<b>7,7%</b>
+Amortizaciones	25,5	23,2	25,5	30,0	25,0	25,0	<b>-0,7%</b>
-Variación Circulante Neto	1,2	-51,7	-77,3	-39,3	-16,2	-0,1	<b>-88,4%</b>
-Total Inversiones brutas	14,7	16,3	46,3	17,0	16,5	16,0	<b>-29,8%</b>
+/- Desinversiones y otros Ajustes	-5,4	110,4	153,1	79,4	33,3	1,0	<b>-81,1%</b>
<b>Cash Flow Libre Operativo</b>	22,0	86,9	87,4	89,2	66,2	50,5	<b>-16,7%</b>
-Dividendos y Recompras de acc.	6,5	6,5	9,8	11,7	11,7	11,7	<b>6,3%</b>
<b>Cash Flow Libre (después de dividendos)</b>	15,5	80,4	77,7	77,5	54,5	38,8	<b>-20,7%</b>

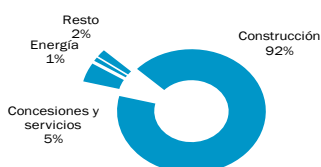
BALANCE (M Euros)	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 24/27
<b>Activo fijo</b>	113,3	110,0	120,8	120,8	125,3	129,3	<b>2,3%</b>
<b>Circulante neto</b>	19,3	105,5	150,5	136,4	156,3	155,5	<b>1,1%</b>
% circulante neto / Ventas	1,8%	7,9%	9,7%	8,7%	9,5%	9,5%	
<b>Patrimonio neto atribuible</b>	142,3	145,8	183,7	208,1	237,0	265,8	<b>13,1%</b>
<b>Minoritarios</b>	32,1	35,5	34,5	34,5	34,5	34,5	<b>0,0%</b>
<b>Deuda Neta (caja neta)</b>	-215,2	-295,7	-373,3	-450,8	-505,2	-544,0	<b>13,4%</b>
Deuda Neta / Equity	-1,2x	-1,6x	-1,7x	-1,9x	-1,9x	-1,8x	
Deuda Neta / EBITDA	-3,7x	-4,8x	-5,0x	-5,4x	-5,9x	-6,4x	
<b>ROE</b>	11,6%	16,4%	18,9%	17,0%	16,8%	15,2%	
<b>ROCE</b>	-150,3%	-59,7%	-33,2%	-24,9%	-22,1%	-20,1%	

RATIOS DE MERCADO	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
<b>EV/Ventas</b>	0,08x	-0,01x	0,00x	0,01x	-0,02x	-0,05x
<b>EV/EBITDA</b>	1,50x	-0,25x	-0,01x	0,19x	-0,45x	-0,91x
<b>PER</b>	17,53x	12,63x	11,53x	13,25x	11,77x	11,78x
<b>PER Ajustado</b>	14,33x	9,25x	9,90x	12,23x	11,08x	10,97x
<b>P/CF</b>	11,01x	8,13x	8,03x	9,01x	9,08x	9,09x
<b>P/VC</b>	1,55x	1,49x	1,71x	1,97x	1,76x	1,59x
<b>FCF Yield</b>	8,2%	35,6%	25,9%	20,6%	15,3%	11,7%

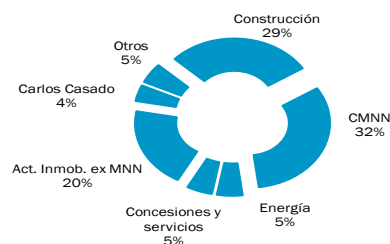
## 10. DATOS OPERATIVOS



### INGRESOS POR ACTIVIDAD 2025e



### VALOR EMPRESA ESTIMADO



## Dirección Análisis

### Assistants

Ana Torrente: [TorrenteA@bancsabadell.com](mailto:TorrenteA@bancsabadell.com)  
Eamon Donoghue: [DonoghueE@bancsabadell.com](mailto:DonoghueE@bancsabadell.com)  
Concha Galán: [GalanC@bancsabadell.com](mailto:GalanC@bancsabadell.com)

### Director Análisis

Nicolás Fernández: [FernandezNi@bancsabadell.com](mailto:FernandezNi@bancsabadell.com)

### Financieras

M.ª Paz Ojeda: [OjedaM@bancsabadell.com](mailto:OjedaM@bancsabadell.com)  
Javier Esteban: [EstebanJ@bancsabadell.com](mailto:EstebanJ@bancsabadell.com)

### Utilities, gas y energía

Álvaro del Pozo: [Alvaro.DelPozo@bancsabadell.com](mailto:Alvaro.DelPozo@bancsabadell.com)  
Virginia Romero: [RomeroVi@bancsabadell.com](mailto:RomeroVi@bancsabadell.com)  
Andrés Bolumburu: [BolumburuA@bancsabadell.com](mailto:BolumburuA@bancsabadell.com)

### TMTs

Álvaro del Pozo: [Alvaro.DelPozo@bancsabadell.com](mailto:Alvaro.DelPozo@bancsabadell.com)  
Andrés Bolumburu: [BolumburuA@bancsabadell.com](mailto:BolumburuA@bancsabadell.com)

### Industriales

Óscar Rodríguez: [RodriguezOsc@bancsabadell.com](mailto:RodriguezOsc@bancsabadell.com)  
Luis Arredondo: [ArredondoL@bancsabadell.com](mailto:ArredondoL@bancsabadell.com)  
Andrés Bolumburu: [BolumburuA@bancsabadell.com](mailto:BolumburuA@bancsabadell.com)

### Farmacia, química y papeleras

Luis Arredondo: [ArredondoL@bancsabadell.com](mailto:ArredondoL@bancsabadell.com)  
Andrés Bolumburu: [BolumburuA@bancsabadell.com](mailto:BolumburuA@bancsabadell.com)  
Rafael Bonardell: [BonardellR@bancsabadell.com](mailto:BonardellR@bancsabadell.com)

### Construcción, materiales de construcción, inmobiliarias y REITS

Ignacio Romero: [RomeroIgnacio@bancsabadell.com](mailto:RomeroIgnacio@bancsabadell.com)  
Luis Arredondo: [ArredondoL@bancsabadell.com](mailto:ArredondoL@bancsabadell.com)

### Distribución, retail, logística, alimentación y bebidas

Ignacio Romero: [RomeroIgnacio@bancsabadell.com](mailto:RomeroIgnacio@bancsabadell.com)  
Arancha Piñeiro: [PineiroA@bancsabadell.com](mailto:PineiroA@bancsabadell.com)  
Rafael Bonardell: [BonardellR@bancsabadell.com](mailto:BonardellR@bancsabadell.com)

### Hoteles, transportes y autopistas

Rafael Bonardell: [BonardellR@bancsabadell.com](mailto:BonardellR@bancsabadell.com)

### Derivados, Técnico y Cuantitativo

Diego Ferrer: [FerrerDiego@bancsabadell.com](mailto:FerrerDiego@bancsabadell.com)

### Equipo Small&Medium

Javier Esteban: [EstebanJ@bancsabadell.com](mailto:EstebanJ@bancsabadell.com)  
Ignacio Romero: [RomeroIgnacio@bancsabadell.com](mailto:RomeroIgnacio@bancsabadell.com)  
Luis Arredondo: [ArredondoL@bancsabadell.com](mailto:ArredondoL@bancsabadell.com)  
Andrés Bolumburu: [BolumburuA@bancsabadell.com](mailto:BolumburuA@bancsabadell.com)

### Equipo Eurostoxx50

Óscar Rodríguez: [RodriguezOsc@bancsabadell.com](mailto:RodriguezOsc@bancsabadell.com)  
Arancha Piñeiro: [PineiroA@bancsabadell.com](mailto:PineiroA@bancsabadell.com)  
Álvaro del Pozo: [Alvaro.DelPozo@bancsabadell.com](mailto:Alvaro.DelPozo@bancsabadell.com)  
Rafael Bonardell: [BonardellR@bancsabadell.com](mailto:BonardellR@bancsabadell.com)

### Equipo ESG

Virginia Romero: [RomeroVi@bancsabadell.com](mailto:RomeroVi@bancsabadell.com)

### Estrategia de Renta Variable y Estrategia de Crédito

Glen Spencer Chapman: [chapmang@bancsabadell.com](mailto:chapmang@bancsabadell.com)  
Diego Ferrer: [FerrerDiego@bancsabadell.com](mailto:FerrerDiego@bancsabadell.com)  
Diego Fernández: [FernandezDi@bancsabadell.com](mailto:FernandezDi@bancsabadell.com)  
Virginia Romero: [RomeroVi@bancsabadell.com](mailto:RomeroVi@bancsabadell.com)  
Israel González: [israel.gonzalez@bancsabadell.com](mailto:israel.gonzalez@bancsabadell.com)  
Álvaro Ferrero: [FerreroAl@bancsabadell.com](mailto:FerreroAl@bancsabadell.com)  
Pablo Esteve: [EstevePJ@bancsabadell.com](mailto:EstevePJ@bancsabadell.com)

### Specialist Sales

Ana Haddad: [HaddadA@bancsabadell.com](mailto:HaddadA@bancsabadell.com)  
Manuel Yagüez: [YagueezM@bancsabadell.com](mailto:YagueezM@bancsabadell.com)  
Pedro Álvarez: [AlvarezPe@bancsabadell.com](mailto:AlvarezPe@bancsabadell.com)

### Agentes

Eduardo de la Fuente: [Eduardo\\_delafuente@agentes.bancsabadell.com](mailto:Eduardo_delafuente@agentes.bancsabadell.com)

**Disclaimer sin asesoramiento de inversión**  
**Sistema de recomendaciones:**

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

El periodo al que se refiere la recomendación y la valoración presentada en el informe tiene una validez de 12 meses. La valoración está basada en hipótesis razonables sobre diversas variables en la fecha de publicación y en modelos de valoración propios disponibles en las bases de datos de la Dirección de Análisis y que pueden incluir desde el descuento de flujos de caja, a una suma de partes, comparación de ratios, descuento de dividendos y otros métodos comúnmente aceptados. La información relevante acerca de modelos propios utilizados en la recomendación de valores en esta comunicación se encuentra disponible a través de la Dirección de Análisis. Para acceder a más información acerca de dichos modelos propios puede ponerse en contacto con la Dirección (email: [bsanalisisinfo@bancsabadell.com](mailto:bsanalisisinfo@bancsabadell.com)). La evolución posterior del precio de cotización de la compañía o de alguna de esas variables (como por ejemplo: cambios sobrevenidos en tipos de interés, tipos de cambio, precios de materias primas, y otras variables que pueden ser tanto específicas de la compañía, como generales de su sector) podría motivar un cambio de recomendación y/o valoración que se reflejaría mediante un nuevo informe de análisis, para lo que no hay un calendario de revisiones específico previsto.

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

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

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

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

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

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

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

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

Durante los 12 meses precedentes a la elaboración del presente informe, Banco Sabadell ha participado en operaciones de colocación y aseguramiento de emisiones de renta variable o renta fija de las siguientes Compañías objeto de Análisis por la Dirección de Análisis de Banco Sabadell: Acciona, Acciona Energía, ACS, Aedas Homes, Amper, Banco Santander, BNP Paribas, CAF, Cellnex, CIE, Ence, FCC, Fluidra, Greening, ING Bank, Inmobiliaria Colonial, Merlin Properties, Metrovacesa, Repsol, Sacyr, Sociéte Générale, Solaria, Talgo, Telefónica y Unicredit.

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

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

Los siguientes miembros del Consejo de Administración de la entidad son a su vez Consejeros independientes de las siguientes sociedades cotizadas analizadas por la Dirección de Análisis de Banco Sabadell: Doña Aurora Catá Sala de Repsol. Don George Donald Johnston de Acerinox y Merlin. Don David Vegara Figueras de Amadeus. Doña Mª José García Beato de ACS. Don Pere Viñolas Serra de Colonial. Don Josep Olliu Creus de Puig Brands. Doña Ana Colonques García-Planas de Iberdrola. Ningún Consejero del Banco tiene una relación comercial relevante con la(s) Compañía(s) objeto de análisis en este informe.

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

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

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

El Banco no realiza actividades de difusión de este informe en los EE.UU. ni dispone de autorización al efecto.

A 8 de julio de 2022, Banco de Sabadell, S.A. es titular, directa o indirectamente de al menos un 3% del capital social de las siguientes compañías cuyas acciones están admitidas a negociación en algún mercado organizado y que pueden ser objeto de análisis en el presente informe: GRUPO GREENING 2022, S.L. Adicionalmente, Banco de Sabadell, S.A. o entidades vinculadas pueden tener financiación concedida a alguno de los emisores mencionados en el presente informe

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