

SECTOR : ConstrucciónRECOMENDACIÓN: **Comprar**PRECIO OBJETIVO : **33,2€**

SÍNTESIS DE NUESTRA OPINIÓN: Valoramos de forma positiva la transformación de la compañía en términos de reducción de la deuda, mejora de *cash-flows* operativos y márgenes en Hochtief.

ESTA COMPAÑÍA SE ENCUENTRA EN NUESTRAS CARTERAS MODELO [enlace](#)

A continuación se ofrecen los comentarios más relevantes y notas publicadas por el Equipo de Análisis de Bankinter sobre **ACS**.

En este documento encontrará la perspectiva más actualizada, en base a la información más reciente y públicamente disponible, incluyendo los comentarios publicados en nuestro *Informe Diario*. El primer comentario es el más reciente en términos cronológicos y es el que contiene la información más actualizada, por lo tanto recoge la información que más debe ser tenida en cuenta, ya sea en relación a la recomendación sobre el valor, su precio objetivo o cualquier otro aspecto relevante afectado.

NOTAS RECIENTES PUBLICADAS SOBRE ACS

27/09/2016

ACS (Comprar; Pr. Objetivo: 33,2€; Cierre: 26,96€; Var. Día: +0,3%): Acuerda la venta de Urbaser con plusvalías en el rango 325 M€ - 560 M€.- ACS ha llegado a un acuerdo con Firion Investments, fondo de inversión participado por China Tianying, para la venta del 100% de su participación en Urbaser, su filial de servicios medioambientales. El *Enterprise Value* de la transacción se fija en un rango 2.212 M€ / 2.463 M€ en función de determinados parámetros futuros (equivalentes a unos múltiplos 8x / 8,9x Ebitda), y el *Equity value* entre 1.164 y 1.399 M€. La compañía estima que la plusvalía de esta operación se situará en el rango 325 M€ / 560 M€ de euros. La venta está sujeta a las autorizaciones habituales en este tipo de operaciones.

OPINIÓN: El cierre de esta operación fue bien recibido por el mercado en la sesión de ayer y ACS mantiene su tendencia alcista (+5,9% en las últimas 3 sesiones) desde que se publicó que el acuerdo para la venta se estaba ultimando. Mantenemos la recomendación de Comprar ya que consideramos que la operación presenta los siguientes aspectos positivos: (i) El *Enterprise Value* de la operación se sitúa dentro del rango objetivo marcado por ACS en el proceso de venta (2.000 M€ / 2.500 M€) y el múltiplo EV / Ebitda obtenido (rango 8,0x / 8,9x) es muy aceptable. (ii) La venta permitirá reducir el apalancamiento de ACS al desprenderse de un negocio intensivo en inversión en capital, desconsolidar la deuda de Urbaser (740 M€ al cierre de 1S16) y recortar la deuda de la corporación a un importe cercano a 2.000 M€ (frente a 3.078 M€ al cierre de Jun16, por lo que el ratio Deuda Neta / Ebitda a finales de 2016 se situará en un nivel cercano a 1,0x.. (iii) La plusvalía en el rango 325 M€ / 560 M€ es un importe significativo que, neto de impuestos, equivale a un 32% / 55% del BNA 2016e. (iv) Los fondos obtenidos en la venta de Urbaser proporcionan recursos adicionales a ACS para aumentar su participación en Hochtief por encima del 71% actual o afrontar nuevas inversiones en el negocio de infraestructuras. Recordamos que ACS es una compañía incluida en nuestras carteras modelo de acciones españolas.

Bankinter Análisis (sujetos al RIC):

Ramón Forcada Ramón Carrasco Rafael Alonso Jesús Amador Belén San José

Eva del Barrio Ana de Castro Esther G. de la Torre Ana Achau (Asesoramiento)

Todos los informes disponibles en:

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

http://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativas/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción *open weblink in Browser* con el botón derecho de su ratón.

<http://broker.bankinter.com/>

<http://www.bankinter.com/>

Paseo de la Castellana, 29

28046 Madrid

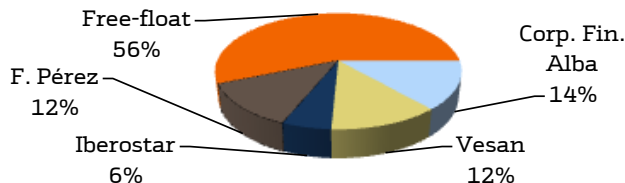
Sector: Construcción

Mejora de márgenes, cartera internacional y reducción de deuda como catalizadores

Datos Básicos

Capitalización (M €): 8.075 M€
 Último: 25,7 €/acc.
 N° Acciones: 315 M acc.
 Min / Max (52 sem): 19,31 / 32,06 €/acc.

Accionariado

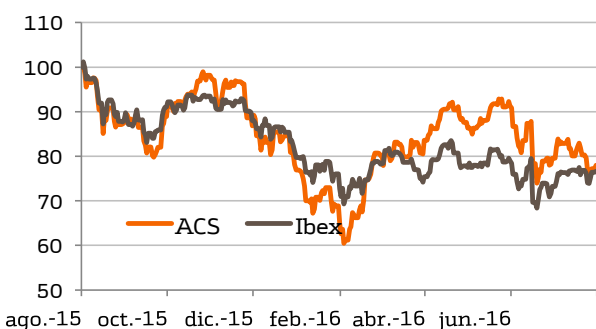


Resultados	2015r	2016e	2017e	2018e	TAMI(%)
Ingresos	34.925	34.708	35.830	36.939	1,9%
Ebitda	2.409	2.400	2.539	2.663	3,4%
Ebit	1.541	1.604	1.718	1.798	5,3%
BAI	1.208	1.261	1.413	1.530	8,2%
BNA	724	758	869	951	9,5%

Principales ratios	2015r	2016e	2017e	2018e
BPA (€/acc)	2,30	2,41	2,76	3,02
DPA (€/acc)	1,15	1,15	1,17	1,19
Dividend yield	4,5%	4,5%	4,6%	4,6%
PER	11,2x	10,7x	9,3x	8,5x
ROE	14%	14%	14%	14%
Deuda neta / Ebitda	1,0 x	1,1 x	0,9 x	0,8 x
Deuda Neta/EBITDA	# Q&P	# Q&P	# Q&P	# Q&P

Evolución bursátil	2013	2014	2015	2016
Ferrovial	26%	17%	27%	-14%
Abertis	37%	7%	-8%	1%
OHL	34%	-37%	-52%	-57%
Eiffage	25%	1%	41%	20%
Vinci	33%	-5%	30%	18%
FCC	74%	0%	-41%	22%
ACS	31%	16%	-6,7%	-5,0%

Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

Equipo de Análisis de Bankinter:

Jesús Amador (analista principal de este informe) Ramón Forcada
 Belén San José Esther Gutiérrez Ana de Castro Ramón Carrasco

Eva del Barrio Rafael Alonso
 Ana Achau (Asesoramiento)

<http://broker.bankinter.com/>
<http://www.bankinter.com/>
 Avda. Bruselas 12
 28108 Alcobendas, Madrid

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal

ACS

Precio Objetivo: 33,2 €

Recomendación: Comprar

Mejoramos nuestra recomendación desde Neutral a Comprar. Aunque ajustamos levemente a la baja nuestro precio objetivo desde 34,5€ hasta 33,2€, el potencial de revalorización asciende a +29,4%. La caída en la cotización tras la presentación de los resultados del 2T16 supone una oportunidad de cara a un segundo semestre que presenta perspectivas favorables en términos de mejora de márgenes, crecimiento de la cartera de proyectos y reducción de deuda.

Resultados 1S16: Descenso de los ingresos compensado en parte por mejora de márgenes.

Las cifras presentadas el pasado 29 de julio fueron levemente inferiores al consenso: Ingresos 16.387 M€ (-8,2%) frente a 16.478 M€ estimado; Ebitda 1.225 M€ (-6,9%) frente a 1.210 M€ estimado; Ebit 897 M€ (-0,9%); Beneficio Neto 388 M.€ (-4,7%) vs. 411,8 M€ estimado. La evolución negativa de los ingresos se debe a la menor actividad de CIMIC por la finalización de grandes contratos y a la depreciación del dólar australiano. El Ebitda descendió -4,6% en términos comparables aislando el efecto de la venta de activos renovables en 1T15. El BNA cayó -4,7% por el descenso de los resultados no recurrentes. La deuda financiera neta se sitúa en 3.741 M€ (equivalente a 1,6x Ebitda 16e) frente a 3.840 M€ en 1T16 y 2.624 M€ en 4T2015. La cartera total se incrementa +3,3% hasta 69.561 M€.

Perspectivas 2S16: recuperando momentum.

El mal comportamiento del mercado en junio y unos resultados del 2T16 inferiores a las expectativas han provocado que la cotización haya caído -13% desde sus máximos anuales de mayo. En nuestra opinión, este retroceso puede representar una ventana de oportunidad, ya que la cotización debería verse respaldada por los siguientes catalizadores:

:: Aumento de los beneficios en Construcción. El principal área de negocio de la compañía (58% del Ebitda) se verá favorecida por la tendencia de mejora de márgenes en Hochtief (5,9% en 1S16 frente a 5,6% en 1S15) y un tipo de cambio menos adverso con el dólar australiano.

:: Visibilidad de ingresos. El incremento de +3,3% en la cartera total cubre 23 meses de ventas al ritmo actual y aporta una elevada visibilidad a los resultados por el crecimiento de +11,7% en América del Norte. Además, sólo un 1,2% de los ingresos en 1S16 se originó en Reino Unido, por lo que la exposición de ACS a la ralentización económica y la depreciación de la libra tras el *Brexit* es muy reducida.

:: Reducción del apalancamiento. Estimamos que la compañía reducirá la deuda financiera neta a final de año hasta una cifra inferior a 2.800 M€ por los siguientes efectos: (i) Aumento del flujo de caja por los menores gastos en intereses y capex operativo. (ii) Mejora del fondo de maniobra durante los trimestres finales del año por factores estacionales y regularización del periodo de medio de pago de clientes en México favorecida por la estabilización en el precio del petróleo. Por último, cabe destacar que la deuda podría reducirse hasta la frontera de 1,0x Ebitda si la venta de Urbaser se materializa en los próximos meses.

Conclusión.-

Consideramos que los factores positivos anteriormente descritos permitirán que el BNA de 2016 pueda situarse o incluso superar la parte alta del *guidance* 700 M € / 750 M€ facilitado por la compañía, lo que debería impulsar la cotización desde los niveles actuales.

PYG Resumida (M€)	2015r	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	TAMI 2016/21
Cifra de negocios	34.925	34.708	35.830	36.939	37.783	38.451	39.120	1,9%
Gastos de explotación	-33040	-32843	-33841	-34842	-35610	-36261	-36902	
EBITDA	2.409	2.400	2.539	2.663	2.756	2.785	2.822	2,7%
Mg Ebitda	6,9%	6,9%	7,1%	7,2%	7,3%	7,2%	7,2%	
Amtz. Depr. y deterioro activos	-867	-796	-821	-865	-896	-920	-949	
EBIT	1.541	1.604	1.718	1.798	1.860	1.865	1.873	3,3%
Resultado Financiero	-534	-403	-368	-334	-313	-314	-312	
Resultado puesta en equivalencia	201	60	63	66	68	70	75	
BAI	1.208	1.261	1.413	1.530	1.615	1.621	1.636	5,2%
BNA	724	758	869	951	1.009	1.022	1.028	
BPA	2,30	2,41	2,76	3,02	3,21	3,25	3,27	6,0%
DPA	1,15	1,15	1,17	1,19	1,22	1,24	1,27	

Balance Resumido (M€)	2015r	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Inmovilizado material	4.854	4.926	5.029	5.136	5.248	5.361	5.474
Concesiones y F.de comercio	4.354	4.612	4.868	5.123	5.377	5.626	5.869
Otro activo inmovilizado	4.571	4.971	5.013	5.056	5.103	5.152	5.204
Total activo inmovilizado	13.779	14.510	14.909	15.315	15.727	16.139	16.548
Deudores	10.916	10.745	11.093	11.436	11.697	11.904	12.111
Tesorería y equivalentes	5.804	5.717	5.631	5.603	5.631	5.659	5.687
Activos financieros	2.311	2.200	2.250	2.250	2.300	2.300	2.300
Otro circulante	2.470	2.214	2.212	2.210	2.197	2.228	2.260
Total activo circulante	21.501	20.876	21.186	21.499	21.825	22.092	22.358
TOTAL ACTIVO	35.280	35.385	36.095	36.814	37.552	38.231	38.906
Patrimonio neto	5.197	5.594	6.095	6.670	7.295	7.926	8.556
Pasivo a LP	3.307	3.373	3.441	3.509	3.580	3.651	3.724
Pasivo Circulante	1.583	1.607	1.631	1.655	1.680	1.705	1.731
Deuda financiera	10.745	10.446	10.302	9.920	9.667	9.345	9.023
TOTAL PASIVO Y PAT. NETO	35.280	35.385	36.095	36.814	37.552	38.231	38.906

Flujos de Caja Libre	2015r	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
+ BNA	709	742	852	933	991	1.022	1.028
+ Amortizaciones & Provisiones	867	796	821	865	896	920	949
= Cash Flow Neto	1.576	1.538	1.673	1.798	1.886	1.941	1.977
+ Gastos Financieros Netos x (1 - T)	190	302	276	250	235	235	234
= Cash Flow Operativo	1.766	1.840	1.949	2.048	2.121	2.177	2.211
- Inversiones netas	-393	-680	-696	-712	-728	-738	-744
+/- Variación de Circulante	710	63	-32	43	-25	37	33
= Cash Flow Libre Operativo	2.083	1.223	1.221	1.379	1.368	1.476	1.500

2.529

Valoración por suma de partes

Activo	Método valoración ¹	EV	Deuda	Equity	Valor	Valoración por
Construcción (Dragados)	DCF (WACC 9,4%; g= 0,8%)	1.347				4,8x EV / Ebitda
Hochtief	Valor mercado	5.693				
Total Construcción		7.040	242	6.798	21,6	
Concesiones	Equity invertido	889	227	662	2,1	
Servicios industriales	DCF (WACC 7,5%; g=1%)	3.619				6x EV / Ebitda
Saeta Yield + Bow Power	Valor mercado y transacc.	229				
Total Serv. industriales		3.848	-618	4.466	14,2	
Medio ambiente	DCF (WACC 6,5%; g= 1,1%)	2.463	1.036	1.427	4,5	7x EV / Ebitda
Otros (Yoigo; L. Transmisión)	0,6x / 0,9x Valor contable				366	
Total Equity Value Negocios				13.719		
- Deuda financiera				-2.854		
Minoritarios				-409		
Equity value				10.456		
nº acciones (mill.)				314,7		
Precio objetivo					33,2	

La Compañía ha sido informada sobre esta recomendación antes de la publicación de esta nota.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Jesús Amador (analista principal del informe) Ramón Forcada Eva del Barrio Belén San José <http://www.bankinter.com/>
 Rafael Alonso Esther Gutiérrez de la Torre Ramón Carrasco Ana de Castro Avda. Bruselas 12
 Ana Achau (Asesoramiento) 28108 Alcobendas, Madrid

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser"