

Sector: **Construcción**

Sólidos resultados 3T20 que confirman la estabilidad del negocio.

Precio Objetivo: **2,62 €**

Recomendación: **Comprar**

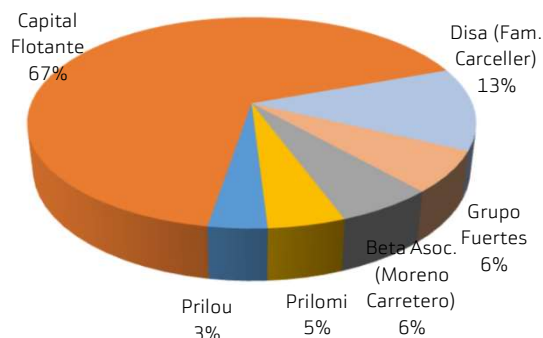
Analista: Juan Tuesta

SACYR

Datos Básicos

Capitalización (M €): 1.128 M€
 Último: 1,97 €/acc.
 N° Acciones (M.): 593,9 M
 Max / Min (52 sem): 2,795€ / 1,060€
 Cód. Reuters / Bloomberg: SCYR.MC / SCYR SM

Accionariado



Principales cifras P&L y Ratios

	2018r	2019r	2020e	2021e	TAMI(1)
Ingresos	3.796	4.169	4.119	4.348	4,6%
Ebitda	543	680	679	740	10,8%
Mg. Ebitda	14,3%	16,3%	16,5%	17,0%	
Ebit	365	441	493	553	14,9%
BAI	286	-184	235	279	-0,7%
BNA	150	-298	116	149	-0,3%
BPA (€/acc.)	0,28	-0,51	0,20	0,25	-3,8%
DPA (€/acc.)	0,00	0,00	0,11	0,10	n/a
Rentab. Div.	0,0%	0,0%	5,5%	5,0%	
PER	8,5x	-4,3x	10,1x	7,9x	
EV/Ebitda	10,0x	8,3x	8,9x	8,9x	
DFN (€M)	4.168	4.390	4.908	5.425	9,2%
DFN/Ebitda	7,7x	6,5x	7,2x	7,3x	

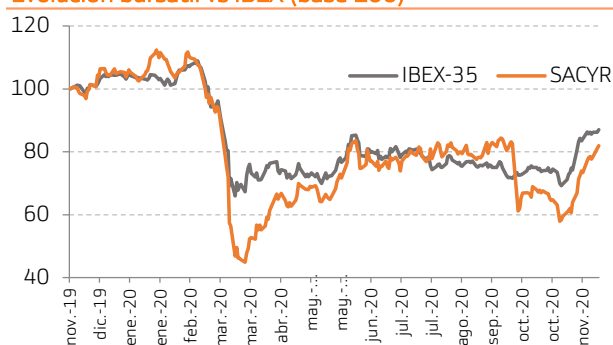
(1) Incremento 2018/2021

Resultados 3T20

(€M)	3T19	3T20	ncr (a/a)
Ingresos	1.023	1.124	9,9%
EBITDA	177	179	1,4%
BNA	42	-23	n/a

Fuente: Compañía

Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



Fuente: Bloomberg, Reuters, CNMV y compañía

Reiteramos **recomendación de Comprar** y fijamos un **Precio Objetivo de 2,62€/acc (potencial: 33%)**. Los resultados 3T20 fueron buenos y refrendan nuestra visión positiva en el valor (y así fue recogido por el mercado en los días posteriores a la publicación).

El negocio de **Concesiones** (84% de nuestro EV estimado y 75% del EBITDA) aporta estabilidad en el actual entorno de incertidumbre económica, al tener el 90% de sus activos no sujetos a riesgo de demanda. A pesar de que el actual entorno de desaceleración económica lastra actividades como **la construcción**, su peso no es significativo (menos del 6% del total EV estimado) y no afecta a nuestra valoración.

Al precio actual de mercado, consideramos que **hay valor en el negocio de concesiones que no se está reflejando por parte de la cotización**.

Resultados 3T20

Sacyr presentó cifras mejores de lo esperado en el 3T20 tanto a nivel **Ventas como EBITDA y BNA**. Cifras 9M20: Ingresos 3.203M€ (+5,6% a/a); EBITDA 527M€ (+7,2%) y BNA 47M€ (+8% ex-Provisiones laudo Panamá). Las provisiones por Panamá han sido en parte compensadas por la reversión de 30M€ de provisión que se dotaron en marzo bajo criterio de prudencia ante los posibles efectos derivados de la pandemia.

Por el lado de la participación de Repsol, la compañía tiene totalmente cubierto el riesgo financiero ante bajadas en el precio de la acción gracias al call-spread que tiene contratado. La compañía mantiene la participación de Repsol a un valor en libros de 6,72€/acc a 30 de septiembre de 2020. La deuda neta se situó en 4.788M€ vs 4.528M€ en el trimestre anterior.

Perspectivas de negocio

Pese a que Sacyr tiene que afrontar en 2020 el reto de mantener el ritmo de crecimiento de negocio en un entorno de fuerte desaceleración económica, la compañía cuenta con la estabilidad de su negocio de concesiones (75% del EBITDA). El **negocio de concesiones** es un factor que aporta visibilidad a futuro, debido a la elevada vida útil de las concesiones (25 años de vida media en los 44 activos concesionales) y la capacidad de la compañía para rotar activos maduros con plusvalías (como hemos visto en el pasado con Guadalcesa, vendida con 10% de prima el pasado octubre). Además, la mayoría de los ingresos de concesiones (c.90%) no están sujetos a riesgo de demanda y por tanto no se verán afectados por las caídas de tráfico fruto del confinamiento.

Respecto a **Repsol**, la compañía tiene totalmente cubierto el riesgo ante bajadas en el precio de la acción y tiene contratado un call-spread para poder beneficiarse de las subidas de la acción a partir de 8,5€/acc (si bien es sólo una cuarta parte del total de los derivados, estando el resto aún lejos de generar ganancias dados sus precios de ejercicio entre 11,8€/acc y 13,9€/acc).

Por último, señalar que los niveles de **Deuda** de la compañía (4.788M€ en el 3T20) no creemos que representen un problema dado que en su mayor parte es deuda sin recurso. Sin embargo, la elevada proporción de Deuda sobre el EV total estimado contribuye, desde nuestro punto de vista, a incrementar la volatilidad de la cotización.

Valoración

Los resultados 3T20 fueron buenos y refrendan nuestra visión positiva en el valor (y así fue recogido por el mercado en los días posteriores a la publicación). Reiteramos **recomendación de Comprar** y fijamos un **Precio Objetivo de 2,62€/acc (potencial: 33%)**.

PYG Resumida (M€)	2018r	2019r	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI 19/25
Total Ingresos	3.796	4.169	4.119	4.348	4.554	4.770	4.996	5.234	3,9%
Gastos de explotación	-3.252	-3.490	-3.440	-3.608	-3.769	-3.942	-4.115	-4.296	
EBITDA	543	680	679	740	785	828	881	938	5,5%
<i>Margen Ebitda</i>	<i>14,3%</i>	<i>16,3%</i>	<i>16,5%</i>	<i>17,0%</i>	<i>17,2%</i>	<i>17,4%</i>	<i>17,6%</i>	<i>17,9%</i>	
Amorts. y Provisiones	-178	-239	-186	-187	-206	-222	-274	-310	
EBIT	365	441	493	553	580	606	607	628	6,1%
Rdo. Financiero	-247	-316	-276	-321	-238	-235	-214	-209	
Puesta en Equivalencia	201	-260	-814	89	139	163	177	191	
BAI	286	-184	235	279	437	489	524	563	
BNA	150	-298	116	149	234	247	258	269	n/a
BPA	0,28	-0,51	0,20	0,25	0,39	0,42	0,43	0,45	n/a
Balance Resumido (M€)	2018r	2019r	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	
Activos no corrientes	8.896	9.310	9.916	10.304	10.807	11.002	11.218	11.459	
Proyectos concesionales	1.354	877	1.008	1.159	1.333	1.533	1.763	2.028	
Activos financieros	3.336	3.175	3.031	2.987	3.020	2.704	2.363	1.995	
Cuenta a cobrar por activos conce	3.553	4.576	5.160	5.405	5.664	5.935	6.221	6.522	
Activos corrientes	4.954	4.597	4.604	4.664	4.736	5.055	5.388	5.735	
Deudores	1.975	1.991	2.055	2.169	2.272	2.380	2.493	2.611	
Efectivo	1.990	1.612	1.479	1.372	1.286	1.440	1.599	1.764	
TOTAL ACTIVO	13.850	13.907	14.520	14.968	15.542	16.057	16.606	17.194	
Patrimonio Neto	1.507	1.190	1.243	1.333	1.510	1.699	1.899	2.110	
Pasivos no corrientes	7.916	8.178	8.583	9.012	9.468	9.952	10.467	11.013	
Deuda Financiera	5.061	5.070	5.400	5.751	6.124	6.523	6.946	7.398	
Pasivos corrientes	4.427	4.538	4.694	4.623	4.565	4.406	4.241	4.071	
Deuda Financiera	1.097	932	988	1.047	1.110	1.176	1.247	1.322	
Acreedores comerciales	2.431	2.466	2.501	2.624	2.740	2.866	2.992	3.123	
TOTAL PASIVO	13.850	13.907	14.520	14.968	15.542	16.057	16.606	17.194	

Fuente: Análisis Bankinter.

Valoración por suma de partes

Activos	Método de Valoración	EV (M€)	%	Múltiplo implícito
Ingeniería e Infra + Industrial	DCF y Múltiplos	425	6%	4,0x EV / Ebitda
Concesiones	Valoración NAV por países	5.577	84%	1,1x NAV ajustado
Servicios	Múltiplos	681	10%	8,0x EV / Ebitda
Repsol (7,87%)	Valor ajustado por deuda + derivados	4	0,1%	
Otras asociadas	Valor Libros	60	1%	1,0x VL
Holding y Ajustes	Múltiplos	(105)	-2%	4,0x EV / Ebitda
Total Enterprise Value Negocios		6.642	100,0%	
- Deuda neta grupo		(4.908)		
- Minoritarios		(117)		
- Provisiones estimadas		(102)		
Equity value		1.514		
Nº acciones (mill.) ajustadas por autocartera		576,8		
Precio objetivo		2,62		
Precio Actual		1,97		
Potencial (%)		33%		

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

NOTAS 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-Trapiella – Consumo & Telco

Eduardo Cabero – Seguros

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.