

La situación actual de ACS

3 de noviembre 2021

Ignacio Pérez Castelblanque (iperez@cirene.es)
Gestor del fondo GPM International Capital desde abril 2021

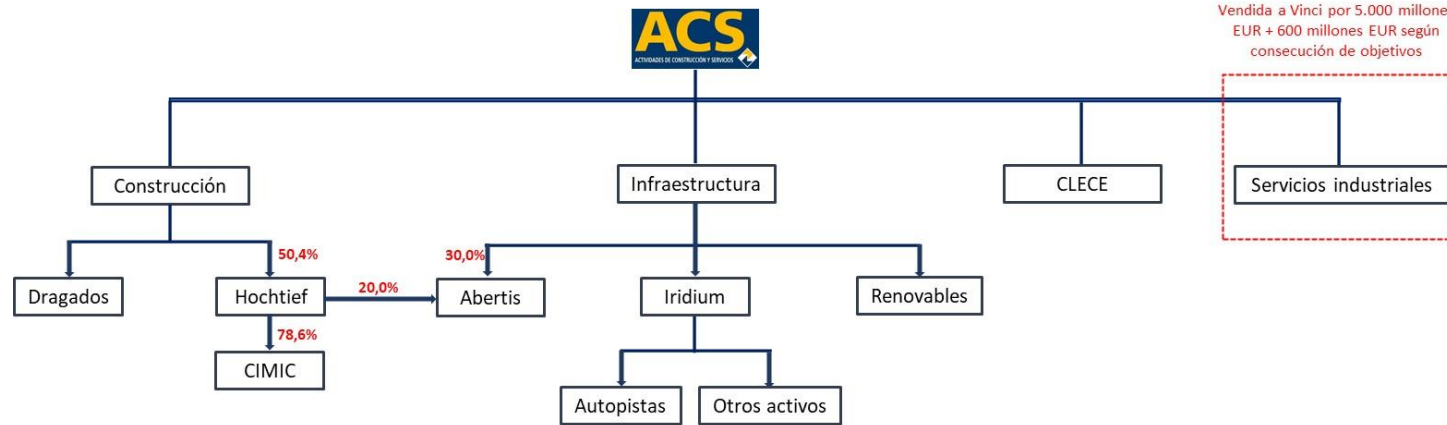
Introducción

- El siguiente escrito refleja sólo mis opiniones personales y no es ninguna recomendación de compra o venta sobre ACS
 - Tengo una posición larga en ACS
-
- El precio de la acción de ACS ha sufrido una caída significativa desde mayo 2021, mes en el que su cotización llegó a sobrepasar los 28 euros
 - Puede haber incertidumbre sobre distintos factores pero también importantes aspectos positivos incluyendo un equipo directivo que, aparte de jugarse una parte significativa de su patrimonio en la buena marcha de la compañía, ha demostrado saber gestionar muy bien un grupo complejo y que opera en muchos negocios y países
 - Tras la venta de su división de ingeniería y servicios industriales a Vinci, ACS pretende simplificar su modelo de negocio enfocándose en el desarrollo y operación de infraestructuras (principalmente autopistas y renovables)
 - Los factores de supuesta incertidumbre que rodean a la compañía quedan muy diluidos teniendo en cuenta sus fortalezas, la simplificación de su estructura y su cómoda posición financiera una vez reciba los 5.000 millones de euros por la venta de su división de ingeniería
 - **Trataré de explicar en este escrito de manera sencilla los factores que a mi juicio están penalizando a la acción de ACS y también una serie de fuertes mitigantes de los mismos**

¿Por qué está penalizada ACS? (1/2)

- Los factores que están penalizando a ACS a mi juicio son:

- Esta estructura algo “enrevesada”, puede incitar a simplificar lo que es un grupo complejo y no ver todas las palancas de valor de ACS de las que luego hablaremos



1. Estructura corporativa de cierta complejidad

- Aparte de operar en distintos sectores y en un buen número de países, **muchos de sus negocios y activos no los posee al 100%, habiendo distintos accionistas minoritarios** (Hochtief, CIMIC, Abertis, etc.) **restando flexibilidad a la hora de tomar decisiones y de destinar a un negocio u otro la caja (cash flow) generada dentro del grupo**
- Esta estructura compleja también dificulta que el mercado valore de manera individual los diversos negocios de ACS**, impidiendo al precio de la acción beneficiarse de los altos múltiplos a los que se valoran los negocios de infraestructura, y valorando la totalidad de ACS a un valor menor de lo que sería su suma de partes
 - Un negocio de construcción puede valorarse a 3-5x EBITDA mientras que un buen negocio de infraestructura en operación puede valorarse a 10-15x EBITDA dependiendo de distintos factores; en el caso de ACS, **puesto que opera en unos y otros sectores y tiene una estructura compleja los múltiplos de su negocio de infraestructura quedan “diluidos”**
- Tener una división de construcción y otra de infraestructuras dentro de la compañía puede perjudicar la valoración de una empresa en el corto plazo, pero en largo plazo tiene otras ventajas de las que hablaré posteriormente

¿Por qué está penalizada ACS? (2/2)

2. Riesgo de reinversión

- Con la venta de su división de ingeniería y servicios industriales:
 - ACS ingresará ca. EUR 5.000 millones y otros EUR 600 millones según se consigan determinados objetivos
 - Se desprende de ca. el 40% de su EBITDA y supone un giro estratégico profundo en la compañía
- **Reinvertir los EUR 5.000 millones que recibirá a finales de 2021 de manera rentable es clave y actualmente los activos de infraestructuras están a precios altos y son escasos**
- Esto trae consigo el “riesgo de sobrepagar”: **a la hora de reinvertir todo ese dinero ACS deberá competir, entre otros, con fondos de pensiones y de infraestructuras, competidores muchos de ellos que exigen a sus inversiones menos rentabilidad que la que exige ACS (tienen un coste de capital menor) y por ello pueden pagar más por un activo.**
- Aparte de ese riesgo de reinversión, invertir todo ese dinero le va a llevar tiempo salvo que haga una gran operación que sería otra opción

3. Abertis y el tráfico en las autopistas

- Abertis, que es una pieza clave en su negocio de desarrollo y gestión de infraestructuras, y en la generación de caja del grupo (vía dividendos a ACS y Hochtief) todavía no ha recuperado todo el tráfico perdido (aunque está muy cerca de hacerlo)
- **Sus dividendos a ACS y Hochtief se ha visto reducidos por la pandemia** (Abertis redujo su dividendo de 875 millones de EUR en 2020 a 601 millones en 2021)
- **En 2021 la aportación de Abertis a la cuenta de resultados de ACS estará todavía por debajo de los niveles de 2019**

4. Sucesión a futuro de Florentino Pérez

- **Aunque a mi juicio le queda mucho tiempo por delante, sí es importante que exista un claro sucesor en el grupo**
- No hay tanta gente de su “calibre” para tomar las riendas de ACS, incluso si él mantuviera una posición de Presidente no Ejecutivo.

¿Se ha pasado el mercado penalizando a ACS? Mitigantes a los factores expuestos (1/5)

- Los factores anteriormente expuestos son claramente matizables y existen una serie fuertes mitigantes:

1. La venta de la división de ingeniería es una excelente operación y reduce la complejidad del grupo

- **La venta es un paso crucial para transformar ACS en una empresa más estable y reducir su complejidad**
- Tras esta operación **ACS será un grupo centrado en el desarrollo y operación de autopistas y renovables con una fuerte división de construcción que aporta grandes sinergias** al negocio de infraestructuras
- La división de servicios (CLECE) es pequeña y no descartaría su venta. Tampoco descartaría la venta de CIMIC para reducir todavía más la complejidad del grupo.
- Los **puntos positivos de la venta** de la división de ingeniería y servicios industriales son:
 - **Reduce la complejidad de la compañía** que abarcaba demasiados negocios. Esta venta **permitirá a ACS centrarse en desarrollar y operar autopistas y renovables, sectores de crecimiento en el futuro**
 - **Da más estabilidad y recurrencia a los resultados de ACS**, pues el negocio de ingeniería y servicios industriales aunque rentable es bastante cíclico, y el dinero que se va obtener se invertirá principalmente en infraestructuras cuya naturaleza es mucho más estable. **La mayor estabilidad en los resultados de ACS ayudará a que el mercado valore mejor la compañía** por reducirse la volatilidad de los mismos
 - **Dejará a ACS con una posición financiera muy cómoda (5.000 millones de euros en caja, 2.000 millones de EUR de caja neta** -i.e. descontando toda la deuda financiera del grupo) para llevar a cabo su proceso de transformación y acometer las inversiones necesarias para ejecutar su cambio estratégico

¿Se ha pasado el mercado penalizando a ACS? Mitigantes a los factores expuestos (2/5)

2. ACS es probablemente la compañía mejor posicionada del mundo para beneficiarse de los gigantes planes de desarrollo de infraestructuras en Estados Unidos y Europa

- **En Estados Unidos estos planes probablemente superen los 2 billones de USD (más de 2 “trillion” USD en inglés) y en Europa podrían estar en el entorno de 1,8 billones de EUR** (por comparar, esa cifra es 1,6 veces el PIB de España)
- Aunque planes de este calibre tardan en implementarse, las **ventajas de ACS para beneficiarse más que nadie de ellos son:**
 - **Aparte de ser un gran inversor y gestor de infraestructuras, ACS es la mayor compañía de construcción del mundo occidental**, con una experiencia internacional y conocimiento incomparables. **Existen sinergias enormes por tener en un mismo grupo actividades de construcción y de gestión de infraestructuras:**
 - i) **A la hora de acudir a nuevas licitaciones tienes en un mismo “paraguas” la construcción y la gestión**, no dependiendo de terceros en la construcción donde puede haber discrepancias y falta de coordinación, otorgándote una ventaja competitiva significativa frente a un inversor-gestor puro
 - ii) **Tener un potente negocio de construcción de infraestructuras te concede una visibilidad y conocimiento muy profundo del mercado a nivel internacional**
 - iii) **Te permite asociarte para grandes proyectos con otros inversores que no tienen esa actividad pero que quieren acudir a nuevas licitaciones.** A través de Dragados y Hochtief el grupo ACS tiene importantes operaciones de construcción y profundo conocimiento del mercado en países como Estados Unidos, Canadá, Australia, España, Alemania, Reino Unido, etc., otorgando una clara ventaja competitiva a ACS
 - **Los EUR 5.000 millones de caja que recibirá le dan una flexibilidad enorme y mucha “pólvora” para invertir** y crecer aprovechando los planes de desarrollo antes mencionados
 - **ACS ha demostrado con claridad su capacidad para generar valor en un sector que goza de un fuerte crecimiento estructural como son las energías renovables** (desarrollo y salida a bolsa de Saeta Yield, desarrollo y venta de Zero-E, etc.). En este sector los gobiernos del mundo Occidental están dando incentivos enormes para cambiar el modelo energético tradicional hacia las renovables

¿Se ha pasado el mercado penalizando a ACS? Mitigantes a los factores expuestos (3/5)

3. El riesgo de reinversión y de “sobrepagar” al invertir los EUR 5.000 millones existe pero es reducido

- ACS tiene un **gran historial y experiencia a la hora de invertir y desinvertir con éxito** y de manera muy rentable (como se ha visto con la venta de la división de ingeniería), pareciendo a veces un fondo de “private equity”
- Es además un seguro que el **equipo directivo tenga una parte enorme de su patrimonio invertido en la compañía** pues se mirará con sumo cuidado que las **nuevas inversiones sean rentables**
- Si el riesgo de reinversión y de “sobrepagar” deriva según algunos inversores del hecho de que los activos de infraestructura están caros, entonces el mercado también debería valorar los activos de ACS a precios mucho mayores
- Con todo, ACS tiene dos buenas **opciones para evitar el mencionado riesgo de reinversión y de “sobrepagar”**:
 - **Seguir comprando y amortizando sus propias acciones, que a estos precios o incluso superiores tiene mucho sentido**, aumentando así el porcentaje de participación de los accionistas en la compañía y sus beneficios por acción
 - **Pagar un fuerte dividendo extraordinario y/o aumentar la remuneración al accionista**

Con respecto a estos dos últimos puntos, merece la pena recordar que **los 5.000 millones de EUR en efectivo que ACS recibirá por la venta de los servicios industriales son equivalentes a ca. el 77% de su capitalización bursátil**, i.e. ca. 18 EUR por acción (si lo vemos en términos de caja neta descontando la deuda financiera del grupo supone ca. el 32% de su capitalización bursátil o ca. 7,50 EUR por acción).

4. El tráfico de Abertis se está recuperando muy rápidamente y está casi a los niveles pre-COVID

- Desde una caída del -64% del tráfico mensual en abril 2020 vs. el del año 2019, el tráfico se situaba a junio de 2021 en un -6% por debajo de los niveles pre-COVID
- Además, con la incorporación de nuevas autopistas como la Elizabeth River Crossing en USA y RCO en México, la aportación de Abertis a las cuentas y cash-flow de ACS pronto superarán los niveles anteriores al COVID

¿Se ha pasado el mercado penalizando a ACS? Mitigantes a los factores expuestos (4/5)

5. ACS es una empresa con una generación de caja muy estable y visible de sus negocios de infraestructuras

- Esta generación de caja le permite mantener una atractiva remuneración al inversor, estando ACS muy comprometida en distribuir todos los dividendos que recibe de sus participadas a sus accionistas
- Parte de **esa generación de caja tan recurrente viene de:**
 - **Dividendos de Abertis: 180 millones de EUR al año** (los repartidos en 2020 fueron 262 millones pero se redujeron por la pandemia)
 - **Dividendos de Hochtief: 120 millones de EUR al año**
 - **Su propio cash flow operativo de otras concesiones y negocios: 260 millones de EUR al año** (estimación mía)
- **Además, invirtiendo los 5.000 millones de EUR que recibirá por la venta de su división industrial a unas rentabilidades del 7% (no es un número agresivo), ACS podría recibir otros 350 millones de EUR de caja adicionales al año** (recordemos que su capitalización bursátil es de ca. 6.500 millones de euros)

6. Gran parte de sus activos tiene una gran visibilidad en su valoración

- Activos cotizados: Hochtief, CIMIC
- Activos de infraestructuras de calidad, fáciles de valorar y con muchas operaciones comparables para obtener referencia de precios. Además con información sobre el capital invertido en ellos o “book value” (portfolio de renovables, concesiones, 30% de Abertis)
- Los 5.000 millones de EUR que recibirá en efectivo por la venta de la división de ingeniería y servicios industriales, y que dejan a ACS con una caja neta descontando su deuda financiera de más de 2.000 millones
- El 9% de autocartera que posee

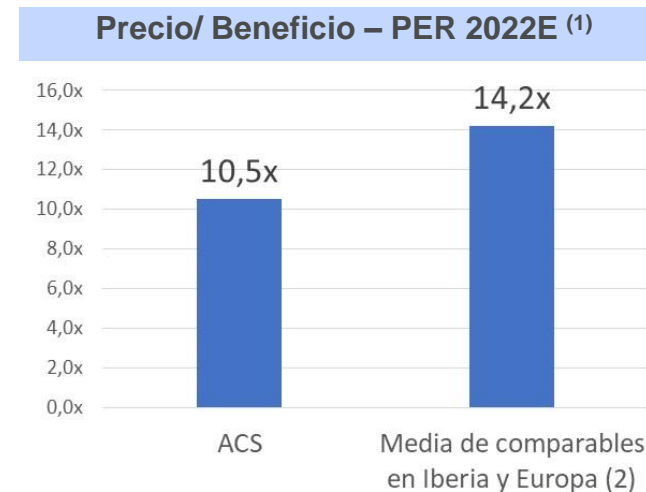
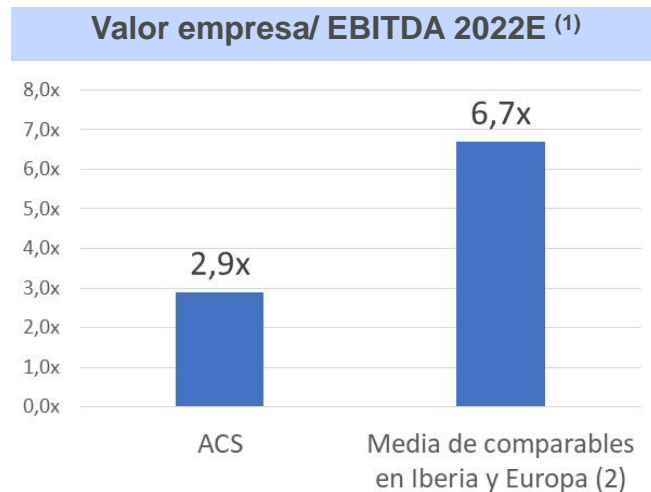
Actualmente el consenso de los analistas estima que el precio objetivo de ACS está en ca. 32 euros / acción (potencial revalorización de un 40%)

¿Se ha pasado el mercado penalizando a ACS? Mitigantes a los factores expuestos (5/5)

7. ACS cotiza a unos múltiplos muy inferiores a sus comparables nacionales y europeos

- Sin más razones aparentes que las anteriormente expuestas, la valoración de ACS está más cercana a la de una empresa constructora pura (múltiplos de 3-5x Valor Empresa/EBITDA) que a la de una empresa de infraestructuras con un gran número de activos de calidad (10-15x Valor Empresa/EBITDA) y además:
 - Un negocio complementario de construcción de infraestructuras a nivel mundial
 - Un negocio de servicios (CLECE) no estratégico cuya valoración puede estar en los 500 millones de euros
 - 2.000 millones de euros de caja neta
 - Un 9% de autocartera

- La comparación de múltiplos es:



(1) Se han utilizado los múltiplos 2022E y no 2021E porque el año 2021 no es todavía un año totalmente normalizado debido a la pandemia; utilizando el año 2021 la conclusión sería la misma

(2) Comparables utilizados: Acciona, FCC, Sacyr, OHL, Mota-Engil, Eiffage, Vinci, Skanska, Hochtief y Atlantia. Para hacer el cálculo más conservador se ha excluido Ferrovial por tener unos múltiplos 2022E EBITDA y PER excesivamente altos.