

Fuente: Implenia

I Resumen ejecutivo

I DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

Implenia AG es un **proveedor de servicios de construcción e inmobiliarios que opera principalmente en Suiza y Alemania**. La empresa se especializa en el desarrollo, la construcción y la gestión de edificios y proyectos de infraestructura especializados. Además, presta servicios de construcción de túneles e infraestructuras relacionadas en mercados internacionales seleccionados.

Con una sencilla suma de partes obtenemos un valor 70% superior a su capitalización actual.

Principales palancas de crecimiento:

Las unidades de negocio de la compañía se benefician de las favorables condiciones del mercado, mientras que los precios actuales de las acciones siguen reflejando un descuento significativo respecto al valor intrínseco estimado. Esta **diferencia de valoración** se atribuye **en gran medida a la escasa percepción del mercado sobre el potencial de crecimiento previsto a medio plazo**. Las proyecciones indican una aceleración gradual en los segmentos principales (Construcción e Ingeniería Civil) en consonancia con el crecimiento de la cartera de pedidos, mientras que se espera que los ingresos se queden rezagados debido a los ciclos de conversión prolongados asociados a proyectos cada vez más complejos que generan ingresos durante períodos más largos.

Implenia sigue una estrategia de crecimiento con bajo consumo de activos, orientada a mejorar la flexibilidad financiera y la rentabilidad del capital. Mediante la desinversión en unidades con alto consumo de capital, como su negocio de Servicios de Equipos y Tecnología en Austria, y la adquisición de empresas orientadas a servicios como Wincasa, Implenia se está **orientando hacia actividades escalables y de alto margen**. Este enfoque estratégico promueve un crecimiento sostenible con una reducción de la inversión de capital y una mayor eficiencia operativa. **El crecimiento se ve impulsado aún más por el desarrollo de áreas de negocio de alto margen mediante una combinación de iniciativas orgánicas, adquisiciones específicas, especialización sectorial y una mayor integración en la cadena de valor**.

Existe una brecha significativa en el mercado inmobiliario suizo y alemán debido a la combinación de una creciente demanda de vivienda y una oferta limitada. El crecimiento demográfico, el **aumento de la inmigración y la tendencia hacia hogares más pequeños han impulsado significativamente la demanda de vivienda**. Al mismo tiempo, la **oferta** se **enfrenta a desafíos como la disminución de la actividad constructora**[1] (desde 2023, los permisos de construcción han alcanzado su nivel más bajo en 11 años — un 8% menos que el año anterior y un 31% por debajo del promedio a largo plazo—, y aunque comenzaron a recuperarse a mediados de 2025, los retrasos significan que la oferta de viviendas seguirá siendo débil, especialmente porque las solicitudes de planificación volvieron a caer drásticamente en 2025) y los altos costes de construcción. Un **problema estructural clave** es la **limitada disponibilidad de suelo edificable**, impulsada por las políticas restrictivas de planificación territorial, en particular la Ley de Planificación Territorial revisada de 2014, que ha frenado la expansión de las zonas residenciales y reducido las oportunidades de nuevos desarrollos. Este desequilibrio ha provocado tasas de desocupación históricamente bajas[2] (1,00% del parque de viviendas disponible en junio de 2025, un 6,8% menos interanual, lo que supone el quinto descenso consecutivo de la tasa de desocupación) y el aumento de los alquileres en todo el país.

El aumento de la inversión pública alemana en infraestructura y vivienda representa una oportunidad para Implenia. Alemania ha anunciado un **plan integral de inversión** de **500.000 millones de EUR** que se implementará durante la próxima década para modernizar infraestructuras especialmente relevantes[3]. Como proveedor de servicios integrados de construcción e inmobiliarios, Implenia se encuentra en una posición privilegiada para beneficiarse de esta iniciativa de ampliación del gasto público, que se espera impulse la demanda en sus áreas de competencia clave: proyectos de infraestructura complejos, ingeniería civil y desarrollo urbano sostenible.

(1) Fuente: Bauinfo, UBS AM, Real Estate & Private Markets (REPM), Letzter Datenpunkt 4Q23 and Federal Statistical Office, Bauinfo; UBS Asset Management (GRA); November 2025; last data point: 3Q25

(2) Fuente: Bundesamt für Sozialversicherungen BSV, press release I 9 September 2025 and Federal Statistical Office, Empty Dwellings Census 2025

(3) Infraestructura ferroviaria, carreteras, transporte público, infraestructura digital y educación. Fuente: Die Bundesregierung, Gobierno Federal

II PRINCIPALES ÁREAS DE NEGOCIO

Actualmente, Implenia cuenta con tres divisiones:

1. **Edificación** (50,0% del EBIT total en 2025[1])
2. **Ingeniería Civil** (36,4%)
3. **Especialidades** (13,6%)

1. EDIFICACIÓN. Un contratista integral que ofrece servicios de consultoría, planificación, ingeniería y gestión de proyectos. Implenia es especialista con amplia experiencia en el diseño y la ejecución de proyectos complejos de nueva construcción y modernización, abarcando toda la cadena de valor, desde el análisis inicial hasta la entrega llave en mano. Opera en dos unidades de negocio:

a) Desarrollo inmobiliario

Desarrollo Inmobiliario compra terrenos, los urbaniza y los revende tras su desarrollo, generalmente a un precio considerablemente mayor, ya sea junto con un contrato de construcción o tras la construcción del nuevo edificio, pero siempre antes de que los inquilinos se instalen. Esto garantiza que la cartera inmobiliaria se contabilice a su valor de adquisición en el balance de Implenia y no a su valor de mercado. A diciembre de 2025, la diferencia era de más de 80 millones de CHF, lo que implica la misma cantidad de «reserva oculta». Además, la unidad de negocio de Desarrollo Inmobiliario también posee una participación del 14,3% en Cham Swiss Properties, una promotora inmobiliaria suiza líder, que también cotiza en la Bolsa de Valores de Suiza.

b) Construcción de edificios

La división de Edificación opera en Suiza y Alemania, con una distribución de ingresos de aproximadamente el 75% frente al 25% entre ambos países. Dado que Implenia persigue un enfoque sectorial diferenciado, su unidad de negocio de Edificación se centra en sectores como la sanidad (hospitales y laboratorios [que representan más del 20% de la cartera de pedidos de la división]), centros de datos y logística (que representan aproximadamente el 5% de la cartera de pedidos de la división), construcciones complejas de uso mixto (que representan aproximadamente el 15% de la cartera de pedidos de la división) e instalaciones de ocio (que representan más del 5% de la cartera de pedidos de la división). Además, también está presente en la construcción de edificios residenciales (representa aproximadamente el 30% de la cartera de pedidos de la división) y comerciales (representa más del 10% de la cartera de pedidos de la división). Implenia participa explícitamente en proyectos grandes y complejos y, por lo tanto, no se centra en la construcción de viviendas unifamiliares y multifamiliares de bajo margen. La base de clientes de la división es una mezcla equilibrada de entidades públicas y grandes corporaciones.

La empresa aspira ser lo más especializada posible y mantener una estructura ligera en cuanto a activos, contratando expertos externos y subcontratistas para manejar la construcción, posicionándose, así como un gerente de proyectos en lugar de una empresa de construcción tradicional, donde los márgenes suelen ser más bajos.

2. INGENIERÍA CIVIL. Proveedor de a) servicios de construcción de túneles en toda Europa, así como b) servicios de cimentaciones civiles y especiales en Suiza y Alemania. La empresa es reconocida como líder europeo en proyectos de túneles complejos y desafiantes. Estos proyectos ofrecen márgenes significativamente mayores en comparación con otras obras de ingeniería civil genéricas. En consecuencia, Implenia planea aumentar la proporción de proyectos de túneles de alto margen para mejorar la rentabilidad general de la empresa. Además, Implenia cuenta con una amplia experiencia en la construcción de puentes de vanguardia, así como en infraestructuras energéticas.

Los clientes de la división son principalmente entidades gubernamentales o vinculadas a ellas, lo que implica un riesgo de impago prácticamente nulo. Por lo general, la duración de los contratos suele ser mayor (más de 3 años) para la división, dada su unidad de negocio de túneles. A medida que Implenia aumenta su participación en proyectos de túneles, la cartera de pedidos ha ido en aumento y se prevé que siga aumentando en el futuro.

3. SOLUCIONES DE SERVICIOS. Proveedor de servicios para el sector de la construcción. Implenia integra experiencia especializada en ingeniería, planificación de proyectos y gestión de activos. Esto incluye los servicios de Wincasa, proveedor líder en Suiza en gestión inmobiliaria, que incluyen la gestión de centros y sitios de uso mixto, así como la gestión de la construcción. Todas las unidades de esta división operan con modelos de negocio orientados al mercado y con un bajo nivel de activos.

Implenia adquirió Wincasa por 171,6 millones de CHF en 2023 y contribuye significativamente al EBIT de la compañía. Al expandir el negocio de Wincasa, Implenia espera aumentar sus propios flujos de ingresos y eficiencia operativa. El EBIT de Wincasa antes de la amortización del PPA ascendió a 20,3 millones de CHF en 2024 (>10% de margen EBIT), lo que implica que Implenia ya pudo generar ~5 millones de CHF en sinergias dentro de un año y medio después de la adquisición. Dichas sinergias fueron principalmente ahorros de costos, como TI, RR. HH., marketing, costos de la función financiera, así como ahorros en alquiler.

(1) Excluyendo EBIT Corporativo (-7,6%)

Implenia espera 5 millones de CHF adicionales en sinergias de ingresos a más tardar en 2027. Se espera que dichas sinergias de ingresos sean: a) que Implenia proporcione a los clientes una oferta única de extremo a extremo, incluidos servicios de gestión inmobiliaria, una oferta pionera en su tipo en Suiza; y b) que Wincasa, que gestiona activos por valor de hasta 84.500 millones de francos suizos (un aumento del 4,2% con respecto al ejercicio fiscal de 2024) en propiedades en toda Suiza, tiene una visión clara de qué edificios requieren modernización o construcción de obra nueva a corto plazo. En consecuencia, Implenia contará con una ventaja por su participación temprana.

III PROPUESTA DE VALOR

La estrategia de Implenia se centra en la gestión de proyectos grandes y complejos, con especialización sectorial, diversificación y atención a una amplia gama de clientes, minimizando los riesgos y maximizando las oportunidades mediante la estricta aplicación de Value Assurance, el proceso de gestión de riesgos de Implenia.

Implenia ha mejorado significativamente su ratio de capital, duplicándolo con creces, pasando del 10,3% a finales de 2020 al 23,5% a finales de 2025, sin necesidad de realizar ninguna ampliación de capital.

La compañía está en vías de alcanzar sus objetivos financieros a medio plazo, incluyendo un margen EBIT superior al 4,5% y un ratio de capital del 25%. Se espera alcanzar estos objetivos hacia el 2028.

Implenia busca impulsar aún más su rentabilidad centrándose en varias áreas clave:

- optimizar el negocio existente mediante a) la implementación consistente y una mayor optimización del proceso de aseguramiento del valor; y b) la excelencia operativa y una mayor mejora de la productividad y la eficiencia mediante la aplicación de más herramientas de IA, BIM (modelado de información de construcción, que permite una mejor visualización, diseño y coordinación de la construcción del proyecto, reduciendo así los retrasos y los sobrecostes), y la construcción eficiente en los proyectos de Implenia.
- expandir el negocio existente mediante un mayor enfoque en su especialización orientada a sectores altamente complejos (salud e investigación, centros de datos y logística, tunelización y movilidad, infraestructura energética), con márgenes sustancialmente mayores.
- desarrollar nuevos negocios de alto margen a lo largo de toda la cadena de valor con integración hacia adelante y hacia atrás. Esto puede incluir adquisiciones selectivas, similares a la adquisición de Wincasa a partir de 2023, centradas principalmente en los mercados suizo y alemán.

La compañía también prevé aumentar su flujo de caja libre mediante una combinación de:

- mejora de la gestión de cuentas por cobrar y reclamaciones
- inversiones inmobiliarias más equilibradas; por ejemplo, en 2024, Implenia realizó compras netas de terrenos significativamente superiores a la media
- continuar la estricta estrategia de bajo consumo de activos, que requiere menos inversiones en inmovilizado material
- aumento de los prepagos como resultado de a) menores tipos de interés en toda Europa. Suiza mantiene el tipo de interés del 0%; y b) Se prevé un aumento de la cartera de pedidos de la división de Edificación, basado en la cartera de proyectos y las perspectivas generales más alentadoras en los mercados de este segmento. Los porcentajes de prepagos para proyectos de Edificación tienden a ser mayores que para proyectos de Ingeniería Civil.

IV EQUIPO DIRECTIVO ENFOCADO EN LA CREACIÓN DE VALOR

En 2018, Implenia nombró a un nuevo CEO, quien anteriormente trabajó en Novartis, donde ocupó altos cargos. Al incorporarse a Implenia, una de sus primeras acciones fue implementar un marco integral de gestión de riesgos mediante la introducción del Proceso de Aseguramiento de Valor (*Value Assurance Process*), que se convirtió en un pilar fundamental del enfoque de la compañía para la gestión de riesgos y oportunidades en los proyectos.

El CEO y su equipo revisaron exhaustivamente proyectos anteriores durante el período 2019 y 2020, identificando numerosos problemas en proyectos antiguos que no se integraron mediante el nuevo Proceso de Aseguramiento de Valor, donde las cosas no habían salido según lo previsto. La estricta implementación del Proceso de Aseguramiento de Valor en todos los nuevos proyectos y la transformación generaron mejoras sustanciales en la calidad operativa de la compañía.

Como parte de la nueva estrategia, Implenia reorientó su cartera con un claro énfasis en negocios de alto margen (previsión de margen EBIT a medio plazo >4,5%) y un modelo de bajo consumo de activos en toda la cadena de valor. La estrategia también enfatizó la especialización sectorial y la concentración en áreas urbanas (excepto en la construcción de túneles y otras infraestructuras relacionadas). Anteriormente, la compañía tenía un enfoque geográfico más amplio, compitiendo con compañías locales que podían ofrecer precios más bajos en tipos

de construcción menos complejos y, por lo tanto, atraer a más competidores. Al reducir su enfoque, Implenia busca lograr un crecimiento más rentable sin comprometer la calidad y con un enfoque conservador en la gestión del riesgo. En numerosas ocasiones, la compañía ha optado por no participar en licitaciones de proyectos considerados demasiado arriesgados (principalmente desde una perspectiva contractual) o demasiado competitivos, ya que se centra en mantener la calidad y la rentabilidad, en lugar de competir únicamente por el precio.

Desde abril de 2025, Jens Vollmar, exdirector de la División de Edificación y miembro de Implenia desde 2013, ha sido nombrado nuevo director general. Continúa con la estrategia implementada previamente.

V SUMA DE PARTES

- Negocio de desarrollo inmobiliario (valor de mercado): 277,0MM CHF
- 14,3% de participación en Cham Swiss Properties (valor de mercado): 178,8MM CHF
- División de Edificación excluyendo Wincasa, valorada en un múltiplo de 10x (EBITDA – CAPEX): 51,19 MM CHF x 10 = 511,9MM CHF
- División de Ingeniería Civil, valorada en 10 x (EBITDA – CAPEX): 106,48MM CHF x 10 = 1.064,8MM CHF
- "Otros negocios no contabilizados" anteriormente (incluidos en la División de Especialidades en 2024). Entre ellos se encuentra: Construcción en Madera, Tecnología de Fachadas, BBV, SISAG,Encira, BCL y Planovita. Se ha asumido una tasa de crecimiento anual del 10% hasta 2030, con un margen EBIT del 10% para entonces, aplicando un múltiplo de 14xEBIT en 2030 y descontando esa cifra al valor actual = (((237,69*(1,1)^5)*0,1)*14)/(1,1)^5 = 332,8MM CHF
- (Deuda neta) / caja = - 224,1MM CHF
- Aplicamos un descuento de 10 x EBIT (corporativo y otras divisiones) = 10 x 10,73MM CHF = - 107,3MM CHF

Total Equity Value = 2.033,9MM CHF

Texto legal: Este documento ha sido elaborado por Tenvalue Platform, S.L. (de aquí en adelante "Tenvalue").

Al preparar este documento, Tenvalue se ha basado y ha asumido, sin verificación independiente, la exactitud e integridad de toda la información disponible de fuentes públicas. Además, nada de lo contenido en el documento pretende ser una valoración de los activos, acciones o negocios de la compañía o de cualquier otra entidad.

Tenvalue no hace ninguna declaración sobre el valor real que puede recibirse en relación con una transacción ni los efectos legales, fiscales o contables de consumar una transacción. A menos que se contemple expresamente en el presente, la información contenida en este documento no considera los efectos de una posible transacción que involucre un cambio de control real o potencial, que puede tener una valoración significativa y otros efectos.

Este documento solo pretende brindar información general sobre la empresa y no pretende formar la base de ninguna decisión de inversión para adquirir parte o la totalidad de los intereses, acciones o participaciones en la empresa. Este documento no puede interpretarse como una oferta o invitación a realizar una oferta para adquirir intereses o acciones de la empresa bajo ninguna jurisdicción. Los destinatarios de este documento deben asegurarse de cumplir con toda la legislación y normas de valores pertinentes que les puedan ser aplicables. No se realiza ninguna representación ni garantía (expresa o implícita), y no se debe confiar en la información contenida en este documento, y no se acepta responsabilidad alguna por los errores, omisiones o declaraciones erróneas contenidas en este documento y, en consecuencia, ni la empresa, ni los propietarios de la empresa, ni Tenvalue, ni ninguno de sus directores o empleados aceptan responsabilidad alguna que surja del uso de este documento.

Al aceptar este documento, acepta estar sujeto a las condiciones y limitaciones anteriores.