Sector: *Utilities.*

Crecimiento en renovables y simplificación corporativa. La generación de *cash flow* sigue débil.

Acciona

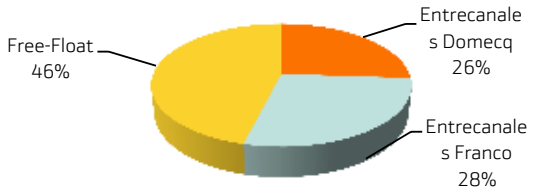
Precio Objetivo 78,3

Neutral

Datos Básicos

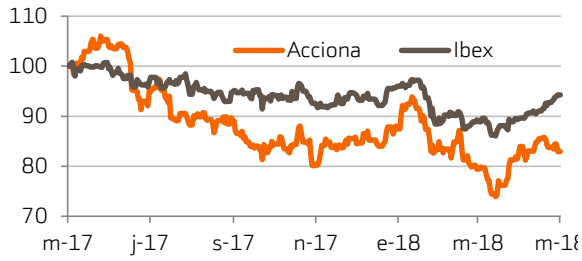
Capitalización (M €):	3.912 M€
Último:	68,32 €/acc.
Nº Acciones (M.):	57 M acc.
Max / Min (52 sem):	86,00/59,44 €/acc.
Cód. Reuters / Bloomberg:	ANA.MC / ANA.SM

Accionariado



Negocios (EBITDA)	2017	2018e	2019e
Energía	726	669	714
Infraest., agua, servicios	426	416	421
Otras actividades	123	88	93
Principales Cifras	**2017**	**2018e**	**2019e**
Ingresos	7.254	6.762	6.913
EBITDA	1.275	1.173	1.228
BNA	220	241	273
Deuda Neta	5.224	4.730	4.809
Cash Flow Operativo	427	541	752
Principales Ratios	**2017**	**2018e**	**2019e**
BPA	3,8	4,2	4,8
DPA	3,0	3,0	3,3
PER	17,8	16,2	14,3
Rentab. por dividendo	4,4%	4,4%	4,9%
Deuda Neta/EBITDA	4,1 x	4,0 x	3,9 x
Primer Trimestre	**1T '17**	**1T' 18**	**Var.**
EBITDA	301	320	6,3%
Capital Circulante	-238	-291	22,3%
Cash Flow Operativo	-16	-25	56,3%
Deuda Neta	5.498	5.374	-2,3%
BNA	60	61	2,5%

Evolución bursátil



Los resultados del 1T '18 muestran una subida del 6% en EBITDA (gracias a la división de energía y la construcción internacional, pero la generación de cash flow sigue siendo débil. El capital circulante ha detraído 291M€ en el periodo afectando al cash flow del grupo. Tras estos resultados cambiamos la recomendación a Neutral. De Acciona nos gusta su exposición a renovables que impulsará el crecimiento del grupo a medio plazo. También nos gusta la reciente simplificación corporativa (venta de Transmediterránea, de concesiones, alianza con Testa Residencial, ...) que permite financiar las inversiones en renovables y mantener la deuda del grupo bajo control. Sin embargo, la generación de cashflow sigue decepcionando por la expansión de capital circulante en el negocio constructor. Esperaríamos a ver si se produce un cambio de tendencia en este aspecto antes de volver a impulsar más activamente esta idea de inversión y meterla de nuevo en carteras.

Rdos 1T '18: El EBITDA sube pero la generación de cash flow sigue siendo débil

EBITDA +6% impulsado por construcción internacional y energía. Motores: (i) Mayor producción en energía (+15%) por nuevos activos y mayor factor de carga (más lluvia y viento) que compensa el impacto negativo de un menor precio mayorista en España y un desfavorable tipo de cambio en internacional; (ii) La construcción internacional impulsa la división de Infraestructuras y (iii) Bestinver sigue creciendo en fondos bajo gestión (6.071M€). **A pesar de la mejora en EBITDA, el Cash Flow empeora** y ha sido negativo (-25M€) debido a una nueva expansión en circulante que ha detraído 291M€ en 1T'18 (238M€ en 1T' 17). Esto ha llevado a un incremento de deuda de 150M€ hasta 5,374€.

Renovables: La apuesta de crecimiento a medio plazo

A medio plazo, Acciona confía en las renovables como principal motor de crecimiento. Cartera actual: 9.157 MW en 14 países. La reducción del coste de instalación de las tecnologías eólica y fotovoltaica, permite que estas fuentes de energía sean tan competitivas como las convencionales (carbón, ciclos combinados...) y no necesiten de subvenciones para obtener retornos atractivos. El desarrollo de nuevas promociones residenciales, nuevas adjudicaciones en construcción y más fondos bajo gestión de Bestinver también traerán crecimiento al grupo.

Simplificación corporativa y desapalancamiento gracias a desinversiones

Acciona ha completado en los últimos meses desinversiones por valor de 2.300M€: Transmediterránea, aportación de activos a Testal, Ruta 160, plantas termosolares en España.... Como resultado, la estructura corporativa se ha simplificado y la deuda se ha mantenido estable en un periodo de fuertes inversiones en renovables y pobre generación de caja en el negocio constructor.

Recompra de acciones como complemento de retribución al accionista.

El consejo ha aprobado la recompra de hasta 2,86mn de acciones (5% del capital). El DPA en 2017 alcanzó los 3,00€/acción (4,5%) rentabilidad por dividendo.

La generación de cash flow sigue siendo el talón de Aquiles del grupo.

Nuevas adjudicaciones con menos pre-pagos y algunas disputas comerciales con clientes (Ferrocarril de Sidney) afectan al capital circulante del grupo.

Recomendación: Neutral Precio Objetivo: 78,30€/acción

Tras estos resultados cambiamos la recomedación a Neutral desde Comprar, con Precio Objetivo de 78,30€/acción. Preferimos esperar a ver si se produce una mejora en la generación de cash flow del grupo antes de volver a impulsar esta idea de inversión y meterla de nuevo en carteras.

Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

Equipo de Análisis de Bankinter: **Aránzazu Bueno (analista principal de este informe)**
Ramón Forcada Eva del Barrio Esther G. de la Torre Joao Pisco Susana André (Mktg & Support)
Jesús Amador Ana de Castro Ramón Carrasco Elena Fernández-Trapiella Rafael Alonso Pilar Aranda

http://broker.bankinter.com/
http://www.bankinter.com/
Avda de Bruselas, 14
28108 Alcobendas

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:
http://broker.ebankinter.com/www/es-es/cgi/broker+binarios?secc=OPVS&subs=DISC&nombre=disclaimer.pdf
* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción *"open weblink in Browser"* con el botón derecho de su ratón.

Cifras en millones de euros

TAMI: tasa anual media de incremento

Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	TAMI 2017-23
Ingresos netos	5.977	7.254	6.762	6.913	6.981	7.170	7.360	7.591	0,8%
EBITDA	1.192	1.275	1.173	1.228	1.181	1.213	1.259	1.308	0,4%
EBIT	988	720	561	609	559	588	632	681	-0,9%
BNA	352	220	241	273	235	256	293	330	7,0%
BNA ordinario	146	233	241	273	235	256	293	330	6,0%

Resumen Balance de Situación

	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	TAMI 2017-23
Activo No Corriente	12.684	11.185	10.513	10.604	10.642	10.677	10.710	10.743	-0,7%
Activo Corriente	3.084	4.443	4.387	4.456	4.504	4.624	4.726	4.843	1,4%
Caja e IFT	1.639	1.520	1.520	1.520	1.520	1.520	1.520	1.520	0,0%
Total Activo/Pasivo	17.407	17.148	16.420	16.580	16.665	16.821	16.956	17.105	0,0%
Patrimonio Neto	4.097	3.963	4.031	4.112	4.183	4.260	4.348	4.447	1,9%
Pasivo no corriente	3.237	2.805	2.805	2.805	2.805	2.805	2.805	2.805	0,0%
Deuda financiera	6.771	6.744	6.250	6.329	6.370	6.396	6.396	6.386	-0,9%
Pasivo corriente	3.302	3.636	3.334	3.334	3.307	3.359	3.407	3.467	-0,8%

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	Valor Residual
+EBITDA	1.173	1.228	1.181	1.213	1.259	1.308	
- Impuesto s/Beneficio Operativo	-140	-152	-140	-147	-158	-170	
= NOPLAT (Bº Operativo Después de Impuestos)	1.033	1.076	1.041	1.066	1.101	1.138	
- Inversiones Activo Fijo	-920	-700	-650	-650	-650	-650	
-/+ Variación circulante	-245	-69	-74	-68	-55	-56	
= CFL Operativo	**-132**	**306**	**317**	**348**	**396**	**432**	**10.379**

WACC	6,04%	
g	1,80%	
Valor Presente Negocio Consolidado	8.997	
+ Valor Filliales (Nordex, concessiones, ...)	1.286	
- Deuda Neta	-5.224	
- Otra deuda (acuerdo KKR)	-374	
- Minoritarios	-203	
EqV	4.482	
Nº acciones (M)	57,3	
Estimación DFC	**78,3**	**€/acción**

Método de valoración:
Establecemos un precio objetivo de 78,30€/acción en función del descuento de flujo de caja libre con las hipótesis recogidas en las tablas adjuntas.

Matriz de Sensibilidad de la Valoración por Flujos de Caja

WACC\g	1,0%	1,2%	1,4%	1,6%	1,8%	2,0%	2,2%	2,4%	2,6%
5,6%	68,4	74,3	80,7	87,8	95,6	104,3	114,0	124,9	137,2
5,7%	65,1	70,7	76,8	83,5	90,9	99,2	108,3	118,5	130,0
5,8%	61,9	67,2	73,1	79,5	86,5	94,3	102,9	112,5	123,3
5,9%	58,8	64,0	69,5	75,6	82,3	89,6	97,8	106,9	117,0
6,0%	55,9	60,8	66,1	71,9	78,3	85,2	93,0	101,5	111,0
6,1%	53,1	57,8	62,9	68,4	74,4	81,1	88,4	96,4	105,4
6,2%	50,4	54,9	59,7	65,0	70,8	77,1	84,0	91,6	100,1
6,3%	47,8	52,1	56,7	61,8	67,3	73,3	79,8	87,1	95,1
6,4%	45,3	49,4	53,8	58,7	63,9	69,6	75,9	82,8	90,3

Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

Equipo de Análisis de Bankinter: **Aránzazu Bueno (analista principal de este informe)**
Ramón Forcada Eva del Barrio Esther G. de la Torre Joao Pisco Susana André (Mktg & Support)
Jesús Amador Ana de Castro Ramón Carrasco Elena Fernández-Trapiella Rafael Alonso Pilar Aranda

http://broker.bankinter.com/
http://www.bankinter.com/
Avda de Bruselas, 14
28108 Alcobendas

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:
http://broker.ebankinter.com/www/es-es/cgi/broker+binarios?secc=OPVS&subs=DISC&nombre=disclaimer.pdf
* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción *"open weblink in Browser"* con el botón derecho de su ratón.