

Sector: *Construcción*

Precio Objetivo: 33,6 €

Recomendación: **Comprar**

*La expectativa de recuperación del ciclo en 2021 beneficia al valor.*

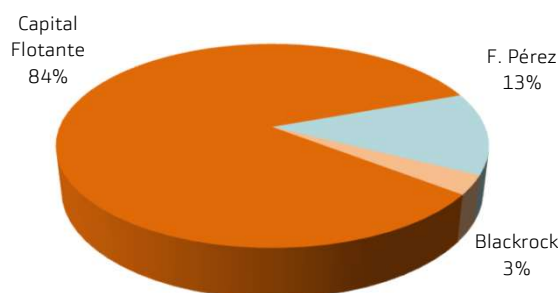
## ACS

Analista: Juan Tuesta

### Datos Básicos

Capitalización (M€): 7.856 M€  
 Último Precio (€): 25,95 €/acc.  
 N° Acciones (M.): 310,7 M  
 Max / Min (52 sem): 35,19€ / 11,20€  
 Cód. Reuters / Bloomberg: ACS.MC / ACS SM

### Accionariado



### Principales cifras P&L

	2018r	2019r	2020e	2021e	TAMI(1)
Ingresos	36.659	39.049	36.420	38.146	1,3%
Ebitda	2.437	3.148	2.542	2.677	3,2%
Mg. Ebitda	6,6%	8,1%	7,0%	7,0%	
Ebit	1.791	2.126	1.661	1.745	-0,9%
BAI	1.650	632	1.300	1.513	-2,9%
BNA	915	962	694	757	-6,1%

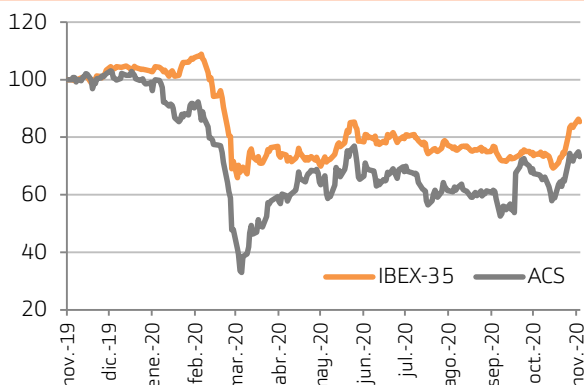
(1) Incremento 2018/2021

### Resultados 3T20

	3T19	3T20	Incr (a/a)
Ingresos	9.983	8.868	-11,2%
EBITDA	784	649	-17,3%
EBIT	554	424	-23,5%
<b>BNA</b>	<b>246</b>	<b>116</b>	<b>-52,8%</b>
Cartera Pedidos	77.584	73.494	-5,3%

Fuente: Compañía

### Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



Fuente: Bloomberg, Reuters, CNMV y compañía

Establecemos Precio Objetivo de 33,6€/Acc (potencial 29%), frente a 31,2€/Acc ant. y reiteramos Comprar. Los resultados 3T20 fueron algo más débiles de lo esperado dado que el negocio sigue afectado por la caída de tráfico de Abertis. En cualquier caso, en el corto plazo, creemos que la operación de venta del negocio industrial a la francesa Vinci supone un catalizador positivo para la cotización, dado que el múltiplo obtenido (entre 8x y 9x EV/EBITDA) es muy atractivo comparado con la media del sector (6x).

Creemos que a medida que se vaya despejando el actual escenario de incertidumbre ligado a la pandemia del Covid-19, las compañías como ACS (que se perciben como ligadas a la evolución del ciclo económico) deberían empezar a mostrar recuperación.

### Resultados 3T20

Los resultados 3T20 fueron algo más débiles de lo esperado dado que el negocio sigue afectado por la caída de tráfico de Abertis. Cifras principales comparadas con el consenso de mercado (Bloomberg): Ingresos 8.867€; frente a 8.920M€ esp.; Ebit 423M€ frente a 344M€ esp.; BNA 116M€ frente a 137M€ esp.

Por negocios, Servicios Industriales muestran la evolución en el año más positiva en EBIT (-10% a/a vs -22,4% del grupo ACS), si bien todas las divisiones presentan caídas generalizadas tanto en la parte alta como en la parte baja de la cuenta de PyG. En cuanto a Abertis, el confinamiento ha provocado caídas drásticas en los tráficos en el trimestre que se reflejan en un recorte de EBITDA de -32%. La cartera total de proyectos cae a 73.494M€ (-5,3% acum. a/a) vs 75.812M€ el trimestre anterior. La posición de deuda neta se sitúa en 3.448M€ al cierre de 3T20 (vs 2.699M€ al cierre de 2T20).

### La operación de Vinci actual como catalizador del valor.

El pasado mes de octubre ACS anunció que había recibido oferta de compra de su negocio industrial por parte de la francesa Vinci por un importe de 5.200M€, donde además no se incluye una posición de caja de 700M€ (a cierre de 2019) que permanecerá en manos de ACS. La noticia, muy positiva para ACS, fue reflejada con una subida de la cotización de +25% el día del anuncio. Según nuestros cálculos, el importe que se pagará equivale a un múltiplo de entre 8x y 9x EV/EBITDA, lo que consideramos muy atractivo en comparación con la media del sector (en torno a 6x). A partir de ahora, la clave será ver que hace ACS con el dinero recibido y hacia donde enfoca la inversión del mismo (infraestructuras, concesiones?)

### Valoración

Actualizamos la valoración de ACS en base a: (i) Ajuste de estimaciones a la vista de las cifras presentas en el 3T20. (ii) Abertis: Actualizamos la valoración de Abertis en base a las cifras de Valor en Libros publicada por la compañía a cierre del trimestre, (iii) Incluimos la valoración del paquete del 50,4% de Hochtief a precio de mercado y (iv) valoración del negocio industrial ajustado por la oferta recibida y atendiendo al valor de mercado de Vinci.

Valoramos ACS por suma de partes, aplicando los métodos de DCF y múltiplos comparables. Establecemos Precio Objetivo de 33,6€/Acc (potencial 29%) frente a 31,2€/Acc ant. Reiteramos Comprar.

PYG Resumida (M€)	2018r	2019r	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI 18/24
Total Ingresos	36.659	39.049	36.420	38.146	39.672	41.262	42.917	44.641	1,9%
Gastos de explotación	-2.907	-35.901	-33.878	-35.469	-36.891	-38.362	-39.775	-41.371	
<b>EBITDA</b>	<b>2.437</b>	<b>3.148</b>	<b>2.542</b>	<b>2.677</b>	<b>2.782</b>	<b>2.899</b>	<b>3.142</b>	<b>3.270</b>	<b>0,0%</b>
<i>Margen Ebitda</i>	<i>6,6%</i>	<i>8,1%</i>	<i>7,0%</i>	<i>7,0%</i>	<i>7,0%</i>	<i>7,0%</i>	<i>7,3%</i>	<i>7,3%</i>	
Amorts. y Provisiones	-646	-1.022	-881	-932	-926	-974	-1.144	-1.196	
<b>EBIT</b>	<b>1.791</b>	<b>2.126</b>	<b>1.661</b>	<b>1.745</b>	<b>1.855</b>	<b>1.926</b>	<b>1.999</b>	<b>2.074</b>	<b>-1,2%</b>
Rdo. Financiero	-226	-1.719	-335	-317	-297	-279	-247	-212	
<b>BAI</b>	<b>1.650</b>	<b>632</b>	<b>1.300</b>	<b>1.513</b>	<b>1.629</b>	<b>1.676</b>	<b>1.754</b>	<b>1.835</b>	
<b>BNA</b>	<b>915</b>	<b>962</b>	<b>694</b>	<b>757</b>	<b>801</b>	<b>839</b>	<b>878</b>	<b>919</b>	<b>-1,8%</b>
<b>BPA</b>	<b>3,0</b>	<b>3,2</b>	<b>2,3</b>	<b>2,5</b>	<b>2,6</b>	<b>2,7</b>	<b>2,9</b>	<b>3,0</b>	<b>-2,0%</b>

Balance Resumido	2018r	2019r	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Activo no corriente	14.216	14.349	14.118	14.267	14.382	14.491	14.494	14.488
Inmovilizado	6.688	6.908	7.106	7.222	7.305	7.381	7.350	7.311
Inv. puesta en equiv.	4.709	4.411	4.107	4.140	4.173	4.206	4.239	4.273
Activo corriente	21.314	24.243	24.317	24.981	25.593	26.236	26.912	27.623
Deudores com. y otr.	10.719	11.552	11.470	12.134	12.745	13.389	14.065	14.776
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>35.530</b>	<b>38.592</b>	<b>38.435</b>	<b>39.247</b>	<b>39.975</b>	<b>40.727</b>	<b>41.406</b>	<b>42.112</b>
Patrimonio Neto	5.991	5.496	4.627	4.871	5.125	5.368	5.631	5.917
Fondos Propios	4.647	4.778	4.433	4.678	4.932	5.174	5.437	5.723
Pasivo no corriente	9.142	9.041	11.248	11.080	10.915	10.753	10.595	10.440
Pasivo corriente	20.397	24.055	22.560	23.296	23.935	24.606	25.180	25.755
Acreedores com. y o	15.794	16.756	15.366	16.094	16.738	17.409	18.108	18.835
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>35.530</b>	<b>38.592</b>	<b>38.435</b>	<b>39.247</b>	<b>39.975</b>	<b>40.727</b>	<b>41.406</b>	<b>42.112</b>

Fuente: Análisis Bankinter.

### Valoración por suma de partes

Activos	Método de Valoración	EV	%	Múltiplo implícito
Construcción (Dragados)	DCF y Múltiplos	957	10%	3,8x EV / Ebitda
Hochtief	Valor Mdo (participación 50,4%)	2.728	28%	3,0x EV / Ebitda
<b>Total Construcción</b>		<b>3.685</b>	<b>38%</b>	
<b>Servicios industriales</b>	<b>Valor Oferta</b>	<b>5.200</b>	<b>54%</b>	<b>8,3x EV / Ebitda</b>
Servicios	DCF y Múltiplos	527	5%	5,6x EV / Ebitda
Concesiones	Múltiplos	734	8%	1,1x VL
SPV Abertis	Múltiplos	1.824	19%	1,0x VL
Activos Renovables	Múltiplos	1.200	12%	1,2x VL
<b>Total Enterprise Value Negocios</b>		<b>13.170</b>	<b>136%</b>	
- Deuda neta grupo (ajustada por Hotchief)		(2.351)	-24%	
- Factoring y Confirming		(750)	-8%	
- Provisiones estimadas		(352)	-4%	
<b>Equity value</b>		<b>9.717</b>	<b>100%</b>	
nº acciones ajustadas (mill.)		289,3		
<b>Precio objetivo</b>		<b>33,6</b>		
Precio Actual		26,0		
Potencial (%)		29%		

Fuente: Análisis Bankinter.

## INFORMACIÓN IMPORTANTE,-

Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website:

<https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>

Las metodologías 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](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos)

## NOTAS DE COMPAÑÍAS :

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

## EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada – Director

Rafael Alonso – Bancos

Ana de Castro – Analista

Pedro Echeguren – Farma & Salud

Juan Tuesta – Construcción & Tecnología

Pilar Aranda – Petróleo

Aránzazu Bueno – Eléctricas

Aránzazu Cortina – Industriales

Juan Moreno – Inmobiliarias

Esther Gutiérrez de la Torre – Autos

Luis Piñas – Alimentación/Distribución

Elena Fdez-Tripiella – Consumo & Telcc

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.