

ANÁLISIS Y MERCADOS

Neinor Homes

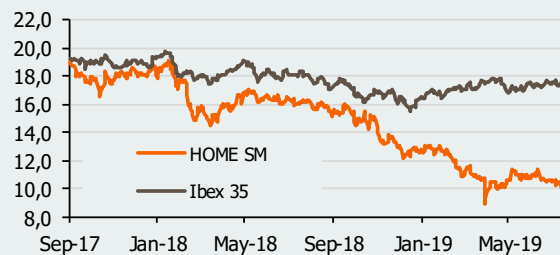
Neutral

Buenos resultados operativos en 1H19. NAV -4,4% hasta 16,77€/acción

Datos a 25 de julio de 2019 a las 18:00

Ult. Cierre (€)	10.44	Nº acciones (Mn)	79.0	
Precio objetivo (€)	11.5	Capitalización(Mn€)	824.8	
Potencial (%)	10.3	Vol. Diario. (Mn€)	2.8	
Ticker Bloomberg	HOME SM	Free-float (%)	38.0	
(Mn€)	2018	2019e	2020e	2021e
Bº neto atribuible	50.0	51.6	84.8	134.2
% inc.	n.a.	3.3	64.4	58.2
EBITDA	59.6	70.7	104.6	165.4
% inc.	616.9	18.7	47.9	58.1
BPA (€)	0.63	0.65	1.07	1.70
% inc.	n.a.	3.3	64.4	58.2
DPA (€)	0.00	0.00	0.75	1.19
% inc.	n.a.	n.a.	n.a.	58.2
PER (x)	20.6	16.0	9.7	6.1
VE/EBITDA	21.7	16.2	11.1	5.8
Rentab. divdo.	0.0	0.0	7.2	11.4
P/V (x)	1.3	1.1	1.0	0.9

Evolución bursátil (€)



Comportamiento (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	-2.2	4.0	-35.0
Relativo	-3.7	6.3	-30.7

Fuente: Bloomberg y Bankinter Securities Research

Buenos resultados operativos en 1H19, eclipsados por la rebaja del NAV hasta 16,77€/acción.

Neinor Homes ha entregado 379 unidades por valor de 136.1Mn€ en 1H19 (359.103€ por unidad), con un margen bruto del 29%, ambos en línea con las previsiones para final de año. Esto, unido al negocio de servicios y las ventas de activos legacy, lleva a unos ingresos totales de 162Mn€ en 1H19 (vs. 78,9Mn€ en 1H18), un **EBITDA ajustado de 25,7Mn€ en 1H19 (vs. 2,3Mn€ en 1H18)** y un beneficio neto de 12,4Mn€ en 1H19 (vs. -8,2Mn€ en 1H18). La **deuda financiera neta se mantiene prácticamente sin cambios** en 345,9Mn€. El **NAV de la compañía se redujo hasta 16,77€/acción** a junio de 2019 frente a 17,55€/acción anterior. [Link a la presentación de resultados.](#)

Mantenemos nuestras estimaciones en la parte baja del rango esperado por la compañía.

La compañía mantiene sus estimaciones de ventas para el periodo 2019-2021. Dichas estimaciones parecen alcanzables teniendo en cuenta que ya están prevendidas el 90% de las entregas previstas para 2019 y el 55% de 2020. La buena noticia este trimestre es que las ventas de 2021 podrían alcanzar la parte alta del rango esperado por la compañía (2,400-2,750 viviendas), dado que el nivel de preventas es del 30% y el 89% de las unidades están ya en fase de construcción. A pesar de ello, **mantenemos nuestras estimaciones en la parte baja del rango esperado por la compañía** y esperamos que el nivel de entregas sostenible a futuro se reduzca a 2.000 unidades al año.

Recomendación Neutral con un precio objetivo de 11,5€/acción.

Aunque la compañía ofrece un potencial atractivo frente a nuestro **precio objetivo (11,5€/acción)**, existen incertidumbres a resolver en los próximos trimestres: 1) cumplimiento del plan de negocio; 2) la duración del ciclo residencial en España; y 3) los mayores costes de construcción. A esto hay que sumarle las dudas sobre posibles rebajas de valoración de activos adicionales a las vistas en este trimestre. Por tanto, nuestra recomendación es **Neutral**.

Juan Moreno

Valoración

Cuadro 1. Valoración DCF Neinor Homes

(Mn€)	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	Residual value
NOPAT	84,8	134,2	131,1	109,7	100,7	84,3	75,9	61,9	63,1	64,4	65,7	
A&D	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Cambio en WC	-122,7	134,1	141,9	115,4	56,5	36,4	38,1	25,0	-10,3	-2,2	3,7	
Existencias vendidas	367,2	528,8	561,8	527,2	552,7	496,8	520,3	551,4	562,4	573,6	585,1	
Compras de suelo	-50,2	-61,5	-60,8	-76,8	-148,9	-159,8	-176,0	-214,1	-254,3	-251,0	-232,7	
Capex	-461,3	-335,9	-355,2	-333,8	-340,2	-302,2	-307,7	-313,9	-320,2	-326,6	-350,4	
Cambio en preventas	21,6	2,7	-3,9	-1,2	-7,2	1,6	1,6	1,7	1,7	1,7	1,8	
Otras variaciones WC	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Flujo de caja libre	-37,9	268,3	273,0	225,1	157,1	120,7	114,0	86,9	52,8	62,2	69,4	778,8

Enterprise value 2019e	1.129,7
DFN 2019e	-392,1
Caja no disponible 2019e	67,9
Minoritarios	0,0
Créditos fiscales	47,3
Valor Equity 2019e	852,8
Número de acciones	79,0
Autocartera 2019e (Mn acc.)	-5,0
Precio Objetivo (€/acción)	11,52

Fuente: Análisis y Mercados Bankinter

Cuadro 2. Análisis de sensibilidad

WACC / G	0%	0,50%	1%	1,50%	2%
8%	13,9	14,2	14,6	15,0	15,5
9%	12,4	12,6	12,9	13,2	13,5
10%	11,2	11,3	11,5	11,7	12,0
11%	10,1	10,3	10,4	10,6	10,7
12%	9,3	9,4	9,5	9,6	9,7

Fuente: Análisis y Mercados Bankinter

Método de Valoración

Valoramos Neinor Homes a través de un descuento de flujos de caja. Nuestro precio objetivo es para Diciembre de 2019.

Principales asunciones

En nuestro escenario base utilizamos una WACC del 10.0% y una G del 1% a partir del año 2031.

Cuadro 3. Cuenta de resultados

(Mn€)	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Cuenta de resultados						
Ventas	228.5	225.2	381.8	486.3	541.3	765.7
% inc.	-3.2	-1.5	69.5	27.4	11.3	41.5
Coste de las mercancías vendidas	-161.3	-163.9	-260.0	-333.2	-367.2	-528.8
Margen bruto	67.3	61.3	121.8	153.1	174.1	236.9
Costes de explotación	-48.1	-53.0	-62.2	-82.4	-69.5	-71.6
EBITDA	19.2	8.3	59.6	70.7	104.6	165.4
% inc.	-20.1	-56.7	616.9	18.7	47.9	58.1
Amortización del inmovilizado	-10.2	-5.2	-4.5	-0.2	-0.2	-0.2
EBIT	9.0	3.1	55.1	70.5	104.4	165.2
% inc.	n.a.	-65.3	n.a.	28.0	48.1	58.2
Resultado financiero	-4.9	-7.7	-10.9	-7.0	0.0	0.0
Puesta en equivalencia	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Otros resultados	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Beneficio antes de impuestos	4.1	-4.6	44.2	63.5	104.4	165.2
Impuesto de sociedades	-3.1	0.0	5.8	-11.9	-19.6	-31.0
Operaciones discontinuadas	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Minoritarios	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Beneficio neto atribuible	1.0	-4.6	50.0	51.6	84.8	134.2
% inc.	n.a.	n.a.	n.a.	3.3	64.4	58.2
BPA (€)	0.01	-0.06	0.63	0.65	1.07	1.70
% inc.	n.a.	n.a.	n.a.	3.3	64.4	58.2
DPA (€)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.75	1.19
% inc.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	58.2
Estado de flujo de caja						
Cash flow neto	11.2	0.6	54.5	51.8	85.0	134.4
% inc.	-51.9	-94.6	n.a.	-4.9	64.1	58.1
Variaciones de NOF	-67.7	-180.3	44.6	-59.2	-101.1	136.7
Capex	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Cash flow libre	-56.4	-179.7	99.1	-7.4	-16.1	271.1
Remuneración al accionista	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-59.4
Otras variaciones	-228.3	97.2	-25.0	-50.0	0.0	0.0
Variación de caja	-284.8	-82.5	74.1	-57.4	-16.1	211.8

Fuente: Compañía y Análisis y Mercados Bankinter

Cuadro 4. Balance y márgenes

(Mn€)	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Balance						
Activo fijo neto	15.2	4.7	10.3	10.1	9.9	9.7
Inmovilizado financiero	0.3	0.4	1.1	1.1	1.1	1.1
Necesidades operativas de fondos (NOF)	883.3	1,063.5	1,018.9	1,078.1	1,179.2	1,042.4
Otros activos/(pasivos) neto	-9.4	-5.4	9.1	9.1	9.1	9.1
Capital empleado	889.4	1,063.3	1,039.4	1,098.4	1,199.3	1,062.4
Recursos propios	631.0	722.4	772.7	774.3	859.1	933.9
Minoritarios	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Deuda financiera neta	258.4	340.8	266.8	324.2	340.2	128.4
Márgenes (%)						
Margen bruto/Ventas	29.4	27.2	31.9	31.5	32.2	30.9
EBITDA/Ventas	8.4	3.7	15.6	14.5	19.3	21.6
EBIT/Ventas	3.9	1.4	14.4	14.5	19.3	21.6
Ventas/Capital empleado	25.7	21.2	36.7	44.3	45.1	72.1
EBITDA/Capital empleado	2.2	0.8	5.7	6.4	8.7	15.6
ROCE	1.0	0.3	5.3	6.4	8.7	15.5
ROE	0.2	-0.6	6.5	6.7	9.9	14.4
Endeudamiento (x)						
Deuda financiera neta/Capital empleado	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.1
Deuda financiera neta/EBITDA	13.5	41.0	4.5	4.6	3.3	0.8
EBIT/Resultado financiero	1.8	0.4	5.1	10.1	n.a.	n.a.

Fuente: Compañía y Análisis y Mercados Bankinter

Cuadro 5. Accionistas principales

Adar Capital	28.7%
Bank of Montreal	5.2%
Julius Baer	4.9%
Kairos International	4.3%
KSAC	4.2%
King Street	3.9%

Fuente: Compañía y Análisis y Mercados Bankinter

Cuadro 6. Información de la compañía

Dirección:	Paseo de la Castellana, 20 28046 Madrid España
Página Web:	
Presidente:	Borja García-Egotxeaga
Director general corporativo:	Jordi Argemí
IR:	Juan Gómez Vega
0	

Fuente: Compañía y Análisis y Mercados Bankinter

Cuadro 7. Ratios de mercado

(€)	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
BPA (€)	0.01	-0.06	0.63	0.65	1.07	1.70
% inc.	n.a.	n.a.	n.a.	3.3	64.4	58.2
CFPA (€)	0.15	0.01	0.69	0.66	1.08	1.70
% inc.	-51.9	-94.9	n.a.	-4.9	64.1	58.1
DPA (€)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.75	1.19
% inc.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	58.2
VC/acción (€)	8.66	9.14	9.78	9.80	10.87	11.82
% inc.	-24.9	5.6	7.0	0.2	11.0	8.7
ROE (%)	0.2	-0.6	6.5	6.7	9.9	14.4
Precio (€)						
Máximo	n.a.	20.08	19.10	n.a.	-	-
Mínimo	n.a.	16.46	12.18	n.a.	-	-
Último	n.a.	18.30	13.00	10.44	10.44	10.44
PER (x)						
Máximo	-	-	30.2	-	-	-
Mínimo	-	-	19.3	-	-	-
Último	-	-	20.6	16.0	9.7	6.1
Relativo	n.a.	n.a.				
P/CF (x)						
Máximo	-	-	27.7	-	-	-
Mínimo	-	-	17.7	-	-	-
Último	-	-	18.9	15.9	9.7	6.1
Relativo	n.a.	n.a.				
Rent. Dividendo (%)						
Máxima	-	0.0	0.0	-	-	-
Mínima	-	0.0	0.0	-	-	-
Última	-	0.0	0.0	0.0	7.2	11.4
Relativo	n.a.					
P/VC (x)						
Máximo	-	2.2	2.0	-	-	-
Mínimo	-	1.8	1.2	-	-	-
Último	-	2.0	1.3	1.1	1.0	0.9
Relativo	n.a.					

Fuente: Compañía y Análisis y Mercados Bankinter

INFORMACIÓN IMPORTANTE

Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website: <https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis> de valoración más frecuentemente aplicadas en nuestro análisis de compañías son las siguientes (lista no exhaustiva): VAN FCF, Descuento de Dividendos, Neto Patrimonial, ratios comparables, Valor Neto Liquidativo, Warranted Equity Value, PER teórico,

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos

NOTAS DE COMPAÑÍAS PUBLICADAS EN LOS ÚLTIMOS 30 DÍAS:

Todas nuestras notas de compañías se encuentran disponibles en: [Link a informes de compañías,](#)

EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada – Director	Rafael Alonso – Bancos	Marisa Mazo – Bancos	Pedro Echeguren – Farma & Salud
Javier Hombria – <i>Telecos</i>	Ana de Castro – Seguros	Aránzazu Bueno – Eléctricas	Juan Tuesta – Construcción & Tecnología
Pilar Aranda – Petróleo	Aránzazu Cortina – Industriales	Esther Gutiérrez de la Torre – Autos	Elena Fernández – Trapiella – Consumo
Juan Moreno – Inmobiliarias	Luis Piñas – Consumo		

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por todo el equipo:

Macroeconomía

Estrategia de Inversión

Bonos

Divisas

Fondos de Inversión

ETFs

Carteras Modelo de Fondos de Inversión y de Renta Variable.