Sector: Construcción

El acuerdo con Atlantia para adquirir Abertis es positivo. Mejoramos recomendación a Comprar.

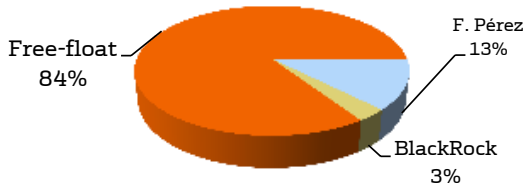
ACS

Precio Objetivo: 41,0 €
Recomendación: Comprar

Datos Básicos

Capitalización (M €):	10.289 M€
Último:	32,7 €/acc.
Nº Acciones:	315 M acc.
Min / Max (52 sem):	26,67 / 36,75 €/acc.

Accionariado

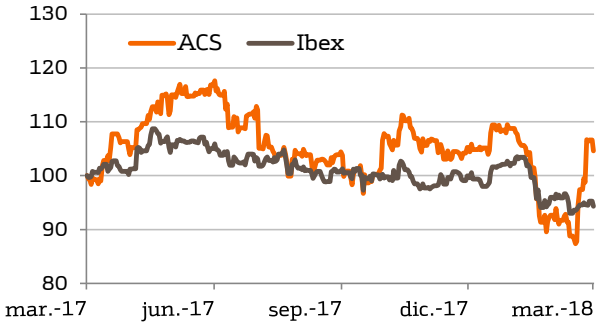


Resultados	2017r	2018e	2019e	2020e	TAMI(%)
Ingresos	35.330	36.726	38.508	39.567	3,8%
Ebitda	2.279	2.388	2.552	2.609	4,6%
Ebit	1.626	1.801	1.977	2.003	7,2%
BAI	1.369	1.569	1.770	1.827	10,1%
BNA	802	881	1.000	1.023	8,4%

Principales ratios	2017r	2018e	2019e	2020e
BPA (€/acc)	2,55	2,80	3,18	3,25
DPA (€/acc)	1,20	1,26	1,28	1,31
Dividend yield	3,7%	3,9%	3,9%	4,0%
PER	12,8x	11,8x	10,4x	10,2x
ROE	16%	16%	16%	15%

Deuda / (caja neta) pro-forma	ACS stand-alone	Hochtief stand-alone	Grupo ACS
Deuda neta pre-adqusición (m€)	1419	-1266	153
Deuda Neta / Ebitda	1,4x	n.a.	0,1x
Inversión (equity) en ABE	2.100	1.400	3.500
Ampliación de capital	940	-940	
Venta de participación a Atlantia	2.500		2.500
Deuda neta post-Adquisición	1.959	-806	1.153
Deuda Neta / Ebitda pro-forma post adq.			0,5x

Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

Mejoramos la recomendación desde Neutral a Comprar y revisamos el Precio Objetivo desde 38,0€ hasta 41,0€ (potencial de +25%).

El acuerdo con Atlantia para adquirir ABE neutraliza el riesgo de una puja competitiva que obligara a ACS a pagar un precio superior a 18,36€ por acción y permitirá mantener una deuda reducida y su *rating* BBB.

La participación en Abertis tendrá un impacto positivo en términos de dividendos y complementariedad de activos.

El acuerdo con Atlantia: la estructura de la operación.

Los principales términos del acuerdo alcanzado con Atlantia para la adquisición de Abertis son los siguientes: (i) Hochtief elimina la contraprestación en acciones contemplada en su oferta inicial y abonará íntegramente en efectivo **18,36€ por acción de Abertis**. (ii) Hochtief ejercitará el derecho de venta forzosa en el caso de alcanzar el umbral legalmente requerido o **promoverá la exclusión de negociación** de las acciones **de Abertis**. (iii) ACS y Atlantia capitalizarán conjuntamente por un importe de 7.000 M€ una **sociedad vehículo** que adquirirá a Hochtief su participación íntegra en Abertis por el mismo precio pagado por Hochtief en la OPA. **Atlantia tendrá el 50% del capital más 1 acción, ACS el 30% y Hochtief el 20% menos 1 acción.** (iv) Para financiar la operación, **Hochtief realizará una ampliación de capital de hasta 6,43 millones de acciones, suscrita íntegramente por ACS** a un precio de 146,42€ por acción. A continuación, ACS venderá a Atlantia acciones de Hochtief al mismo precio por un importe de hasta 2.500 M€. (v) Tras estos acuerdos, **Atlantia desistirá de su OPA inicial**. La firma está sujeta a la aprobación por parte de la CNMV y el cierre de la financiación.

Los riesgos se neutralizan, los catalizadores reaparecen.

Valoramos positivamente este acuerdo por las siguientes razones:

(i) Se elimina el escenario de una guerra de OPAs competitivas con Atlantia, por lo que **desaparece el riesgo de que ACS se pudiera ver obligada a pagar un precio superior a los 18,36€ por acción** para adquirir Abertis, factor que había lastrado las cotizaciones de ACS yHochtief desde principios de año.

(ii) La participación de ACS en Hochtief se diluirá desde el 71,7% actual hasta el 50,2% tras la venta de acciones a Atlantia y **su participación en Abertis no alcanzará el 50%**. Este último punto es relevante ya que **permite a ACS no consolidar la deuda de la compañía adquirida.** Estimamos que el endeudamiento del Grupo ACS se situará en 0,5x Ebitda tras la operación, lo que le facilitará **mantener su *rating* BBB** conseguido en 2017.

(iii) ACS adquiere una participación relevante en un compañía capaz de generar **dividendos recurrentes**, con un **impacto relutivo en BPA y positivo en caja**. Aunque la dilución en Hochtief reducirá en 45 M€ los dividendos recibidos hasta un rango 110 M€ / 120 M€, consideramos que los **dividendos** de la participación en Abertis se situarán en un nivel cercano a **230 M€**. Este importe compensa ampliamente la reducción del dividendo recibido de Abertis y el coste financiero derivado del incremento de la deuda, incluso sin tener en cuenta un posible incremento del *pay-out* ni las **sinergias que puedan derivarse** de la integración de una compañía especialista en activos *brownfield* (autopistas ya operativas) como es Abertis con los activos *greenfield* (aquellos en oferta y construcción) en los que destaca ACS – Hochtief.

En consecuencia, tras la rebaja de recomendación táctica que realizamos en agosto desde Comprar a Neutral por la incertidumbre derivada de este proceso de adquisición, creemos que el acuerdo con Atlantia es un desenlace positivo, por lo que **volvemos a situar la recomendación en Comprar**. **Revisamos al alza el precio objetivo desde 38,0€ hasta 41,0€,** que refleja esencialmente el mayor valor de Hochtief tras este desenlace positivo y las **sólidas perspectivas** a corto plazo. En nuestra opinión, el crecimiento del área de Construcción y la visibilidad y diversificación que proporciona la **cartera de proyectos** (67.082 M€, equivalente a 23 meses de ventas) permitirá que la Compañía alcance su **objetivo de BNA de 850 M€ en 2018.**

Equipo de Análisis de Bankinter:
Jesús Amador (analista principal de este informe)
Pilar Aranda Esther Gutiérrez Ana de Castro
Ramón Forcada Ramón Carrasco
Eva del Barrio Aránzazu Bueno Joao Pisco
Rafael Alonso Elena Fdez.-Trapiella Susana André (Mkt&Support)
http://broker.bankinter.com/
http://www.bankinter.com/
Avda. Bruselas 14
28108 Alcobendas, Madrid

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:
https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal

PYG Resumida (M€)	2016r	2017r	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	TAMI 2017/22
Cifra de negocios	32.514	35.330	36.726	38.508	39.567	40.437	40.930	**4,5%**
Gastos de explotación	-30.491	-33.051	-34.797	-35.956	-36.958	-37.819	-38.315	
EBITDA	2.023	2.279	2.388	2.552	2.609	2.618	2.615	**5,3%**
Mg Ebitda	*6,2%*	*6,5%*	*6,5%*	*6,6%*	*6,6%*	*6,5%*	*6,4%*	
Amtz. Depr. y deterioro activos	-578	-653	-588	-575	-606	-621	-642	
EBIT	1.445	1.626	1.801	1.977	2.003	1.997	1.972	**6,7%**
Resultado Financiero	-340	-283	-262	-238	-209	-174	-146	
Resultado puesta en equivalencia	-1	27	30	31	32	34	35	
BAI	1.104	1.369	1.569	1.770	1.827	1.857	1.861	**11,0%**
BNA	751	802	881	1.000	1.023	1.015	983	
BPA	2,39	2,55	2,80	3,18	3,25	3,22	3,12	**6,2%**
DPA	**1,20**	**1,20**	**1,26**	**1,28**	**1,31**	**1,34**	**1,36**	

Balance Resumido (M€)	2016r	2017r	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Inmovilizado material	4.398	4.262	4.267	4.268	4.271	4.273	4.274
Concesiones y F.de comercio	3.371	3.175	3.354	3.578	3.785	3.970	4.137
Otro activo inmovilizado	4.870	3.810	3.747	3.698	3.650	3.604	3.559
Total activo inmovilizado	12.639	11.247	11.368	11.544	11.706	11.846	11.970
Deudores	10.988	10.753	12.276	12.719	13.072	13.468	13.631
Tesorería y equivalentes	7.468	7.878	8.431	8.206	7.905	6.950	6.950
Otro circulante	2.278	2.003	1.807	1.911	1.956	1.938	1.989
Total activo circulante	20.734	20.634	22.513	22.836	22.933	22.357	22.570
TOTAL ACTIVO	**33.373**	**31.881**	**33.882**	**34.380**	**34.639**	**34.202**	**34.540**
Patrimonio neto	**4.982**	**5.164**	**5.649**	**6.245**	**6.856**	**7.450**	**8.004**
Pasivo a LP	3.027	2.742	2.827	2.883	2.941	3.000	3.060
Pasivo Circulante	16.675	18.813	17.586	18.169	18.683	19.065	19.320
Deuda financiera	8.689	8.040	7.819	7.083	6.159	4.688	4.156
TOTAL PASIVO Y PAT. NETO	**33.373**	**31.881**	**33.882**	**34.380**	**34.639**	**34.202**	**34.540**

Flujos de Caja Libres	2016r	2017r	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
+ BNA	**735**	**786**	**864**	**982**	**1.023**	**1.015**	**983**
+ Amortizaciones & Provisiones	578	653	588	575	606	621	642
= Cash Flow Neto	1.313	1.439	1.452	1.557	1.628	1.636	1.625
+ Gastos Financieros Netos x (1 - T)	255	212	196	179	156	130	109
= Cash Flow Operativo	1.569	1.651	1.648	1.736	1.785	1.766	1.735
- Inversiones netas[1]	820	-570	-550	-537	-534	-520	-512
+/- Variación de Circulante	-130	78	-38	3	64	-15	23
= Cash Flow Libre Operativo	**2.259**	**1.159**	**1.060**	**1.201**	**1.316**	**1.231**	**1.246**

[1] *La cifra de inversiones netas de 2016 incluye la desinversión de Urbaser.*

Valoración por suma de partes

Activo	Método valoración	EV	Deuda	Equity	Valoración por Múltiplo
Construcción (Dragados)	DCF (WACC 9,3%; g= 1,0%)	1.601			4,8x EV / Ebitda
Hochtief	Valor mercado	6.939			
Total Construcción		**8.540**	1.428	**9.968**	
Concesiones	Equity invertido	**664**		**664**	
Servicios industriales	DCF (WACC 7,5%; g=1%)	3.473			5,8x EV / Ebitda
Saeta Yield + Bow Power	Valor mercado y transacc.	372			
Total Serv. industriales		**3.845**	602	**4.447**	
Servicios	DCF (WACC 6,5%; g= 0,9%)	**432**	-165	**267**	7x EV / Ebitda
Total Equity Value Negocios				**15.346**	
- Deuda neta corporativa Dic17				-2.018	
Minoritarios				-426	
Equity value				**12.902**	
nº acciones (mill.)				314,7	
Precio objetivo				**41,0**	

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 Rafael Alonso Esther Gutiérrez de la Torre Ramón Carrasco
Ana de Castro Aránzazu Bueno Pilar Aranda Elena Fdez.-Trapiella Joao Pisco Susana André (Mkt&Support) Avda. Bruselas 14
28108 Alcobendas, Madrid
http://broker.bankinter.com/
http://www.bankinter.com/

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"*