

Sector: **Construcción**

**Sólidos resultados 3T20 que confirman la estabilidad del negocio.**

Precio Objetivo: **2,62 €**

Recomendación: **Comprar**

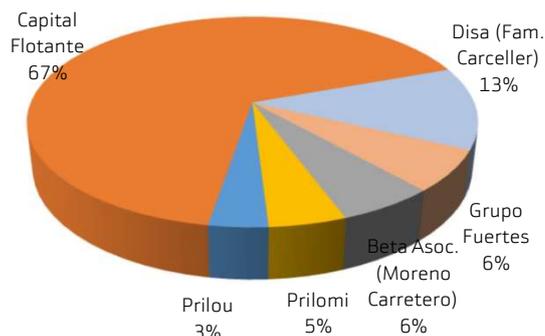
Analista: Juan Tuesta

## 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  |         |

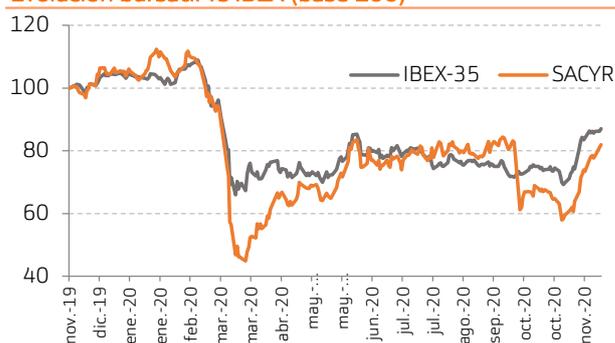
(1) Incremento 2018/2021

### 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<br>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        |               |
| <b>EBITDA</b>                     | <b>543</b>    | <b>680</b>    | <b>679</b>    | <b>740</b>    | <b>785</b>    | <b>828</b>    | <b>881</b>    | <b>938</b>    | <b>5,5%</b>   |
| <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          |               |
| <b>EBIT</b>                       | <b>365</b>    | <b>441</b>    | <b>493</b>    | <b>553</b>    | <b>580</b>    | <b>606</b>    | <b>607</b>    | <b>628</b>    | <b>6,1%</b>   |
| Rdo. Financiero                   | -247          | -316          | -276          | -321          | -238          | -235          | -214          | -209          |               |
| Puesta en Equivalencia            | 201           | -260          | -814          | 89            | 139           | 163           | 177           | 191           |               |
| <b>BAI</b>                        | <b>286</b>    | <b>-184</b>   | <b>235</b>    | <b>279</b>    | <b>437</b>    | <b>489</b>    | <b>524</b>    | <b>563</b>    |               |
| <b>BNA</b>                        | <b>150</b>    | <b>-298</b>   | <b>116</b>    | <b>149</b>    | <b>234</b>    | <b>247</b>    | <b>258</b>    | <b>269</b>    | <b>n/a</b>    |
| <b>BPA</b>                        | <b>0,28</b>   | <b>-0,51</b>  | <b>0,20</b>   | <b>0,25</b>   | <b>0,39</b>   | <b>0,42</b>   | <b>0,43</b>   | <b>0,45</b>   | <b>n/a</b>    |
| <b>Balance Resumido (M€)</b>      | <b>2018r</b>  | <b>2019r</b>  | <b>2020e</b>  | <b>2021e</b>  | <b>2022e</b>  | <b>2023e</b>  | <b>2024e</b>  | <b>2025e</b>  |               |
| <b>Activos no corrientes</b>      | <b>8.896</b>  | <b>9.310</b>  | <b>9.916</b>  | <b>10.304</b> | <b>10.807</b> | <b>11.002</b> | <b>11.218</b> | <b>11.459</b> |               |
| 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         |               |
| <b>Activos corrientes</b>         | <b>4.954</b>  | <b>4.597</b>  | <b>4.604</b>  | <b>4.664</b>  | <b>4.736</b>  | <b>5.055</b>  | <b>5.388</b>  | <b>5.735</b>  |               |
| 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         |               |
| <b>TOTAL ACTIVO</b>               | <b>13.850</b> | <b>13.907</b> | <b>14.520</b> | <b>14.968</b> | <b>15.542</b> | <b>16.057</b> | <b>16.606</b> | <b>17.194</b> |               |
| <b>Patrimonio Neto</b>            | <b>1.507</b>  | <b>1.190</b>  | <b>1.243</b>  | <b>1.333</b>  | <b>1.510</b>  | <b>1.699</b>  | <b>1.899</b>  | <b>2.110</b>  |               |
| <b>Pasivos no corrientes</b>      | <b>7.916</b>  | <b>8.178</b>  | <b>8.583</b>  | <b>9.012</b>  | <b>9.468</b>  | <b>9.952</b>  | <b>10.467</b> | <b>11.013</b> |               |
| Deuda Financiera                  | 5.061         | 5.070         | 5.400         | 5.751         | 6.124         | 6.523         | 6.946         | 7.398         |               |
| <b>Pasivos corrientes</b>         | <b>4.427</b>  | <b>4.538</b>  | <b>4.694</b>  | <b>4.623</b>  | <b>4.565</b>  | <b>4.406</b>  | <b>4.241</b>  | <b>4.071</b>  |               |
| 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         |               |
| <b>TOTAL PASIVO</b>               | <b>13.850</b> | <b>13.907</b> | <b>14.520</b> | <b>14.968</b> | <b>15.542</b> | <b>16.057</b> | <b>16.606</b> | <b>17.194</b> |               |

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   |
| <b>Total Enterprise Value Negocios</b>        |                                      | <b>6.642</b> | <b>100,0%</b> |                    |
| - Deuda neta grupo                            |                                      | (4.908)      |               |                    |
| - Minoritarios                                |                                      | (117)        |               |                    |
| - Provisiones estimadas                       |                                      | (102)        |               |                    |
| <b>Equity value</b>                           |                                      | <b>1.514</b> |               |                    |
| Nº acciones (mill.) ajustadas por autocartera |                                      | 576,8        |               |                    |
| <b>Precio objetivo</b>                        |                                      | <b>2,62</b>  |               |                    |
| <b>Precio Actual</b>                          |                                      | <b>1,97</b>  |               |                    |
| <b>Potencial (%)</b>                          |                                      | <b>33%</b>   |               |                    |

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](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.