

Sector: Construcción

Los catalizadores son el menor riesgo en Repsol y el crecimiento en Concesiones

Sacyr

Precio Objetivo: 2,7 €
Recomendación: Comprar

Datos Básicos

Capitalización (M €): 1.252 M€
Último: 2,42 €/acc.
Nº Acciones: 517 M acc.
Min / Max (52 sem): 1,17 / 2,44€/acc.

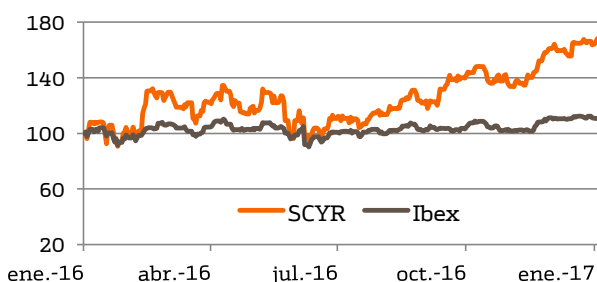
Resultados	2015r	2016e	2017e	2018e	TAMI(%)
Ingresos	3.063	3.240	3.313	3.500	3,9%
Ebitda	318	357	401	441	11,2%
Ebit	148	243	284	322	14,9%
BAI	-642	215	289	361	29,6%
BNA	371	147	217	271	35,6%

Desglose ingresos (M€)	9M16	Var. a/a	%/ tota
Construcción	997	-15,2%	46,1%
Concesiones	654	-2,1%	30,2%
Servicios	401	15,4%	18,5%
Industrial	290	52,7%	13,4%
Holding y ajustes	-180	n.r.	n.r.
Total	2.162		

Principales ratios	2015r	2016e	2017e	2018e
BPA (€/acc)	0,72	0,28	0,42	0,52
PER	3,4x	8,5x	5,8x	4,6x
PER ex-REP ¹	3,9x	14,8x	9,3x	7,3x
ROE	19%	7%	10%	11%
Deuda neta / Ebitda	13,3 x	10,2 x	7,8 x	7,3 x
Deuda Neta/FFPP	2,2 x	1,8 x	1,4 x	1,2 x

Evolución bursátil	2014	2015	2016	2017
ACS	15,2x	12,4x	12,6x	12,1x
Abertis	27,6x	n.r.	17,0x	15,6x
OHL	79,7x	16,1x	9,0x	6,8x
Eiffage	13,4x	17,1x	16,6x	14,6x
Vinci	10,1x	16,0x	16,2x	14,9x
FCC	n.r.	45,3x	25,5x	22,4x
Sacyr	n.r.	n.r.	8,5x	5,8x

Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía
1 Descontando aportación al BNA de REP y coste financiero del préstamo vinculado a dicha participación.

Mejoramos nuestra recomendación desde Vender a Comprar y revisamos al alza nuestro precio objetivo desde 1,8€ hasta 2,7€ (potencial de +11,6%). La reducción del riesgo vinculado a Repsol por las menores minusvalías y las coberturas contratadas por Sacyr es la razón fundamental de este cambio de perspectiva. La gradual recuperación del negocio típico (Construcción, Servicios e Industrial) apoyada en la aceleración del ciclo global es un catalizador adicional. Por último, el buen comportamiento del área de Concesiones otorga mayor visibilidad y facilitará la venta de Itínere, un paso adicional para reducir una deuda elevada.

Repsol deja de ser un factor crítico de incertidumbre.

Sacyr mantiene una participación del 8,4% en Repsol, valorada en libros a 15,6€ / acción, lo que provocó que la cotización se viera presionada a la baja por unas minusvalías latentes que llegaron a alcanzar 680 M€ y actualmente se han reducido a 148 M€. En nuestra opinión, el riesgo vinculado a Repsol se ha reducido significativamente en 2 ámbitos: (i) La recuperación del precio del petróleo permitirá a Repsol aumentar sus beneficios en 2017 y 2018, mejorando el resultado por puesta en equivalencia de Sacyr. A su vez, se refuerza la sostenibilidad del dividendo de Repsol y se reduce el riesgo de provisiones por deterioro del valor. (ii) La compañía ha contratado 2 derivados de cobertura sobre 20 y 30 millones de acciones de Repsol (un 40% de su participación) que le protegen del riesgo de caída de la cotización por debajo de 10,7€ / acc. y 11,9 € / acc., respectivamente. Por lo tanto, la minusvalía máxima sobre ese conjunto de acciones valoradas en libros en 780 M€ se limita ahora a la minusvalía neta máxima se limita ahora a 157 M€.

Construcción: adaptación a un entorno más difícil.

El negocio de Construcción continúa negativamente afectado por el descenso de los ingresos y las pérdidas operativas en Somague. A pesar de que un 83% de la cartera es internacional, estimamos que los ingresos no crecerán hasta 2018. Sin embargo, la evolución de este negocio sí está mejorando en 2 ámbitos: (i) La reestructuración de personal para adaptar la estructura a menores niveles de actividad permitirá una progresiva recuperación de márgenes. (ii) El Dispute Adjudication Board considera que es razonable que Sacyr recupere 600 M€ por sus reclamaciones de sobrecostes en el Canal de Panamá, lo que implicaría un flujo de caja estimado de 400 M€. En nuestra valoración, tomamos como escenario central que Sacyr recupere tan sólo un 50% de ese importe. No obstante, y aunque la visibilidad acerca del dictamen de los tribunales de arbitraje es todavía escasa, consideramos que el flujo de noticias ha mejorado tras la inauguración del Canal de Panamá.

Concesiones: una vía de crecimiento y visibilidad de resultados.

El negocio de Concesiones es un factor que aporta visibilidad a futuro, debido a la tendencia creciente de los resultados (+10,4% en Ebitda hasta 9M16), la elevada vida útil de las concesiones (26 años de vida media en los 36 activos concesionales) y la capacidad de la compañía para rotar activos maduros con plusvalías.

Un catalizador adicional puede ser la venta de Itínere, en la que Sacyr mantiene una participación del 15%. El acuerdo con el resto de socios minoritarios, la mejora del tráfico en España y el interés de los inversores institucionales en activos concesionales facilitará que la venta pueda cerrarse por un importe en el rango 220 - 240 M€, lo que contribuirá a reducir deuda corporativa y financiar nuevas inversiones sin aumentar el apalancamiento.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Jesús Amador (analista principal de este informe) Ramón Forcada
Belén San José Ana de Castro Ramón Carrasco Rafael Alonso

Eva del Barrio Esther Gutiérrez de la Torre
Aránzazu Bueno Joao Pisco
Ana Achau (Asesoramiento) 28108 Alcobendas, Madrid

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal

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

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

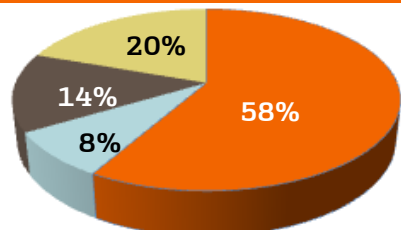
Avda. Bruselas 12

28108 Alcobendas, Madrid

Riesgos ¿qué puede salir mal?

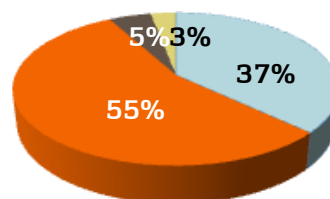
Aunque el potencial es limitado y el ritmo de reducción de deuda es gradual, consideramos que la cotización se puede ver respaldada por la reducción de la exposición a Repsol y la preferencia del mercado por compañías más ligadas al ciclo. La mejora del negocio típico hace que los múltiplos de la compañía estén todavía en niveles asumibles incluso descontando el efecto de Repsol (PER ex-Repsol 17e < 10x). A pesar de este contexto más favorable, identificamos como principal factor de incertidumbre en el corto plazo el riesgo de *flow-back* de acciones de Sacyr. La ejecución realizada en diciembre de un 2,37% de participación en Sacyr por parte de Banco Sabadell al no refinanciar la deuda personal de Manuel Manrique es un factor de presión bajista sobre la cotización, ya que pensamos que Sabadell venderá en el corto plazo dicha participación.

Desglose del Ebitda por negocios



■ Concesiones ■ Industrial ■ Construcción ■ Servicios

Desglose de Cartera por áreas geográficas



■ América ■ Europa ■ África ■ Asia-Pacífico

Valoración por suma de partes

Activo / Negocio	Método valoración	Enterprise Value	Deuda	Equity value
Construcción	DCF	477	160	317
Concesiones ¹	1x Inversión realizada	2.794	2.030	764
Valoriza (servicios) ²	7,5x Ebitda 2017e	573	119	454
Industrial	DCF	298	31	267
Participación Repsol ³	Valor mercado 8,4%	1.734	1.092	642
Total negocios		5.876	3.432	2.444
Holding		-80	549	-629
-Minusvalía latente en Repsol				-148
-Minoritarios				-260
Equity value				1.407
nº acciones (mill.)				517
Precio objetivo				2,7

1 Valoramos las Concesiones por la inversión realizada o "equity invertido" hasta el momento e Itinere aplicando un ratio de 0,9 x Valor Contable, importe por el consideramos que la participación de Sacyr puede venderse desde una perspectiva conservadora.

2 Tomamos como referencia el múltiplo de 8x Ebitda con el que se produjo la venta de Urbaser por parte de ACS a finales de 2016 y aplicamos un múltiplo ligeramente inferior debido a la menor dimensión del negocio de Servicios de Sacyr.

3 Incluimos como deuda de Sacyr vinculada a su participación en Repsol la que la propia compañía refleja en sus resultados trimestrales.

Matriz de sensibilidad

Cobros Arbitraje Panamá / Cotización Repsol	0 M€	150 M€	300 M€	450 M€	600 M€
12,0 €	1,7	1,8	1,9	2,1	2,2
13,0 €	2,1	2,2	2,4	2,5	2,7
14,0 €	2,5	2,6	2,7	2,9	3,0
15,0 €	3,0	3,1	3,2	3,3	3,5
16,0 €	3,4	3,5	3,6	3,8	3,9

Aplicamos un análisis de sensibilidad del precio objetivo a la cotización de Repsol y los importes que Sacyr pueda recuperar de las reclamaciones por sobrecostes en el Canal de Panamá. En nuestro escenario central asumimos que el Dispute Adjudication Board determina que Sacyr obtiene 300 M€, un 50% de lo que DLF Associated considera que es el importe recuperable por Sacyr como participante en el consorcio Grupos Unidos por el Canal.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Jesús Amador (analista principal del informe)	Ramón Forcada	Eva del Barrio Esther Gutiérrez de la Torre	http://broker.bankinter.com/
Belén San José	Ana de Castro	Rafael Alonso	http://www.bankinter.com/
	Ramón Carrasco	Aránzazu Bueno	Avda. Bruselas 12
Por favor, consulte importantes advertencias legales en:		Joao Pisco	Ana Achau (Asesoramiento) 28108 Alcobendas, Madrid

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser"

PYG Resumida (M€)	2015r	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	TAMI 2015/21
Total ingresos	3.063	3.240	3.313	3.500	3.704	3.851	3.941	4,0%
Gastos de explotación	-2745	-2883	-2912	-3059	-3218	-3340	-3418	
EBITDA	318	357	401	441	486	511	523	7,9%
<i>Mg Ebitda</i>	10%	11%	12%	13%	13%	13%	13%	
Amtz. Depr. y deterioro activos	-170	-113	-116	-120	-124	-127	-131	
EBIT	148	243	284	322	362	383	392	10,0%
Resultado Financiero	-242	-188	-161	-140	-125	-114	-104	
Resultado puesta en equivalencia	-468	150	161	178	193	203	197	
BAI	-642	215	289	361	428	468	478	17,4%
Resultado. Operaciones Interrumpidas ¹	1.183	0	0	0	0	0	0	
BNA	371	147	217	271	321	351	359	19,5%
BPA	0,72	0,28	0,42	0,52	0,62	0,68	0,69	-1,1%

¹ El resultado de operaciones continuadas del año 2015 refleja la plusvalía en la venta de Testa a Merlin Properties.

Balance Resumido (M€)	2015r	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Proyectos concesionales	1.644	1.657	1.681	1.710	1.734	1.755	1.773
Inv. Contab método participación	2.021	1.900	1.900	1.900	1.900	1.900	1.900
Cuentas a cobrar por concesiones	1.389	1.428	1.480	1.505	1.526	1.545	1.560
Otros activos inmovilizados	1.724	1.662	1.735	1.811	1.888	1.967	2.048
Total activo inmovilizado	6.778	6.647	6.796	6.925	7.049	7.167	7.281
Deudores	1.997	2.031	2.069	2.177	2.293	2.374	2.419
Tesorería y equivalentes	603	595	607	619	631	644	657
Otro circulante	1.079	775	589	596	604	609	613
Total activo circulante	3.679	3.402	3.266	3.392	3.529	3.627	3.688
TOTAL ACTIVO	10.457	10.288	10.111	10.362	10.618	10.831	11.002
Patrimonio neto	1.912	2.059	2.276	2.520	2.814	3.136	3.465
Pasivo a LP	980	1.043	1.109	1.180	1.256	1.336	1.422
Proveedores	1.654	1.820	1.849	1.947	2.052	2.130	2.180
Otros Pasivo Circulante	1.088	1.135	1.145	1.158	1.174	1.194	1.216
Deuda financiera	4.823	4.233	3.733	3.555	3.321	3.034	2.719
TOTAL PASIVO Y PAT. NETO	10.457	10.288	10.111	10.362	10.618	10.831	11.002

Flujos de Caja Libre	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
+ BNA	147	217	271	321	351	359
+ Amortizaciones & Provisiones	113	116	120	124	127	131
+ Gastos Financieros Netos x (1 - T)	141	121	105	94	86	78
- Inversiones	-185	-195	-205	-207	-208	-209
+/- Variación de Circulante	-32	-9	-9	-12	-2	5
= Cash Flow Libre Operativo	185	250	282	321	354	363

La Compañía ha sido informada sobre esta recomendación antes de la publicación de esta nota.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Jesús Amador (analista principal del informe) Ramón Forcada Esther Gutiérrez de la Torre Eva del Barrio <http://broker.bankinter.com/>
 Belén San José Ana de Castro Rafael Alonso Ramón Carrasco Aránzazu Bueno Joao Pisco <http://www.bankinter.com/>
 Avda. Bruselas 12
 Por favor, consulte importantes advertencias legales en: Ana Achau (Asesoramiento) 28108 Alcobendas, Madrid

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser"