

Sector: Concesiones

Rentabilidad por dividendo atractiva en un contexto de tipos bajos y volatilidad al alza

Datos Básicos

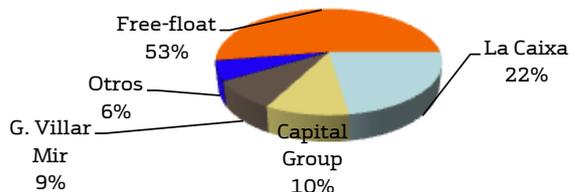
Capitalización (M €): 13.666 M€

Último: 13,8 €/acc.

Acciones (M.; tras ampliación): 990 M acc.

Min / Max (52 sem): 11,56 / 14,83 €/acc.

Accionariado



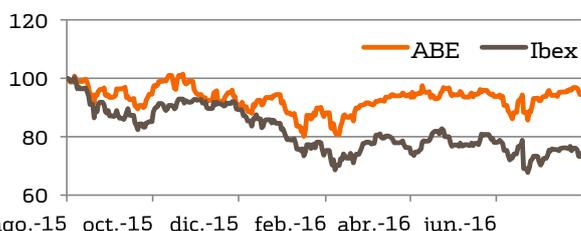
Ingresos autopistas (1S16)	Mill.€	%	Var a/a	Var IMD
España	597	28,1%	11,0%	5,1%
Francia	793	37,3%	3,2%	1,2%
Brasil	323	15,2%	-17,4%	-3,3%
Chile	220	10,3%	79,1%	4,6%
Otros	195	9,2%	-5,7%	0,5%
Total	2.128	100%	5,0%	

Resultados	2015r	2016e	2017e	2018e	TAMI(%)
Ingresos	4.379	4.782	4.991	5.125	6,8%
Ebitda	2.692	3.102	3.271	3.379	10,2%
Ebit	-64	2.208	2.046	2.143	n.r.
BNA	1.880	1.007	965	873	-28,4%
BNA recurrente	651	1.007	965	873	21,7%

Principales ratios	2015r	2016e	2017e	2018e
BPA (€/acc)	1,99	1,07	1,02	0,93
BPA recurrente (€/acc)	0,66	0,85	0,94	1,94
DPA (€/acc)	0,69	0,73	0,77	0,80
Dividend yield	5,0%	5,3%	5,6%	5,8%
PER	7,3x	13,6x	14,2x	15,6x
ROE	35%	18%	16%	14%
Deuda neta / Ebitda	4,7 x	4,8 x	4,6 x	4,5 x
Deuda Neta/FFPP	2,3 x	2,6 x	2,5 x	2,5 x

Evolución bursátil	2013	2014	2015	2016
ACS	31%	16%	-7%	-9%
Ferrovial	26%	17%	27%	-15%
OHL	34%	-37%	-52%	-57%
Eiffage	25%	1%	41%	15%
Vinci	33%	-5%	30%	14%
Abertis	37%	7%	-8%	1%

Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

Abertis

Precio Objetivo: 15,7 €
Recomendación: **Comprar**

Mejoramos nuestra recomendación desde "Neutral" a "Comprar" y revisamos el precio objetivo desde 15,6€ hasta 15,7€ (potencial de +13,7%). La rentabilidad por dividendo del 5% constituyen el principal atractivo de la compañía en un contexto de tipos cercanos a 0% e inflación reducida. La mejora del tráfico en España y la potencial ampliación de la vida media de sus concesiones son factores de respaldo en el corto plazo.

Los resultados del 1S16 cumplen las expectativas.-

Las principales cifras operativas estuvieron en línea con el consenso de mercado (Bloomberg): Ingresos: 2.243 M€ (+5,3%) frente a 2.247 M€ estimado; Ebitda 1.502 M€ (+10,4%) frente a 1.489 M€ estimado; BNA 510 M€ (-69,6%) frente a 511 M.€ estimado, aunque el BNA crece +9,2% en términos comparables excluyendo atípicos como la plusvalía de la salida a bolsa de Cellnex en 2015 ni la revalorización de la participación anterior en Autopista Central de Chile. En nuestra opinión, son resultados positivos que ponen de relieve el buen comportamiento del tráfico. La intensidad media diaria (IMD) crece 1,2% en Francia a pesar del impacto negativo de las huelgas, +5,1% en España y +4,6% en Chile, mercado donde Abertis ha incrementado su presencia (representa un 11% del Ebitda del grupo). También destacan positivamente la mejora del margen Ebitda desde 63,8% hasta 67,7% y la reducción del ratio Deuda Neta / Ebitda desde 4,7x hasta 4,6x a pesar del incremento de deuda neta hasta 14.157 M€ (+12%) por la adquisición del 50% de Autopista Central.

Tesis de inversión: dividendo y posibles catalizadores.

El principal atractivo de la compañía radica en una rentabilidad por dividendo del 5% en un entorno de tipos de interés cercanos a 0% en el corto y medio plazo. En nuestra opinión, la recurrencia de ingresos y márgenes otorgan sostenibilidad al dividendo por acción comprometido por la compañía de 0,73€ en 2016 y 0,76€ en 2017 y refuerzan el perfil defensivo de la compañía. Además de la rentabilidad por dividendo, existen otros factores de respaldo:

(i) **Crecimiento de los ingresos en los principales mercados.** El ciclo expansivo y el auge del turismo impulsarán el crecimiento del tráfico en España en 3T16. Los ingresos deberían mejorar en LatAm por la creciente contribución a los resultados de Autopista Central en Chile y una evolución del tipo de cambio con el real brasileño menos adversa que en 1S (-24,9%) junto con la moderación del ritmo de caída de la IMD desde -3,3% hasta -2,5%.

(ii) **Expansión de la base de activos existente.-** Los acuerdos alcanzados para la extensión del plazo de concesión en 10 años en Metropistas y el Plan Relance en Francia (590 M€ de inversión y extensión de 2 años en Sanef y 3 años y 8 meses en SAPN) permiten prolongar la vida media de las concesiones y generar un potencial incremento del tráfico mediante la mejora de activos *brownfield* (inversión de menor riesgo porque ya se conoce la evolución del tráfico).

¿Amenazas en el horizonte?

Los 2 principales factores de riesgo que identificamos son:

i) **Retraso en la adquisición definitiva de A4 Holding.** El referéndum constitucional en Italia de finales de octubre podría retrasar los acuerdos de ampliación y extensión de la autopista A-31, a la que está condicionada la adquisición de A4 Holding. No obstante, consideramos que el escenario central es el cierre de esta operación a en 4T16.

ii) **Salida de un accionista de referencia.** Consideramos que el impacto en la cotización sería limitado porque el Grupo Villar Mir (que mantiene una participación del 8,7% tras la venta de un 7% por parte de OHL) tiene un compromiso de *lock-up* y la cotización no ha sufrido retrocesos relevantes en la salida de otros accionistas de referencia como CVC.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Jesús Amador (analista principal de este informe) Ramón Forcada

Eva del Barrio

Rafael Alonso

Belén San José Ramón Carrasco

Esther Gutiérrez de la Torre

Ana de Castro

Ana Achau (Asesoramiento)

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

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

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

Avda. Bruselas 12

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

28108 Alcobendas, Madrid

PYG Resumida (M€)	2015r	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	TAMI 2015/21
Ingresos	4.379	4.782	4.991	5.125	5.233	5.319	5.406	3,6%
Gastos de explotación	-1687	-1679	-1721	-1746	-1778	-1807	-1837	
EBITDA	2.692	3.102	3.271	3.379	3.455	3.512	3.570	5,5%
<i>Mg Ebitda</i>	61,5%	64,9%	65,5%	65,9%	66,0%	66,0%	66,0%	
Amtz. Depr. y deterioro activos	-2.756	-894	-1.225	-1.236	-1.245	-1.254	-1.264	
EBIT	-64	2.208	2.046	2.143	2.210	2.258	2.306	
Resultado Financiero	-1.116	-589	-761	-769	-772	-770	-769	
BAI	-1.180	1.619	1.285	1.373	1.438	1.487	1.537	
Operaciones discontinuadas	2.721	0	0	0	0	0	0	
BNA	1.880	1.007	965	873	914	954	995	
BNA ex OPV Cellnex y provisiones	651	1.007	965	873	914	954	995	8,0%
BPA	1,99	1,07	1,02	0,93	0,97	1,01	1,05	
DPA	0,69	0,73	0,77	0,80	0,85	0,89	0,93	

Balance Resumido (M€)	2015r	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Inmovilizado material	1.375	1.430	1.487	1.547	1.609	1.615	1.621
Concesiones y F.de comercio	16.208	18.864	19.039	19.132	19.226	19.362	19.518
Otro activo inmovilizado	4.531	4.467	4.601	4.739	4.763	4.777	4.791
Total activo inmovilizado	22.114	24.761	25.127	25.417	25.598	25.754	25.931
Deudores	1.039	1.179	1.231	1.264	1.305	1.331	1.351
Tesorería y equivalentes	2.222	2.000	2.040	2.081	2.122	2.133	2.144
Otro circulante	364	280	300	250	200	200	200
Total activo circulante	3.625	3.459	3.571	3.595	3.627	3.664	3.695
TOTAL ACTIVO	25.739	28.220	28.698	29.012	29.225	29.417	29.626
Patrimonio neto	5.349	5.667	5.909	6.023	6.140	6.258	6.374
Pasivo a LP	3.990	3.970	3.950	3.930	4.048	4.129	4.212
Pasivo Circulante	1.623	1.775	1.836	1.868	1.904	1.932	1.962
Pasivos mantenidos a la venta	120	0	0	0	0	0	0
Deuda financiera	14.776	16.808	17.003	17.190	17.132	17.098	17.078
TOTAL PASIVO Y PAT. NETO	25.739	28.220	28.698	29.012	29.225	29.417	29.626

Valoración Descuento Flujos de Caja Libre	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	Hipótesis
BNA (autopistas + Hispasat)	991	948	856	896	954	995	Tasa de dto. WACC
Amortiz. & Prov.	894	1.225	1.236	1.245	1.254	1.264	g 1,0%
+Intereses x (1-t)	441	571	577	579	578	577	Beta 0,80
(-)Inversiones netas	-2.050	-1.400	-1.329	-1.340	-1.390	-1.420	Wacc 5,1%
+/- Var. Fondo maniobra	12	10	-1	-6	3	10	
CFLO	288	1.353	1.340	1.375	1.399	1.425	

Valoración Descuento Dividendo (valor para el accionista)					
Dividendo por acción	2015r	2016e	2017e	2018e	2019e
	0,69	0,73	0,76	0,80	0,84

Ke 6,0%
 Estimación DDM 14,6 €

Valoración DFC 16,9 50%
 Valoración D.Div 14,6 50%

Precio objetivo 15,7

Valoración DCF	
+ VAN serie CFLO	31.921
- Deuda neta	-14.157
+31% en Cellnex	1.146
- Minoritarios	-2.220
= Valor Compañía	16.690
Número de acciones	990
Estimación DFC	16,9

Equipo de Análisis de Bankinter:

Jesús Amador (analista principal del informe) Ramón Forcada Eva del Barrio Ramón Carrasco
 Rafael Alonso Belén San José Esther Gutiérrez de la Torre Ana de Castro

Por favor, consulte importantes advertencias legales en: Ana Achau (Asesoramiento)

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"