

Sector: *Utilities.*

**Crecimiento y vuelta al dividendo con el posible impulso de nuevas operaciones corporativas**

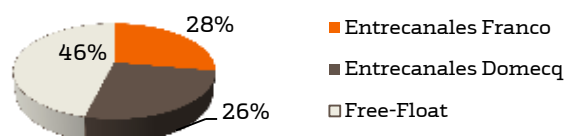
## Acciona

Pº objetivo 88,4 €  
**Comprar**

### Datos Básicos

Capitalización (M €): 3.988 M€  
Último: 69,65 €/acc.  
Nº Acciones (M.): 57 M acc.  
Max / Min (52 sem): 61,09/80,45 €/acc.  
Cód. Reuters / Bloomberg: ANA.MC / ANA.SM

### Accionariado



Negocios (EBITDA)	2014	2015	2016e	2017e
Energía	788	897	780	812
Infraest., agua, servici	173	167	263	273
Otras actividades	126	113	112	111
Total	1.088	1.174	1.126	1.200

Principales ratios	2014	2015	2016e	2017e
BPA	3,23	3,63	3,37	3,75
DPA	2,00	2,50	2,50	2,62
Rentab. por dividendo	3,6%	3,2%	3,6%	3,8%
Deuda Neta/FFPP	147%	137%	133%	133%
Deuda Neta/EBITDA	4,9 x	4,4 x	4,6 x	4,5 x
ROE	5,1%	5,5%	4,9%	5,3%

\*2014,15 con cotización cierre año. 2016,17 con último cierre.

Evolución bursátil	2013	2014	2015	2016
Nordex	221%	56%	118%	-29%
Gas Natural	38%	11%	-10%	-7%
Iberdrola	10%	21%	17%	-7%
EDP Renovaveis	-3%	40%	34%	-5%
A2A	94%	-2%	50%	-3%
ACEA	82%	8%	59%	-9%
<b>Acciona</b>	<b>-26%</b>	<b>35%</b>	<b>41%</b>	<b>-12%</b>
Ibex	21%	4%	-7%	-9%

PER	2013	2014	2015	Media h.	2016
Nordex	n.a.	36,6 x	47,7 x	42,2 x	19,0 x
Gas Natural	13,0 x	14,3 x	12,8 x	13,3 x	13,3 x
Iberdrola	11,4 x	15,3 x	17,1 x	14,6 x	15,7 x
EDP Renovaveis	25,7 x	39,7 x	37,9 x	34,4 x	45,7 x
A2A	10,5 x	41,5 x	95,1 x	49,0 x	12,2 x
ACEA	15 x	12,7 x	16,2 x	14,7 x	13,3 x
Media	15,2 x	24,7 x	35,8 x	28,0 x	19,9 x
<b>Acciona</b>	<b>n.a.</b>	<b>17,4 x</b>	<b>21,8 x</b>	<b>19,6 x</b>	<b>20,6 x</b>

Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

Ajustamos ligeramente el precio objetivo de Acciona desde 91,6 a 88,4€/acción al incorporar el ejercicio 2020 en nuestras estimaciones y valorar la compañía no sólo por DFC sino también por suma de partes. Dicho precio supone un potencial de revalorización de +27% por lo que mantenemos la recomendación en Comprar.

Después de un año de vuelta a la normalidad, el ejercicio 2016 viene marcado por varias operaciones corporativas:

1) La venta de Acciona Wind Power (AWP) a Nordex que se ha cerrado a principios de abril. Por tanto, AWP dejará de contribuir directamente en las cuentas de Acciona en el 2T a cambio de la puesta en equivalencia del 29,9% de Nordex. El entusiasmo de la operación se ha visto ensombrecido con el anuncio de una ralentización de las ventas por parte de Nordex: frente a los 3.600M€ estimados para este año las ventas quedarían en 3.400M€, con un margen EBITDA que se mantiene en 7,5%.

2) En cuanto a ATLL, Acciona ha incrementado su participación hasta el 76% al comprar la participación de BTG Pactual. Así, desde el 1 de enero, ATLL pasa a consolidarse globalmente. Esta posición está rodeada de polémica por distintos litigios legales, motivo por el que hemos ajustado a la baja su valoración.

3) De momento se ha decidido abandonar la venta de Trasmediterránea aunque continúa siendo un activo no estratégico. Por el contrario, se están buscando alternativas para parte de la división inmobiliaria. En este sentido, Acciona Inmobiliaria ha segregado sus activos en dos ramas de actividad, para diferenciar el desarrollo y promoción para la venta y el destinado al alquiler (Acciona Real Estate, ARE). Así, se facilita una posible operación corporativa con ARE que pasaría por su salida a bolsa y/o la entrada de un socio.

Además de por estos tres puntos, el ejercicio 2016 marca la vuelta a las inversiones después de un 2015 con el capex en mínimos históricos (de 223M€ suben a 600M€ destinando el grueso a Energía). En cuanto a la evolución de los negocios, Energía sufrirá por la caída de los precios mientras que Infraestructuras debería recuperarse con un impacto total negativo, como se notará ya en sus cuentas del 1T (11 de mayo). Ahora bien, la incorporación de ATLL unida a la salida de AWP mejora el margen EBITDA automáticamente pasando de 17,9% a cierre de 2015 hasta 19,2% este año según nuestras estimaciones. En definitiva, Acciona se encuentra en una situación relativamente cómoda desde el punto de vista de los negocios y de la deuda, lo que le permitirá crecer orgánicamente. Por otro lado, podría sorprender con la materialización de alguna operación corporativa con prima respecto a nuestra valoración. Asimismo, la compañía aspira a que el dividendo vaya creciendo moderadamente y presenta una rentabilidad interesante (rentabilidad'16e 3,6%).

### Equipo de Análisis de Bankinter:

Ramón Forcada Ana de Castro Eva del Barrio (analista principal de este informe)  
Jesús Amador Pilar Aranda Belén San José Esther G. de la Ana Achau (Asesoramiento)

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

Avda de Bruselas, 12  
28108 Alcobendas

### Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<http://broker.bankinter.com/www/es-es/cqj/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

	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	TAMI 2014-'20
Ingresos netos	6.856	6.788	6.274	6.442	6.616	6.797	6.984	0%
EBITDA	1.087	1.174	1.155	1.196	1.244	1.293	1.344	4%
EBIT	573	627	621	648	686	729	775	5%
BAI	278	319	289	316	374	421	471	9%
BNA	185	208	699	214	262	298	337	10%
BNA ordinario			193					

## Resumen Balance de Situación

	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	TAMI 2014-'20
Activo No Corriente	11.184	11.316	11.722	11.815	11.918	12.031	12.155	1%
Activo Corriente	3.264	2.588	2.642	2.727	2.798	2.873	2.952	-2%
Caja e IFT	1.696	1.873	1.873	1.873	1.873	1.873	1.873	2%
PN	3.613	3.754	3.981	4.045	4.137	4.241	4.359	3%
Pasivo no corriente	2.001	2.008	2.018	2.028	2.048	2.079	2.121	1%
Deuda financiera	6.990	7.032	7.174	7.234	7.236	7.214	7.169	0%
Pasivo corriente	3.539	2.983	3.064	3.108	3.167	3.243	3.331	-1%
Total Activo/Pasivo	16.143	15.777	16.237	16.415	16.589	16.777	16.980	1%

## Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
+BNA	193	214	262	298	337	
+Amortizaciones y prov.	516	521	525	529	533	
+Gastos Financieros *(1-t)	298	302	302	300	298	
- Inversión neta	-600	-600	-601	-601	-602	
- Variación circulante	23	-44	-19	-10	-6	VR
= CFL Operativo	430	392	469	517	560	11.344

WACC	6,3%
g	1,0%
EV	10.292
- Deuda Neta	-5.301
- Otra deuda (acuerdo KKR)	-374
- Minoritarios	-307
EqV	4.310
Nº acciones (M)	57,3
<b>Estimación DFC</b>	<b>75,3 €/acción</b>

## Matriz de Sensibilidad de la Valoración por Flujos de Caja

		Crecimiento Sostenible Esperado (g)								
		0,2%	0,4%	0,6%	0,8%	1,0%	1,2%	1,4%	1,6%	1,8%
Coste de los recursos (WACC)	5,1%	94,5	101,8	109,7	118,4	128,0	138,5	150,2	163,1	177,7
	5,4%	82,9	89,4	96,3	103,9	112,1	121,1	131,1	142,1	154,2
	5,7%	72,7	78,3	84,5	91,1	98,3	106,1	114,6	124,0	134,4
	6,0%	63,4	68,5	73,9	79,8	86,1	92,9	100,4	108,5	117,3
	6,3%	55,1	59,7	64,5	69,7	75,3	81,3	87,8	94,9	102,6
	6,6%	47,6	51,7	56,0	60,6	65,6	70,9	76,7	82,9	89,6
	6,9%	40,7	44,4	48,3	52,5	56,9	61,7	66,8	72,3	78,2
	7,2%	34,4	37,8	41,3	45,1	49,1	53,3	57,9	62,8	68,0
	7,5%	28,7	31,7	34,9	38,3	41,9	45,8	49,9	54,2	58,9

Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

**Equipo de Análisis de Bankinter:**  
 Ramón Forcada      Ana de Castro      Eva del Barrio (analista principal de este informe)  
 Rafael Alonso      Ramón Carrasco  
 Jesús Amador      Pilar Aranda      Belén San José      Esther G. de la Ana Achau (Asesoramiento)

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

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

Avda de Bruselas, 12

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

## Valoración por Suma de Partes

Negocio	EV Método valoración	EV/EBITDA'16e implícito
Energía	7.958 DFC (wacc 6% g 1%) y múltiplo (EV/MW 1,1)	10,7 x
Infraestruct. Construcción y Concesione	1.070 DFC (wacc 7,5% g 0,5%) y Capital invertido	9,2 x
Agua (sin ATLL)	217 DFC (wacc 6,5% g 0,5%)	6,1 x
Servicios	196 DFC (wacc 7% g 0,5%)	6,1 x
Inmobiliaria	681 Book value ajustado	
Bestinver	368 Múltiplos (EV/EBITDA 10x y capitaliz./activos gestión 0,03x)	
Trasmediterránea	239 Múltiplo (EV/EBITDA 6x)	
Viñedos	40 Múltiplo (EV/EBITDA 8x)	
<b>EV negocios</b>	<b>10.770</b>	
- DFN	-5.301	
- Otra deuda (KKR)	-374	
- Minoritarios	-307	
<b>Equity Value negocios</b>	<b>4.788</b>	
+ 29,9% Nordex	679 Valor de mercado	
+76% ATLL	92 Equity invertido ajustado	
+ EqV Energía Asociadas	260 Múltiplo (EqV/MW 0,45)	
<b>Equity Value Total</b>	<b>5.819</b>	
Nº acciones (M)	57,3	
<b>Estimación suma de partes</b>	<b>101,6 €/acción</b>	

El negocio de Energía explica el grueso de la valoración (65% del Equity Value incluyendo asociadas). Lo hemos valorado con dos métodos con igual ponderación: DFC y múltiplo EV/MW. En este último caso hemos aplicado un múltiplo de 1,1x de media. Eólico nacional se ha valorado a 0,8x; Eólico internacional a 1,1x, en línea con la operación de KKR (recientemente hemos visto operaciones con múltiplos más elevados pero responderían a parques más recientes, con un mayor porcentaje de energía vendida primada); Solar a 3,4x (media de las últimas operaciones en el sector) y Otras Tecnologías a 1,0x.

Después encontraríamos el negocio de Infraestructuras (8% EqV). Construcción lo hemos valorado en función de un DFC y en la parte de Concesiones hemos tenido en cuenta el capital invertido.

Por otro lado, contaríamos con la Inmobiliaria (5% EqV) que se ha valorado en base a su valor en libros con un porcentaje de ajuste en función de la categoría de los activos (patrimonial residencial, oficinas, promoción y suelo).

En los demás negocios se han empleado múltiplos de compañías comparables: Bestinver está valorado a un EV/EBITDA de 6x, Trasmediterránea de 6x y la Actividad vinícola a 8x.

Además, hemos tenido en cuenta el valor de mercado de su participación en Nordex (cotiza en Alemania, 11% Eq V). Finalmente, la participación en ATLL se ha valorado en función del Equity invertido con un porcentaje de ajuste por el riesgo legal, ya que en todo caso hemos tratado de ser conservadores en nuestras estimaciones.

## Método de Valoración y Precio Objetivo

Establecemos un precio objetivo de 88,4€ en función de dos métodos de valoración con igual ponderación: descuento de flujo de caja libre operativo y suma de partes, con las hipótesis recogidas en las tablas

		Ponderación		
Valoración DFC	75,3	50%	PER'16 implícito	26,2 x
Valor. Suma partes	101,6	50%	EV/EBITDA'16 implícito	9,9 x
<b>Precio objetivo</b>	<b>88,4</b>			

Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

**Equipo de Análisis de Bankinter:** Eva del Barrio (analista principal de este informe) <http://broker.bankinter.com/>  
 Ramón Forcada Ana de Castro Rafael Alonso Ramón Carrasco <http://www.bankinter.com/>  
 Jesús Amador Pilar Aranda Belén San José Esther G. de la Ana Achau (Asesoramiento) Avda de Bruselas, 12  
 28108 Alcobendas

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<http://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+binarios?secc=OPVS&subs=DJSC&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.