

Sector: Construcción

Ciclo de infraestructuras en EE.UU. y menor endeudamiento son los vientos de cola

## ACS

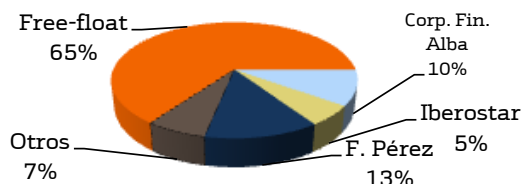
Precio Objetivo: 34,0 €

Recomendación: Comprar

### Datos Básicos

Capitalización (M €): 8.527 M€  
 Último: 27,1 €/acc.  
 N° Acciones: 315 M acc.  
 Min / Max (52 sem): 19,31 / 31,1 €/acc.

### Accionariado

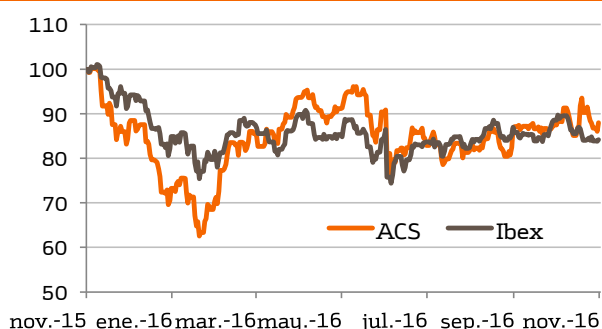


Resultados	2015r	2016e	2017e	2018e	TAMI(%)
Ingresos	35.448	32.672	33.615	34.112	-1,3%
Ebitda	2.409	2.225	2.323	2.440	0,4%
Ebit	1.541	1.530	1.694	1.758	4,5%
BAI	1.208	1.204	1.416	1.511	7,7%
BNA	724	726	863	933	8,8%

Principales ratios	2015r	2016e	2017e	2018e
BPA (€/acc)	2,30	2,31	2,74	2,97
DPA (€/acc)	1,15	1,15	1,17	1,19
Dividend yield	4,3%	4,2%	4,3%	4,4%
PER	11,8x	11,7x	9,9x	9,1x
ROE	14%	13%	14%	14%
Deuda neta / Ebitda	1,0 x	0,5 x	0,3 x	0,3 x
Deuda Neta/FFPP	0,5 x	0,2 x	0,1 x	0,1 x

Evolución bursátil	2013	2014	2015	2016
Ferrovial	26%	17%	27%	-21%
Abertis	37%	7%	-8%	-9%
OHL	34%	-37%	-52%	-51%
Eiffage	25%	1%	41%	5%
Vinci	33%	-5%	30%	2%
FCC	74%	0%	-41%	12%
ACS	31%	16%	-6,7%	0,6%

### 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  
 Aránzazu Bueno  
 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](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal)

Mantenemos nuestra recomendación en Comprar y revisamos al alza nuestro precio objetivo desde 33,2€ hasta 34,0€ (potencial de +24,7%). Las cifras del 3T16 han confirmado la mejora de márgenes en Construcción y la venta de Urbaser da continuidad a la estrategia de reducción del endeudamiento. El crecimiento de la cartera de proyectos en EE.UU. coloca a ACS en una posición ventajosa ante los planes de inversión en infraestructuras del nuevo gobierno norteamericano.

### Resultados 9M16: mayor margen compensa la menor actividad.

Las cifras principales evolucionaron en línea con las expectativas: Ingresos 23.371 M€ (-7,0%) vs. 23.668 M€ estimado; Ebitda 1.513 M€ (-6,3%) vs. 1.614,3 M€ estimado; Ebit 1.119 M€ (+0,8%); Beneficio Neto Atribuible 570 M.€ (-0,7%) vs. 535,7 M€ estimado. La caída en los ingresos se debe al descenso de actividad en CIMIC por la finalización de grandes proyectos. El Ebitda comprobante descendería -4,5%, sin considerar la venta de activos renovables en 1T15. El incremento del Ebit se debe a la reducción de gastos financieros por los menores tipos de interés y la reducción de la deuda, mientras el BNA cae -0,7% por el descenso de los resultados no recurrentes, que 2015 incluyeron beneficios por la participación en Iberdrola.

A pesar de que las cifras operativas retroceden con respecto a trimestres anteriores, **destacamos los siguientes aspectos positivos:**

(i) Los ingresos de CIMIC ya muestran crecimientos en términos trimestrales (+8,1% con respecto a 2T16), lo que anticipa una **recuperación del negocio de Construcción en Asia Pacífico** en los próximos trimestres. (ii) Continúan las **mejoras de márgenes en Construcción** tanto en Ebitda (5,8% frente a 5,6% en 9M15) como Ebit (4,0% frente a 3,3% en 9M15). (iii) La **cartera total de proyectos registra un crecimiento de +9,1%** y se sitúa en 62.138 M€ (equivalente a 24 meses de ventas), lo que otorga una notable visibilidad a los resultados de la compañía. (iv) El 3T16 muestra un avance muy relevante en la estrategia de **reducción de deuda neta**, que se sitúa en 2.751 M€ (tras la desconsolidación de la deuda de 742 M€ de Urbaser tras su venta a CNTY).

### Vinculación al ciclo y reducción de la deuda como catalizadores.

Desde una perspectiva de medio plazo, consideramos que existen 2 catalizadores que pueden impulsar la cotización:

(i) **Menores costes financieros y mayor rentabilidad.** La compañía continuará recogiendo en 2017 los frutos de un menor endeudamiento. Estimamos que la deuda neta se reducirá hasta 1.200 M€ a finales de 2016 (equivalentes a un ratio Deuda Neta / Ebitda 2016e inferior a 0,6x). Este menor endeudamiento permitirá la obtención de un *rating* con grado de inversión y reforzará la posición de la compañía de cara a refinanciar sus préstamos en condiciones más favorables.

(ii) **Inversión en infraestructuras en EE.UU.** La presencia del grupo en EE.UU. a través de filiales como Dragados USA, Turner y Flatiron y el crecimiento de +18,1% en la cartera de Construcción en América del Norte ponen de relieve que ACS dispone de una posición ventajosa para adjudicarse proyectos de construcción de infraestructuras en los ambiciosos planes de inversión bajo la presidencia de Trump.

Por último, la **rotación de flujos de inversión** desde sectores de elevado *yield* como *utilities* hacia empresas más vinculadas a sectores cíclicos como Construcción e Industrial puede favorecer a ACS en un contexto de **aceleración del crecimiento en economías desarrolladas.**

PYG Resumida (M€)	2015r	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	TAMI 2016/21
<b>Cifra de negocios</b>	35.448	32.672	33.615	34.112	35.576	36.192	36.773	<b>0,6%</b>
Gastos de explotación	-33040	-30447	-31293	-32273	-33045	-33636	-34186	
<b>EBITDA</b>	<b>2.409</b>	<b>2.225</b>	<b>2.323</b>	<b>2.440</b>	<b>2.531</b>	<b>2.556</b>	<b>2.587</b>	<b>1,2%</b>
<b>Mg Ebitda</b>	<b>6,8%</b>	<b>6,8%</b>	<b>6,9%</b>	<b>7,2%</b>	<b>7,1%</b>	<b>7,1%</b>	<b>7,0%</b>	
Amtz. Depr. y deterioro activos	-867	-695	-628	-682	-725	-761	-798	
<b>EBIT</b>	<b>1.541</b>	<b>1.530</b>	<b>1.694</b>	<b>1.758</b>	<b>1.806</b>	<b>1.795</b>	<b>1.789</b>	<b>2,5%</b>
Resultado Financiero	-534	-386	-341	-313	-296	-291	-275	
Resultado puesta en equivalencia	201	60	63	66	68	70	75	
<b>BAI</b>	<b>1.208</b>	<b>1.204</b>	<b>1.416</b>	<b>1.511</b>	<b>1.578</b>	<b>1.573</b>	<b>1.589</b>	<b>4,7%</b>
BNA	724	726	863	933	978	983	991	
<b>BPA</b>	<b>2,30</b>	<b>2,31</b>	<b>2,74</b>	<b>2,97</b>	<b>3,11</b>	<b>3,12</b>	<b>3,15</b>	<b>5,4%</b>
<b>DPA</b>	<b>1,15</b>	<b>1,15</b>	<b>1,17</b>	<b>1,19</b>	<b>1,22</b>	<b>1,24</b>	<b>1,27</b>	

Balance Resumido (M€)	2015r	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Inmovilizado material	4.854	4.301	4.425	4.552	4.683	4.816	4.947
Concesiones y F.de comercio	4.354	3.482	3.781	4.076	4.368	4.653	4.929
Otro activo inmovilizado	4.571	4.236	4.600	4.631	4.664	4.700	4.738
<b>Total activo inmovilizado</b>	<b>13.779</b>	<b>12.020</b>	<b>12.806</b>	<b>13.259</b>	<b>13.716</b>	<b>14.168</b>	<b>14.614</b>
Deudores	10.916	10.665	10.860	11.215	11.492	11.690	11.185
Tesorería y equivalentes	5.804	6.600	6.501	6.468	6.501	6.533	6.566
Activos financieros	2.311	1.930	2.250	2.250	2.300	2.300	2.300
Otro circulante	2.470	2.608	2.221	2.219	2.208	2.239	2.294
<b>Total activo circulante</b>	<b>21.501</b>	<b>21.803</b>	<b>21.832</b>	<b>22.153</b>	<b>22.501</b>	<b>22.762</b>	<b>22.345</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>35.280</b>	<b>33.823</b>	<b>34.638</b>	<b>35.412</b>	<b>36.217</b>	<b>36.930</b>	<b>36.959</b>
<b>Patrimonio neto</b>	<b>5.197</b>	<b>5.562</b>	<b>6.057</b>	<b>6.615</b>	<b>7.210</b>	<b>7.803</b>	<b>8.395</b>
Pasivo a LP	3.307	3.468	3.538	3.608	3.680	3.754	3.829
Pasivo Circulante	1.583	1.617	1.641	1.666	1.691	1.716	1.742
Deuda financiera	10.745	9.577	9.644	9.337	9.188	9.029	8.132
<b>TOTAL PASIVO Y PAT. NETO</b>	<b>35.280</b>	<b>33.823</b>	<b>34.638</b>	<b>35.412</b>	<b>36.217</b>	<b>36.930</b>	<b>36.959</b>

Flujos de Caja Libre	2015r	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
<b>+ BNA</b>	<b>709</b>	<b>711</b>	<b>847</b>	<b>916</b>	<b>960</b>	<b>983</b>	<b>991</b>
+ Amortizaciones & Provisiones	867	695	628	682	725	761	798
= Cash Flow Neto	1.576	1.405	1.475	1.598	1.685	1.744	1.788
+ Gastos Financieros Netos x (1 - T)	190	290	256	235	222	219	206
<b>= Cash Flow Operativo</b>	<b>1.766</b>	<b>1.695</b>	<b>1.731</b>	<b>1.833</b>	<b>1.907</b>	<b>1.963</b>	<b>1.994</b>
- Inversiones netas	-393	-680	-696	-712	-728	-738	-744
<b>+/- Variación de Circulante</b>	<b>710</b>	<b>-549</b>	<b>81</b>	<b>30</b>	<b>-51</b>	<b>-43</b>	<b>687</b>
<b>= Cash Flow Libre Operativo</b>	<b>2.083</b>	<b>466</b>	<b>1.116</b>	<b>1.150</b>	<b>1.128</b>	<b>1.182</b>	<b>1.938</b>

### Valoración por suma de partes

Activo	Método valoración <sup>1</sup>	EV	Deuda	Equity	Valor	Valoración por
Construcción (Dragados)	DCF (WACC 9,4%; g= 0,8%)	1.190				4,8x EV / Ebitda
Hochtief	Valor mercado	6.086				
<b>Total Construcción</b>		<b>7.276</b>	<b>-27</b>	<b>7.249</b>	<b>23,0</b>	
<b>Concesiones</b>	Equity invertido	<b>889</b>	<b>-227</b>	<b>662</b>	<b>2,1</b>	
Servicios industriales	DCF (WACC 7,5%; g=1%)	2.854				5,3x EV / Ebitda
Saeta Yield + Bow Power	Valor mercado y transacc.	211				
<b>Total Serv. industriales</b>		<b>3.065</b>	<b>-338</b>	<b>2.727</b>	<b>8,7</b>	
<b>Medio ambiente</b>	DCF (WACC 6,5%; g= 1,1%)	<b>675</b>	<b>625</b>	<b>1.300</b>	<b>4,1</b>	<b>8,2x EV / Ebitda</b>
Otros (Yoigo; L. Transmisión)	0,6x / 0,9x Valor contable				366	
<b>Total Equity Value Negocios</b>				<b>12.304</b>		
- Deuda financiera corp. 2016'e				-1.180		
Minoritarios				-435		
<b>Equity value</b>				<b>10.689</b>		
nº acciones (mill.)				314,7		
<b>Precio objetivo</b>					<b>34,0</b>	

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	<a href="http://broker.bankinter.com/">http://broker.bankinter.com/</a>
Rafael Alonso	Esther Gutiérrez de la Torre	Ramón Carrasco	Ana de Castro	<a href="http://www.bankinter.com/">http://www.bankinter.com/</a>
			Ana Achau (Asesoramiento)	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](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"