

Sector: *Utilities*.

Crecimiento en EBITDA y mejoras en capital circulante. La generación de *cash flow* se recupera.

Acciona

Precio Objetivo

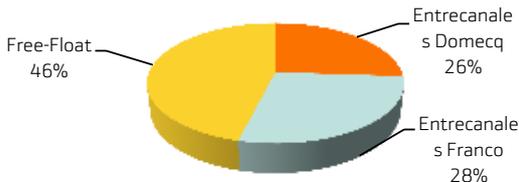
79,8

Comprar

Datos Básicos

Capitalización (M €): 3.991 M€
 Último: 69,70 €/acc.
 Nº Acciones (M.): 57 M acc.
 Max / Min (52 sem): 76,20/59,44 €/acc.
 Cód. Reuters / Bloomberg: ANA.MC / ANA.SM

Accionariado



Buenos resultados en 1S18. Las renovables y la construcción internacional impulsan el crecimiento en EBITDA (+7%). Además, se produce una clara mejoría en el capital circulante: no hay deterioro adicional en 2T18 y en las primeras semanas de julio Acciona ha recibido un pago de 70M€ de retrasos del contrato de Sidney. Tras estos resultados cambiamos la recomendación a Comprar. 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. La generación de caja, que ha sido el principal problema del grupo en los últimos trimestres por el deterioro en capital circulante en el negocio constructor, parece que está recuperando la senda de mejora.

Rdos 1S18: Crecimiento en EBITDA sin deterioro adicional en capital circulante

EBITDA +7% impulsado por construcción internacional y energía. Motores: (i) Mayor producción en energía (+13%) 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 (6.348M€).

Negocios (EBITDA)	2017	2018e	2019e
Energía	726	669	714
Infraest., agua, servicios	426	416	418
Otras actividades	123	88	93

Principales Cifras	2017	2018e	2019e
Ingresos	7.254	6.762	6.852
EBITDA	1.275	1.173	1.224
BNA	220	241	270
Deuda Neta	5.224	4.730	4.813
Cash Flow Operativo	427	541	746

El deterioro en **capital circulante se ha estabilizado** en 2T18 (317M€ en 1S18 vs 297M€ en 1T18). Nuevas adjudicaciones con menos pre-pagos y algunas disputas comerciales con clientes (Ferrocarril de Sidney) han afectado el capital circulante del grupo. El control del capital circulante es clave para la mejora de la generación de caja del grupo. La **Deuda Neta** se ha reducido en más de 600M€ hasta 4.612M€ gracias a la entrada de fondos por desinversiones.

Principales Ratios	2017	2018e	2019e
BPA	3,8	4,2	4,7
DPA	3,0	3,0	3,3
PER	18,1	16,5	14,8
Rentab. por dividendo	4,3%	4,4%	4,7%
Deuda Neta/EBITDA	4,1 x	4,0 x	3,9 x

Posición cómoda para conseguir los objetivos del 2018:

Tras estos resultados el equipo gestor ha reiterado los objetivos del año (i) Crecimiento de dígito simple en EBITDA homogéneo(+7% en 1S'18); (ii) Deterioro en capital circulante de 250M€. El equipo gestor ha adelantado que en julio ha recibido un pago de 70M€ de retrasos del contrato de Sidney. Esto junto con la mejora estacional de fin de año permitirá cumplir con el objetivo del grupo; (ii) Deuda Neta /EBITDA en el entorno de 4,0. (3,9 en 1S'18).

Primer Semestre	1S'17	1S'18	Var.
EBITDA	580	619	6,7%
Inversión en Capital Circulante	387	317	-18,1%
Cash Flow Operativo	-37	138	-473,0%
Deuda Neta	5.571	4.612	-17,2%
BNA	80	100	25,0%

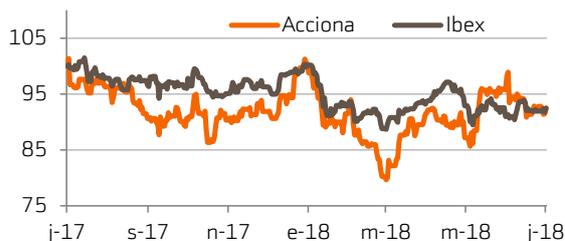
Renovables: La apuesta de crecimiento a medio plazo

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 un plan de desinversiones por valor de 2.300M€: Transmediterránea, aportación de activos a Testa, 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.

Evolución bursátil



Recomendación: Comprar Precio Objetivo: 79,80€/acción

Tras estos resultados cambiamos la recomendación a Comprar desde Neutral con Precio Objetivo de 79,80€/acción. La generación de caja, que ha sido el principal problema del grupo en los últimos trimestres por el deterioro en capital circulante, parece que está recuperando la senda de mejora.

Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

Equipo de Análisis de Bankinter: Aránzazu Bueno (analista principal de este informe)
 Ramón Forcada Aránzazu Cortina 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.bankinter.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	6.852	6.903	7.090	7.279	7.508	0,6%
EBITDA	1.192	1.275	1.173	1.224	1.177	1.209	1.255	1.304	0,4%
EBIT	988	720	561	605	555	584	628	677	-1,0%
BNA	352	220	241	270	234	256	293	330	7,0%
BNA ordinario	146	233	241	270	234	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	4.440	4.483	4.583	4.688	4.803	1,3%
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	16.563	16.644	16.779	16.918	17.066	-0,1%
Patrimonio Neto	4.097	3.963	4.031	4.112	4.182	4.259	4.346	4.445	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	6.333	6.311	6.316	6.318	6.305	-1,1%
Pasivo corriente	3.302	3.636	3.334	3.314	3.346	3.400	3.448	3.510	-0,6%

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	Valor Residual
+EBITDA	1.173	1.224	1.177	1.209	1.255	1.304	
- Impuesto s/Beneficio Operativo	-140	-151	-139	-146	-157	-169	
= NOPLAT (B° Operativo Después de Impuestos)	1.033	1.073	1.038	1.063	1.098	1.135	
- Inversiones Activo Fijo	-920	-700	-650	-650	-650	-650	
-/+ Variación circulante	-245	-73	-11	-46	-57	-53	
= CFL Operativo	-132	300	377	366	391	431	10.363

WACC	6,04%
g	1,80%
Valor Presente Negocio Consolidado	9.041
+ Valor Filiales (Nordex, concesiones, ...)	1.333
- Deuda Neta	-5.224
- Otra deuda (acuerdo KKR)	-374
- Minoritarios	-203
EqV	4.572
Nº acciones (M)	57,3
Estimación DFC	79,8 €/acción

Método de valoración:

Establecemos un precio objetivo de 79,80€/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%
6,4%	46,9	51,0	55,5	60,3	65,5	71,2	77,4	84,3	91,9
6,3%	49,4	53,7	58,3	63,4	68,9	74,8	81,4	88,6	96,6
6,2%	52,0	56,5	61,3	66,6	72,4	78,6	85,6	93,2	101,7
6,1%	54,7	59,4	64,5	70,0	76,0	82,6	89,9	98,0	107,0
6,0%	57,5	62,4	67,7	73,5	79,8	86,8	94,5	103,0	112,6
5,9%	60,4	65,6	71,1	77,2	83,9	91,2	99,3	108,4	118,5
5,8%	63,5	68,8	74,7	81,1	88,1	95,8	104,4	114,0	124,8
5,7%	66,7	72,3	78,4	85,1	92,5	100,7	109,8	120,0	131,5
5,6%	70,0	75,9	82,3	89,4	97,2	105,8	115,5	126,4	138,7

Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

Equipo de Análisis de Bankinter: Aránzazu Bueno (analista principal de este informe)
Ramón Forcada Aránzazu Cortina 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.bankinter.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.