

Nota de Compañía

En 2021 el EBITDA de SACYR (€922,9m) aumenta un 27,5% interanual, con una Tacc del 23,5% en los últimos cinco años. Anticipamos que la mejora de resultados se mantendrá en el futuro junto con una mayor diversificación geográfica, lo que hace de SACYR una empresa líder a nivel Global en el segmento de las empresas de ingeniería e infraestructuras. Frente a los ajustes de la economía consideramos que este es un valor defensivo.

Líder Global en ingeniería e Infraestructuras: en 2021 SACYR firma sus credenciales como empresa global tras adjudicarse proyectos en EEUU, Canadá e Italia. La diversificación internacional continuará en los próximos años en base a que la Dirección ha puesto el objetivo de ajustar la exposición geográfica con un aumento de los ingresos procedentes de los países de habla inglesa.

Plan de Negocio 2021-2025: frente a 2021, el plan prevé que: i) los ingresos crezcan un 4,1% (Tacc); ii) un avance del EBITDA del 6,8% (Tacc); iii) un margen EBITDA del 22,0% vs 19,7%; iv) aumento de la contribución del EBITDA concesional por encima del 85,0% vs 83,1% y iv) reducir la deuda con recurso a €100m en 2025 vs €681m.

Activos bajo Gestión: desde 2015 se han puesto en operación 10 activos que representan una inversión de €2.260m. En los próximos seis años entrarán en servicio 15 activos. En 2022 se espera que se pongan varios activos en explotación (Colombia, Chile e Italia), los más relevantes en términos de valoración.

Dividendo estable: la Dirección se ha comprometido con un dividendo estable y con una rentabilidad del 4-5%, mediante el pago de dividendos de acciones liberadas (scrip dividend), política que se mantiene sin cambios desde 2016 sostenida por unos activos de bajo riesgo que registran un buen desempeño en entornos inflacionistas.

Valoración: las perspectivas de SACYR son positivas y estables, en base al negocio concesional que desarrolla y a las perspectivas de crecimiento económico. También lo consideramos un valor defensivo debido al bajo riesgo a la demanda de tráfico y a que los ingresos de las concesiones están vinculados con la inflación. Estimamos que las acciones de SACYR cotizan con un descuento del 39% y un potencial de revalorización superior al 60%. La expansión de la actividad concesional centrada en países desarrollados justificaría una prima sobre los ingresos generados en los mercados de habla inglesa, en base a las perspectivas de crecimiento.

Estimaciones (EUR)

SACYR	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
Ingresos Netos (m)	4.547,9	4.675,4	4.862,4	5.056,9	5.259,2	5.469,5
BNA reportado (m)	(321,6)	95,6	147,7	164,3	184,9	203,4
EBITDA (m)	723,6	922,9	1.004,4	1.078,2	1.148,6	1.210,5
BPA (ajustado)	(0,54)	0,16	0,23	0,25	0,27	0,29
(A/A)	nm	nm	49,4%	7,8%	8,9%	6,5%
DVD / Acción	0,08	0,10	0,10	0,10	0,11	0,11
(A/A)	nm	17,1%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
CFO (desapalancado) / acc.	0,55	0,49	1,25	1,62	1,74	1,84
(A/A)	(8,0%)	(11,1%)	155,9%	29,5%	7,0%	5,8%
ROE (%)	(29,9%)	(19,7%)	14,1%	13,3%	12,9%	12,3%

Ratios de Valoración

(EUR)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
P/E	(3,7)x	14,7x	9,3x	8,6x	7,9x	7,4x
Rent. Dividendo	4,1%	4,2%	4,6%	4,8%	5,0%	5,2%
FCF Yield (desapalancado)	nm	(6,5%)	24,3%	43,5%	47,6%	36,5%
EV/ EBITDA	9,9x	8,0x	6,6x	6,3x	5,7x	5,2x
P/BV	1,9x	1,5x	1,2x	1,0x	0,9x	0,8x

Estimaciones GPM

7 de abril de 2022

Recomendación

Comprar

Valor Justificable

€ 3,51/acc.

SACYR (5 años)



Fuente: Bolsa de Madrid

Ticker	SCYR SM
Cotización (@ 4.4.22)	€ 2,150
Max 52 semanas	€ 2,52
MIN 52 semanas	€ 1,80
nº acciones (m)	640,9
Capitalización (m)	€ 1.377,9
Capital flotante (m)	€ 850,0
Retorno semanal (%)	(2,9)
Retorno 1 mes (%)	12,1
Retorno 3 meses (%)	(4,9)
Retorno 6 meses (%)	0,7
Retorno 1 año (%)	1,7
S&P Global ESG Rank	90,0
Volumen YTD (m acciones)	150,5
Volumen YTD (€m)	€ 323,7
Rating Analistas	5,0
Precio Objetivo (mediana)	€ 3,22
PO Máximo	€ 3,68
PO Mínimo	€ 2,80

Fuente Bloomberg

Analista: Javier Bernat

jbarnat@gmpatrimonios.com

Dpto. Análisis Fundamental GPM

Teff: 34 913 191 684

GPM <https://gestionpatrimonios.com>

Broker <https://broker.gestion-de-patrimonios.com>

Hora publicación: 11:00 CET.

Fecha publicación: 7.4.2022

ÍNDICE

▪ Resumen Ejecutivo	3
▪ SACYR un Grupo Global para el S.XXI	4
▪ Estructura empresarial: TRES divisiones principales	6
▪ Objetivos Estratégicos 2021-2025	8
▪ Plan de Negocio 2021-2025	9
▪ Previsión de resultados	9
▪ EBITDA variable clave en los próximos años	13
▪ Reducir la deuda neta con recurso a €100m en 2025	14
▪ Accionariado	14
▪ Remuneración al Accionista: rentabilidad del 4-5%	15
▪ Valoramos las acciones de SACYR en €3,51	15
▪ Valoración por descuento de Flujos de Caja (€3,47)	17
▪ Coste del Capital	19
▪ Anexo I: Resultados 2021	21
▪ Anexo II: Proyección Internacional	23
▪ Anexo III Proyecto greenfield / brownfield / yellowfield	25
▪ Anexo IV: Bases imponibles negativas y deducciones	25

Resumen Ejecutivo

- **Masa crítica que hace de SACYR un competidor global:** el nuevo plan estratégico de SACYR (2021-2025) es un salto importante en la internacionalización de la compañía, en la que se prevé que el peso de los ingresos procedentes de fuera de la zona euro aumente hasta el 66% vs 50% de 2021, con una mayor aportación de los países de habla inglesa. Esta estrategia se confirmó en 2021 con adjudicaciones de proyectos en Canadá, EEUU e Italia.
- **Perspectivas de crecimiento estables:** por su naturaleza la actividad de SACYR es relativamente estable (concesiones) y con rasgos anticíclicos, en base a que los proyectos en los que se involucra la compañía son a largo plazo, con un bajo riesgo a la caída de la demanda y vinculados a la inflación. A ello se suma la necesidad de los países desarrollados por renovar sus infraestructuras o proyectos greenfields, donde SACYR es uno de los principales competidores globales.
- **En 2022 se ponen en marcha nuevas concesiones:** se proyecta que entren en funcionamiento concesiones importantes como la Autopista Pedemontana Veneta en Italia, Vial del Sur y Rumichaca en Colombia y Américo Vespucio Oriente en Chile (en marzo se ha puesto en marcha el proyecto yellowfield de la Ruta 78 en Chile). Estos proyectos refuerzan la posición de liderazgo global de SACYR en las concesiones.
- **SACYR parte de unos sólidos resultados en 2021:** el EBITDA (€922,9m) se expande un 27,5% interanual, lo que hace que 2021 sea el quinto año de aumentos consecutivos y que desde 2016 se alcance una Tacc del 23,5%. Estos avances se obtienen con un ensanchamiento del margen EBITDA hasta el 19,7% vs el 11,2% de 2016.
- **Visibilidad en Resultados:** al cierre de 2021, del total de la cartera de activos de SACYR (€45bn) un 80% son activos concesionales, lo que determina la estructura de los ingresos del Grupo de los próximos años. El peso de la actividad concesional en el EBITDA del Grupo alcanza el 83,1% al final de 2021 y en 2025 se prevé que la contribución del EBITDA del negocio de las concesiones supere el 85,0% (objetivo plan de negocio).
- **Estabilidad en ingresos y del Flujo de Caja Libre:** la cartera de activos asegura la generación de ingresos recurrentes y una Caja sólida en los próximos años, que permitirá a SACYR mantener su política de remuneración al accionista y cumplir con el plan de reducción de deuda con recurso a €100m en 2025 (vs €641m de 2021). Históricamente, la tasa de éxito en licitaciones de SACYR (se adjudica 1 de cada 3 proyectos a los que concurre), permite anticipar un crecimiento estable de la cartera de activos.
- **Compromiso de mejora del dividendo:** en 2021 se incrementa un 17% y la Dirección de la compañía mantiene el objetivo de que la rentabilidad por dividendo se sitúe entre el 4,0% y el 5,0% (plan de negocio 2021-2025), lo que con la previsión de mejora de resultados se puede afirmar que la remuneración al accionista seguirá mejorando en los próximos años.
- **Generación de valor:** desde 2018, el Valor de Empresa (EV) de SACYR ha crecido un promedio del 7,4% (Tacc) hasta los €7,16bn en marzo de 2022. De cara a los próximos años no vemos obstáculos relevantes para que se mantenga esta tendencia creciente.

Valor de Empresa (EV)	2018	2019	2020	2021	mar-22	Tendencia
Sacyr (€m)	5.373	6.322	6.955	7.091	7.156	■ ■ ■ ■ ■

Fuente Bloomberg / Elaboración GPM

- **ESG:** uno de los principales focos en la gestión de SACYR consiste en mantener su posición como empresa líder en sostenibilidad medioambiental (según S&P: entre las 10 constructoras y desarrolladoras de infraestructuras más sostenibles a nivel mundial). Parte de la expansión en países estratégicos se debe a la necesidad de las economías en renovar infraestructuras que no cumplen con los requisitos medioambientales.

SACYR un Grupo Global para el S.XXI

SACYR es un grupo que desarrolla infraestructuras con presencia en varios países, siendo su negocio principal las concesiones. Esta actividad contribuyó un 83,1% al EBITDA de 2021 y el objetivo para 2025 consiste en que la contribución de los activos concesionales al EBITDA del Grupo aumente por encima del 85%.

Principales Países donde Opera SACYR

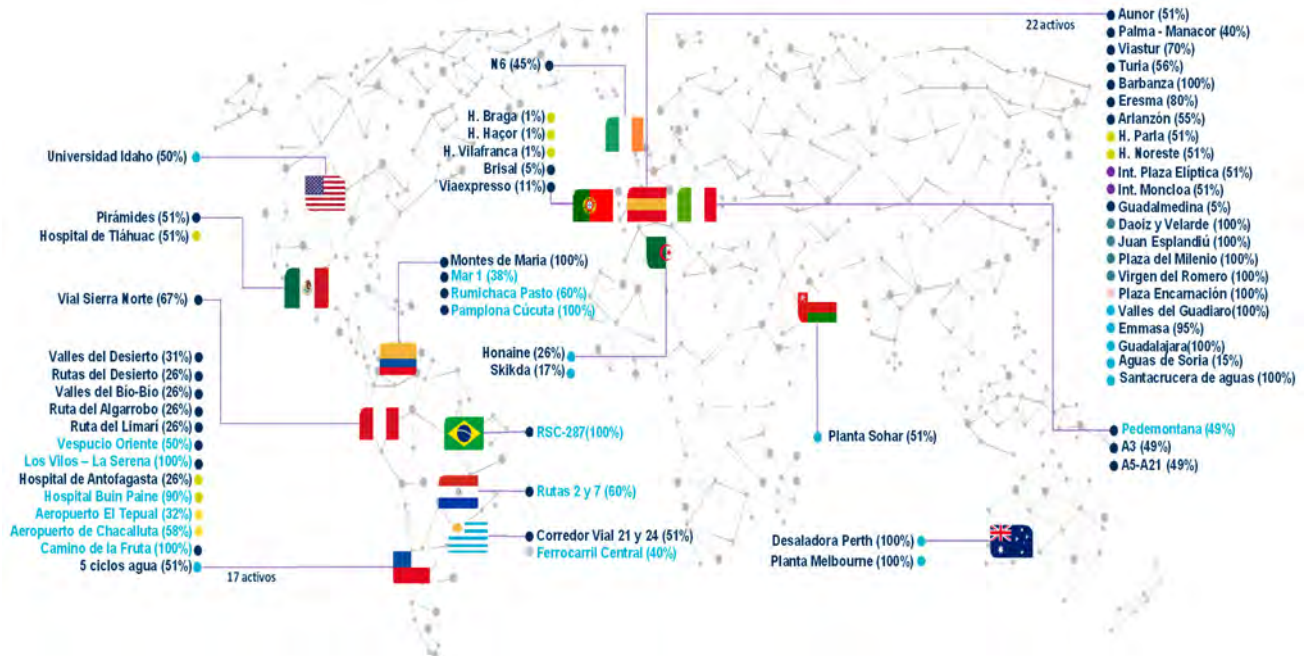


Fuente SACYR

Un 67% de los ingresos de SACYR se generan fuera de España (2021): SACYR tiene vocación internacional con presencia en más de 20 países, siendo las principales regiones donde opera Latinoamérica, sur de Europa (Italia) y los mercados estratégicos anglosajones, (EEUU, Canadá, RU y Australia). Esta diversificación hace de SACYR una compañía líder mundial en el sector de infraestructuras.

SACYR: Principales Concesiones en Ejecución

(52 Activos en operación y 13 Activos en Construcción)



Fuente SACYR: presentación resultados 2021

SACYR: Ingresos por País (2021)

Ingresos por País	2021 (€m)	Peso
España	1.842,6	39,4%
Italia	635,6	13,6%
Chile	619,6	13,3%
Colombia	609,6	13,0%
Uruguay	402,1	8,6%
Perú	207,4	4,4%
Paraguay	188,3	4,0%
Reino Unido	148,3	3,2%
EEUU	145,6	3,1%
Portugal	132,8	2,8%
México	83,9	1,8%
Egipto	44,6	1,0%
Brasil	44,6	1,0%
Qatar	27,5	0,6%
Australia	22,2	0,5%
Omán	21,9	0,5%
Irlanda	5,0	0,1%
Bélgica	4,6	0,1%
Bolivia	3,7	0,1%
Canadá	3,3	0,1%
Ajustes	(517,7)	(11,1%)
Total	4.675,4	100,0%

Fuente: MKS / Elaboración GPM

Adjudicaciones significativas en 2021:

- Canadá: Lakeshore East-West.
- EEUU: Universidad de Idaho.
- Brasil: Autopista (RSC 287 / inversión €430m)
- Chile: gestión Hospital Hospital Buin Paine y autopista Ruta 78
- Perú: Terminal del Aeropuerto Jorge Chávez
- Italia: tramos de las autopistas A3 y la A 21.
- España: trayectos tren alta velocidad (AVA); residuos urbanos (Barna) y Jardinería Madrid.

Estructura empresarial: TRES divisiones principales

SACYR se estructura en tres grandes áreas de negocio integradas verticalmente. Como ejemplo de la integración vertical del Grupo, destacamos que aproximadamente un 50,0% de la cartera de SACYR Ingeniería e Infraestructuras (ejecución de obra) tiene como destino SACYR Concesiones (gestión de la concesión). Igualmente, parte de un proyecto puede acabar siendo gestionado por SACYR servicios (pe: residuos ambientales, jardinería, etc.). Según se ha comentado anteriormente, más del 83% del EBITDA del Grupo (€767m) procede de sus activos concesionales.

- **SACYR Concesiones (53% s/EBITDA Grupo):** es el motor y el principal negocio del Grupo. La cartera concesional tiene más de 60 activos entre autopistas, hospitales, aeropuertos, activos de agua y la gestión de una línea de ferrocarril. La actividad de esta unidad se caracteriza por generar valor en todas las fases del ciclo de vida de una concesión (desde el estudio de mercado, hasta la puesta en servicio). Los márgenes de SACYR Concesiones son estables (65-70% s/EBITDA), con tasas de retorno TIR de doble dígito (16-20%) y una elevada visibilidad. En los próximos años esta unidad centrará en impulsar su actividad en proyectos “greenfield”, con un importante potencial en mercados de habla inglesa.
- **Ingeniería e infraestructuras (36% s/EBITDA Grupo):** su actividad se centra en el desarrollo de proyectos de ingeniería civil o de edificación industrial (infraestructuras). También presenta un margen de negocio estable del 5-6%. Geográficamente, tiene presencia significativa internacional en Europa, países de habla inglesa y en LatAm. El 50% de la cartera de este área es para la división de Concesiones.
- **Servicios (11% s/EBITDA Grupo):** actividades relacionadas con el medio ambiente (zonas verdes, hospitales, carreteras) y multiservicios. Esta unidad se caracteriza por la estabilidad de sus ingresos, márgenes de negocio del 8-10% y la generación de una caja neta positiva. Principalmente opera en España, mientras que en el extranjero se centra en países donde SACYR Concesiones tiene presencia.

Contribución al Grupo por Área de Negocio

Sacyr	Ingresos	EBITDA	Cartera
Concesiones	29%	53%	80%
Ingeniería e Infraestructuras	52%	36%	13%
Servicios	19%	11%	17%
Total	100%	100%	110%

Pedemontana en construcción; SACYR Servicios incluye €13m de EBITDA en activos concesionales.

SACYR: Líder en sostenibilidad

SACYR es un referente en el panorama internacional de la sostenibilidad, como señalan sus ratings otorgados por las principales agencias mundiales.



Uno de los focos de gestión principales de la compañía consiste mantener su posición como una empresa líder en sostenibilidad medioambiental. No sólo debido a la necesidad de cumplir con los objetivos de la agenda 2030, sino también a que estos proyectos serán una de las palancas de crecimiento de los próximos años.

Entre sus actuaciones de financiación en sostenibilidad destacamos:

- Financiación verde: realizada en VSM por €160m.
- Bono Social: Primero emitido en Latinoamérica ligado a un proyecto de infraestructuras, por valor de USD209m para refinanciar la vía Montes de María (Colombia).
- Fondo de Titulización SACYR Green Energy Management por importe de €104m admitidos a negociación en MARF.

El EBITDA de los Activos Concesionales contribuye con un 83,1%

En 2021 el EBITDA total reportado por el Grupo SACYR alcanza 922,9m. De esta suma, un 83,1% se genera por los activos concesionales de las distintas unidades de negocio y que, en el año pasado, en su totalidad asciende a €767m.

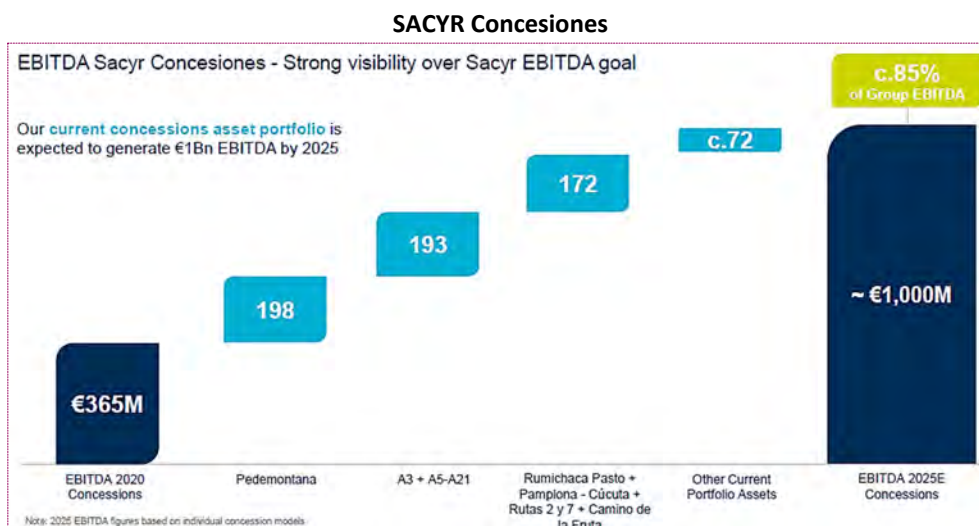
SACYR: distribución del EBITDA de Concesiones

€m	2021	%
Concesiones	504	65,7%
Ingeniería	250	32,6%
Servicios	13	1,7%
EBITDA (total concesiones)	767	100,0%
Peso EBITDA de concesiones % s/Grupo	83,1%	
EBITDA Consolidado	923	

Fuente SACYR/ Elaboración GPM

En este sentido consideramos relevante destacar que del total de la cartera de pedidos a finales de 2021 (€45.938m), un 80% se corresponde con activos de concesiones (el resto, 13% ingeniería e infraestructuras y 7% servicios).

En la siguiente imagen se detalla la previsión de la evolución del EBITDA de SACYR Concesiones hasta el año 2025, unidad para la que se prevé un EBITDA de unos €1.000m (€1.200m Grupo).



Fuente: presentación "SACYR Concesiones" Investor Day (7.10.21)

Objetivos Estratégicos 2021-2025

En el Investor Day de 2021, la Dirección de SACYR aprovechó para resaltar los principales puntos estratégicos del grupo y de los que destacamos:

- Reducir la deuda con recurso a €100m vs €681m en 2021.
- Inversión anual media de €150m entre 2021 y 2025 (unos €750m en total).
- Generar un FCF de €750 en 2021-2025 (estimado GPM: €770m).
- Generar Caja de €1.000m (dividendos) y €200m (construcción y servicios).
- Las concesiones como principal actividad de la compañía (85% s/EBITDA en 2025).
- Foco en Proyectos “greenfield”.
- Remuneración estable para los accionistas del 4- 5%.
- Mantenerse como una de las mejores compañías españolas en sostenibilidad.
- Reducir la participación en Repsol al 3,0% (alcanzado en 2021) y que en 2022 sea incluso inferior.
- Rebalanceo de los ingresos con el foco en países anglosajones.

Aumento de ingresos con el foco en países anglosajones

En términos absolutos, prevemos que las tres áreas geográficas principales (Europa, LatAm y países de habla inglesa) aumentarán sus ingresos.

No obstante, y según el plan estratégico, anticipamos que el ritmo de crecimiento de los ingresos será mayor en los procedentes del mundo anglosajón y por lo que estos se espera que pesen en torno a un tercio del total de los ingresos del Grupo, frente a cerca del 10% en 2021.

Los ingresos futuros de SACYR se traducirán en una mayor diversificación geográfica, aumentando el peso de la contribución de las economías desarrolladas y confirmando las aspiraciones internacionales de SACYR y su posición de empresa líder mundial en el negocio de la ingeniería industrial e infraestructuras.

Ingresos: Distribución Geográfica



Fuente SACYR / Elaboración GPM

Plan de Negocio 2021-2025

El plan de negocio de SACYR tiene, entre otros, los siguientes objetivos financieros, que se esperan alcanzar en 2025:

Objetivos 2025	€m
Ingresos	5.500
EBITDA	1.200
% EBITDA s/Total	85%
CF Operativo	1.000
Deuda con Recurso	100

Fuente SACYR

Ingresos: Perspectivas de crecimiento

En este plan a cinco años, presentado por la Dirección de SACYR el pasado mes de febrero de 2021, destaca el objetivo de alcanzar una cifra de ingresos de €5.500m y que implica una tasa anual crecimiento del 4,1% Tacc (tomando referencia los resultados de 2021).



Fuente SACYR/Elaboración GPM

En las estimaciones del *escenario central* elaborado por GPM, se ha reflejado el plan de negocios de SACYR con una tasa de crecimiento de los ingresos del 4,0% Tacc, que resulta en unos ingresos netos estimados de €5.469m en el año 2025 (vs plan de negocio de SACYR €5.500m).

Para el *escenario optimista* prevemos un crecimiento del 5,0% Tacc, que se traduce en unos ingresos netos estimado de €5.683m, en el año 2025.

Por su parte, en el *escenario pesimista*, la tasa de crecimiento que se proyecta es del 3,0% (Tacc) y €5.313m la cifra de ingresos para el final del periodo estimado.

Previsión de resultados

Para nuestras previsiones hemos diseñado tres escenarios que, según se ha adelantado, básicamente consisten en un escenario central o base, otro optimista y otro pesimista y que comentamos seguidamente.

Escenario Base

- Para el escenario base se toma de referencia el plan de negocio de SACYR. Prevemos que las condiciones favorables se mantienen durante los cinco años que dura este plan, en base a que las perspectivas de crecimiento económico son positivas (a pesar de la subida del precio del petróleo que ha enfriado las expectativas económicas. En marzo de este año, S&P Global ha rebajado el crecimiento mundial de 2022 en 0,6pp hasta el 3,6%.

- Otra variable que valoramos positivamente consiste en que SACYR concentra su actividad en concesiones de infraestructuras (83,1% s/EBITDA) y que la Dirección de SACYR espera que su importancia aumente hasta el 85% en 2025.
- Adicionalmente, el negocio de concesiones normalmente es rentable en el largo plazo mientras que en entornos de enfriamiento económico, experimentan en menor medida la moderación del ciclo, lo que parcialmente permite resistir mejor la menor actividad.
- A lo anterior se suma que el riesgo de la demanda en las concesiones está mitigado y que los ingresos están ligados a la inflación.
- Otro aspecto positivo, consiste en la diversificación internacional del negocio que estará centrada en proyectos de economías de habla inglesa. En estas economías se espera una mayor demanda debido a la necesidad por mejorar y renovar las infraestructuras que se estarían quedando obsoletas o que no cumplen con las nuevas exigencias medioambientales.

Escenario Base: Estimación de P&G

SACYR	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	
€m	31.12.21	31.12.22	31.12.23	31.12.24	31.12.25	31.12.26	Tacc 21-25
Ingresos Netos	4.675,4	4.862,4	5.056,9	5.259,2	5.469,5	5.469,5	4,00%
a/a	2,8%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	0,0%	
Margen Bruto	3.047,8	3.111,9	3.236,4	3.365,9	3.500,5	3.500,5	3,52%
a/a	9,0%	2,1%	4,0%	4,0%	4,0%	0,0%	
Margen Neto (EBIT)	768,4	776,8	807,8	840,2	873,8	873,8	3,26%
a/a	64,5%	1,1%	4,0%	4,0%	4,0%	0,0%	
BAI	33,7	345,6	384,3	432,6	475,9	480,0	93,9%
a/a	nm	nm	11,2%	12,6%	10,0%	0,9%	
BNA (ajust)	95,6	147,7	164,3	184,9	203,4	205,2	20,77%
a/a	nm	nm	11,2%	12,6%	10,0%	0,9%	
Nº acciones	616,8	637,9	657,7	679,9	702,0	718,1	
BPA	0,16	0,23	0,25	0,27	0,29	0,29	16,93%
a/a	nm	49,4%	7,8%	8,9%	6,5%	(1,4%)	
EBITDA	922,9	1.004,4	1.078,2	1.148,6	1.210,5	1.210,5	7,02%
margen	19,7%	20,7%	21,3%	21,8%	22,1%	22,1%	
EBIAT (NOPAT)	576,3	582,6	605,9	630,1	655,3	655,3	3,26%
margen	12,3%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	

Fuente SACYR/Bloomberg/ Estimaciones GPM

A nivel de beneficio neto, nuestra previsión para el escenario base es menos optimista que la del consenso de analistas (Bloomberg), debido a que este último prevé que el beneficio neto supere la barrera de los €200m en 2024, frente a nuestra estimación de 2025.



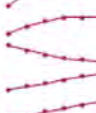



Consenso vs Estimaciones GPM (2024E)

€m	CONSENSO 2024E GPM		2024E	B/A
	(A)	(B)		
Ingresos netos	4.863	5.259	5.259	8,1%
EBITDA	1.087	1.149	1.149	5,7%
BNA	223	185	185	(17,0%)

Fuente Bloomberg / Estimaciones GPM

En cuanto al EBITDA, en GPM estimamos €1.149m para el año 2024, por debajo de los €1.087m del consenso de analistas. Parte de la diferencia se puede explicar en base a que nuestra previsión es de un margen del 21,8%, también inferior al 22,4% que estaría espera el consenso.

Escenario Base: Previsiones



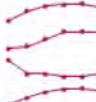


Previsiones	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	Tendencia
Ingresos A/A	2,8%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	0,0%	
Margen Bruto	65,2%	64,0%	64,0%	64,0%	64,0%	64,0%	
Gastos Explot./Ingresos	30,9%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	
Gastos Personal/Ingresos	24,8%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	
Tasa impositiva	nm	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	
Activo Corriente	39,6%	37,5%	37,0%	37,1%	37,4%	37,9%	
Activo No Corriente	60,4%	62,5%	63,0%	62,9%	62,6%	62,1%	
Pasivo Corriente	29,3%	31,9%	33,7%	35,1%	35,3%	35,6%	
Pasivo No Corriente	64,3%	60,4%	57,6%	55,1%	53,8%	52,4%	
RRPP	6,4%	7,5%	8,5%	9,6%	10,8%	11,8%	
Total (€m)	14.978	15.121	15.677	16.030	16.417	16.851	

Fuente SACYR & Bloomberg/ Estimaciones GPM

Nuestras estimaciones para la generación de los flujos de caja incluyen el programa de reducción de la deuda con recursos de SACYR a €100, en 2025.

La Dirección se ha fijado un objetivo de alcanzar un Flujo de Caja Operativo de €1.000m en 2025. En este caso, nuestras previsiones son más optimistas que las propuestas en el plan de negocio, en base a que en 2025 estimamos que SACYR generará un CFO de €m1.175m.

Escenario Base: Estimación de los Flujos de Caja

Flujo de Caja	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	Tendencia
CF Operativo	208,6	367,8	598,0	667,4	725,6	573,6	
CF Operativo (desapalancado)	313,7	802,6	1.039,6	1.112,6	1.177,5	1.023,8	
CF Inversión	(970,8)	(896,6)	(704,5)	(512,7)	(521,2)	(521,2)	
CF Financiación	1.187,9	125,5	156,4	(79,8)	(79,5)	197,5	
CF Libre (desapalancado)	(657,2)	(94,0)	335,2	600,0	656,4	502,6	

Fuente SACYR & Bloomberg/ Estimaciones GPM

Escenario Optimista






Bajo el supuesto optimista (pe: un mayor crecimiento económico junto con un escenario muy inflacionista que justificase un mayor aumento de los ingresos), proyectamos una mejora de los ingresos de SACYR aplicando una tasa acumulativa de crecimiento del 5,0% (Tacc) en el periodo 2021-2025, un 1,0pp, por encima del crecimiento del 4,0% (escenario base). Con las proyecciones optimistas, en 2025 SACYR alcanzaría unos ingresos netos estimados de €5.683m, superando en un 3,3% los €5,500m previstos en el plan de negocio de SACYR.

Escenario Optimista: Estimación de P&G

SACYR	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	Tacc 21-25
€m	31.12.21	31.12.22	31.12.23	31.12.24	31.12.25	31.12.26	
Ingresos Netos	4.675,4	4.909,1	5.154,6	5.412,3	5.682,9	5.682,9	5,00%
a/a	2,8%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	0,0%	
Margen Bruto	3.047,8	3.190,9	3.350,5	3.518,0	3.693,9	3.693,9	4,92%
a/a	9,0%	4,7%	5,0%	5,0%	5,0%	0,0%	
Margen Neto (EBIT)	768,4	882,4	926,5	972,9	1.021,5	1.021,5	7,38%
a/a	64,5%	14,8%	5,0%	5,0%	5,0%	0,0%	
BAI	33,7	451,3	503,7	567,8	628,0	633,8	107,8%
a/a	nm	nm	11,6%	12,7%	10,6%	0,9%	
BNA (ajust)	95,6	192,9	215,3	242,7	268,5	270,9	29,44%
a/a	nm	nm	11,6%	12,7%	10,6%	0,9%	
Nº acciones	616,8	637,9	657,7	679,9	702,0	718,1	
BPA	0,16	0,30	0,33	0,36	0,38	0,38	25,32%
a/a	nm	95,1%	8,2%	9,0%	7,1%	(1,3%)	
EBITDA	922,9	1.112,0	1.200,8	1.287,3	1.366,7	1.366,7	10,31%
margen	19,7%	22,7%	23,3%	23,8%	24,0%	24,0%	
EBIAT (NOPAT)	576,3	661,8	694,9	729,7	766,1	766,1	7,38%
margen	12,3%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	

Fuente SACYR/Bloomberg/ Estimaciones GPM






Escenario Optimista: Previsiones

Previsiones	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	Tendencia
Ingresos A/A	2,8%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	0,0%	
Margen Bruto	65,2%	65,0%	65,0%	65,0%	65,0%	65,0%	
Gastos Explot./Ingresos	30,9%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	
Gastos Personal/Ingresos	24,8%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	
Tasa impositiva	nm	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	
Activo Corriente	39,6%	37,5%	37,1%	37,3%	37,7%	38,2%	
Activo No Corriente	60,4%	62,5%	62,9%	62,7%	62,3%	61,8%	
Pasivo Corriente	29,3%	31,6%	33,2%	34,4%	34,2%	34,2%	
Pasivo No Corriente	64,3%	60,3%	57,5%	54,9%	53,5%	52,2%	
RRPP	6,4%	7,8%	9,1%	10,5%	12,0%	13,5%	
Total (€m)	14.978	15.132	15.706	16.080	16.488	16.923	

Fuente SACYR/Bloomberg/ Estimaciones GPM

Bajo este entorno, la generación de flujos de caja de SACYR mejoraría de forma relevante respecto al escenario base, debido a que frente a los €1.000m que se prevén en 2025 en el plan de negocio el escenario optimista elaborado por GPM apunta a €1.317m, un 31,7% más.

Escenario Optimista: Estimación de los Flujos de Caja

Flujo de Caja	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	Tendencia
CF Operativo	208,6	381,2	666,3	748,1	819,6	647,4	
CF Operativo (desapalancado)	313,7	850,1	1.145,9	1.235,0	1.317,3	1.142,6	
CF Inversión	(970,8)	(898,5)	(708,4)	(518,8)	(529,8)	(529,8)	
CF Financiación	1.187,9	114,0	92,1	(154,2)	(164,8)	132,4	
CF Libre (desapalancado)	(657,2)	(48,4)	437,5	716,1	787,5	612,8	

Fuente SACYR/Bloomberg/ Estimaciones GPM

Escenario Pesimista

Consideramos que este es el escenario menos probable y para el que estimamos que la empresa seguiría generando valor, pero a un ritmo más moderado en base a que no se logran superar los €200m de beneficio neto. No obstante, esperamos que se cumpla el objetivo de la Dirección de alcanzar un EBITDA de unos €1.000m en 2022, pero más en 2024 y no en 2022.

Escenario Pesimista: Estimación de P&G

SACYR	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	
€m	31.12.21	31.12.22	31.12.23	31.12.24	31.12.25	31.12.26	Tacc 21-25
Ingresos Netos	4.675,4	4.862,4	5.008,3	5.158,5	5.313,3	5.313,3	3,25%
a/a	2,8%	4,0%	3,0%	3,0%	3,0%	0,0%	
Margen Bruto	3.047,8	3.014,7	3.155,2	3.249,9	3.347,4	3.347,4	2,37%
a/a	9,0%	(1,1%)	4,7%	3,0%	3,0%	0,0%	
Margen Neto (EBIT)	768,4	679,5	699,9	720,9	742,5	742,5	(0,85%)
a/a	64,5%	(11,6%)	3,0%	3,0%	3,0%	0,0%	
BAI	33,7	248,7	276,3	311,4	341,1	343,7	78,4%
a/a	nm	nm	11,1%	12,7%	9,5%	0,8%	
BNA (ajust)	95,6	106,3	118,1	133,1	145,8	146,9	11,12%
a/a	nm	nm	11,1%	12,7%	9,5%	0,8%	
Nº acciones	616,8	637,9	657,7	679,9	702,0	718,1	
BPA	0,16	0,17	0,18	0,20	0,21	0,20	7,58%
a/a	nm	7,5%	7,8%	9,0%	6,1%	(1,5%)	
EBITDA	922,9	907,2	968,4	1.025,3	1.073,1	1.073,1	3,84%
margen	19,7%	18,7%	19,3%	19,9%	20,2%	20,2%	
EBIAT (NOPAT)	576,3	509,6	524,9	540,7	556,9	556,9	(0,85%)
margen	12,3%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	

Fuente SACYR/Bloomberg/ Estimaciones GPM

Previsiones Escenario Pesimista

Previsiones	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	Tendencia
Ingresos A/A	2,8%	4,0%	3,0%	3,0%	3,0%	0,0%	
Margen Bruto	65,2%	62,0%	63,0%	63,0%	63,0%	63,0%	
Gastos Explot./Ingresos	30,9%	30,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	
Gastos Personal/Ingresos	24,8%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	
Tasa impositiva	nm	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	
Activo Corriente	39,6%	37,6%	36,9%	36,9%	37,2%	37,8%	
Activo No Corriente	60,4%	62,4%	63,1%	63,1%	62,8%	62,2%	
Pasivo Corriente	29,3%	32,2%	34,2%	35,9%	36,3%	36,9%	
Pasivo No Corriente	64,3%	60,3%	57,6%	55,2%	53,9%	52,5%	
RRPP	6,4%	7,2%	7,9%	8,7%	9,6%	10,4%	
Total (€m)	14.978	15.134	15.665	16.000	16.366	16.800	

Fuente SACYR/Bloomberg/ Estimaciones GPM

Escenario Pesimista: Estimación de los Flujos de Caja

Flujo de Caja	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	Tendencia
CF Operativo	208,6	420,7	490,2	595,9	642,8	509,9	
CF Operativo (desapalancado)	313,7	824,0	897,0	1.003,5	1.053,9	919,9	
CF Inversión	(970,8)	(896,6)	(702,5)	(508,6)	(514,8)	(514,8)	
CF Financiación	1.187,9	72,6	262,4	(12,4)	(3,0)	255,0	
CF Libre (desapalancado)	(657,2)	(72,6)	194,5	494,9	539,0	405,0	

Fuente SACYR/Bloomberg/ Estimaciones GPM

EBITDA variable clave en los próximos años

En el periodo 2016-2021 SACYR ha sido una empresa claramente generadora de valor con un incremento de la cifra de EBITDA en €663m (€110m/año), dato que supera el EBITDA reportado en 2020 de €645m. Para los próximos años anticipamos que se mantendrá la tendencia de generación de un EBITDA creciente.

SACYR: EBITDA Histórico

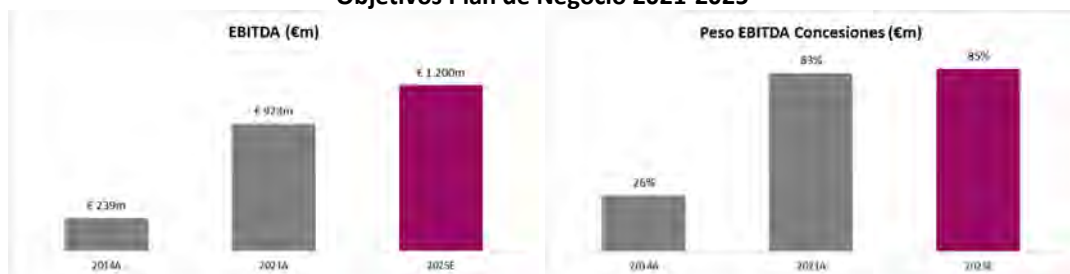
SACYR: EBITDA	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Total (*)	Tendencia
EBITDA	321,2	375,2	500,7	627,3	645,1	922,8	nm	
Variación interanual (€m)	63,3	54,1	125,5	126,6	17,8	275,7	663,0	
Variación interanual %	24,6%	16,8%	33,4%	25,3%	2,8%	42,7%	23,5%	

Fuente Bloomberg / Elaboración GPM

En términos absolutos, el plan de negocio de SACYR se ha marcado un objetivo de EBITDA de unos €1.200m para el año 2025, similar al que prevemos en nuestro escenario base de €1.210m)

Los activos concesionales aportan el 83% del EBITDA consolidado: en el plan estratégico 2021-2025 (reiterado por la Dirección en 2022), se fijó el objetivo de que la contribución del EBITDA de los negocios concesionales (c.€1.000m) alcance un peso superior al 85% sobre el EBITDA del grupo consolidado (€1.200m)

Objetivos Plan de Negocio 2021-2025



Fuente SACYR / Elaboración GPM

Reducir la deuda neta con recurso a €100m en 2025

En 2021, el endeudamiento bruto de SACYR finaliza en €7.801m y el endeudamiento neto en €6.013m. Del endeudamiento neto, €5.332m es deuda vinculada a proyectos concesionales (sin recurso a la matriz) y €681m (con recurso a la matriz). Según el plan de negocio 2021-2025, se prevé una reducción de la deuda neta con recurso a €100m.

SACYR: Plan de Negocio 2021-2025



Fuente SACYR / Bloomberg / Elaboración GPM

Estimación del Endeudamiento Bruto

SACYR	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E
Deuda Total (€m)	4.435	5.650	6.160	6.131	6.689	7.801	7.709	7.679
Deuda CP (€m)	829	921	1.098	970	789	1.382	1.796	1.866
% /Total	18,7%	16,3%	17,8%	15,8%	11,8%	17,7%	23,3%	24,3%
Deuda LP (€m)	3.606	4.729	5.061	5.160	5.900	6.419	5.913	5.813
% /Total	81,3%	83,7%	82,2%	84,2%	88,2%	82,3%	76,7%	75,7%
Deuda neta (€m)	3.935	3.726	3.421	4.444	5.328	6.013	5.239	5.454

Fuente SACYR & Bloomberg / Estimaciones GPM

Accionariado

Actualmente el Consejo de Administración de SACYR controla el 30% del capital social de la compañía. Entre los principales accionistas destacamos a los siguientes:

SACYR: Accionariado

Participaciones significativas	dic-21
Disa Corporación Petrolífera, S.A.	12,73%
Grupo Corporativo Fuertes, S.L.	6,36%
Prilomi, S.L.	4,61%
Beta Asociados, S.L.	3,90%
Prilou, S.L.	3,60%
Nerifan, S.L.	3,05%
Rubric Capital Management LP	3,01%
Otros	62,74%
TOTAL	100,0%

Fuente SACYR

Remuneración al Accionista: rentabilidad del 4-5%

La política de remuneración al accionista de SACYR consiste en el denominado “scrip dividend” que da la opción al accionista de optar o combinar por una de las siguientes formas de cobro: i) percibir el efectivo, ii) recibir acciones totalmente liberadas y iii) vender los derechos de asignación gratuita en el mercado.

En la tabla siguiente se agrupan los dividendos en base a la fecha de pago. Se puede apreciar que la rentabilidad por dividendo de SACYR ha variado entre el 4,04% de 2019 y el 5,91% de 2018, tomando como referencia la cotización de cierre del periodo.

Remuneración al Accionista

Año de Pago	DVD / Acc. Bruto (€)	Cotización (cierre)	Yield	Concepto
2021	0,096	2,286	4,20%	scrip dividend
2020	0,082	2,020	4,06%	scrip dividend
2019	0,105	2,600	4,04%	scrip dividend
2018	0,103	1,744	5,91%	scrip dividend

Fuente SACYR - Bloomberg - Elaboración GPM

Recordamos que el objetivo de remuneración al accionista consiste en que la rentabilidad por dividendo se mantenga entre una banda del 4-5%.

Valoramos las acciones de SACYR en €3,51

Asignamos a las acciones de SACYR un valor de €3,51 por acción, lo que implica un descuento promedio del 39% y un potencial de revalorización superior al 63%.

Resumen de Valoraciones

Método de Valoración	Valor
x Comparables	€3,56
x Descuento de Flujos de Caja	€3,47
Promedio	€3,51
Cotización @ 4.4.22	€2,15
Prima / Descuento	(39,3%)
Potencial del revalorización	63,5%

Elaboración y Estimaciones GPM

Tomando como referencia los diferentes escenarios, en el escenario optimista obtenemos una valoración de las acciones de SACYR de €4,64 y de €2,58 en el escenario pesimista, lo que puede servir de referencia para señalar niveles de valoración en ambos escenarios.

Valoración Según Escenarios

Valoración	€/acc	Cotización	Prima / Descuento
Base	€3,51	2,150	63,2%
Optimista	€4,53	2,150	110,7%
Pesimista	€2,65	2,150	23,3%

Elaboración y Estimaciones GPM

Comparación con el resultado de los últimos 12m






Con relación a los resultados acumulados en los últimos 12m (2021), SACYR cotiza con un EV/EBITDA de 8,6x frente a un promedio de sus comparables de 8,8x a resultados estimados de 2022 (descuento del 2,2%). Por su parte, a resultados estimados de 2023 de los comparables SACYR cotiza con una prima del 8,9% frente al 7,9x de los comparables.

EV / EBITDA	
Multiplicador EBITDA 12m	€m
Calculo EBITDA 12m	
Margen Explotación	768,4
Amortizaciones (D&A)	154,5
Otros ajustes	0,0
EBITDA 12m	922,9
Capitalización	1.377,9
Minoritarios	550,0
Valor de Empresa	7.940,9
EV/EBITDA SCYR SM	8,6x
EV/EBITDA Comparables 2022E	8,8x
Prima / Descuento	(2,2%)
EV/EBITDA Comparables 2023E	7,9x
Prima / Descuento	8,9%

Elaboración GPM / Datos a 31.12.21

Valor de Empresa creciente (en línea con el EBITDA)

Otro de los aspectos que consideramos interesante destacar, consiste en la evolución creciente del Valor de Empresa de SACYR, que en los últimos cuatro años ha marcado una tendencia claramente creciente y que en 2022 esperamos que se mantenga.

SACYR: Valor de Empresa (EV)						
SACYR (€m)	2018	2019	2020	2021	2022E	Tendencia
Capitalización de mercado (*)	965	1.513	1.221	1.343	1.357	
- Efectivo y equivalentes	2.114	1.687	1.361	2.603	2.200	
+ Minoritarios	361	365	405	550	550	
+ Deuda total	6.160	6.131	6.689	7.801	7.448	
Valor de empresa	5.373	6.322	6.955	7.091	7.156	

(*) última del periodo. Fuente Bloomberg/ Elaboración GPM / Estimaciones GPM

Estimación por Comparables: €3,56 euros

Este método permite estimar un valor de las acciones de SACYR de €3,56 por acción. Para alcanzar este valor hemos tomado como referencia la media de los comparables de SACYR y la estimación de resultados de los próximos años (2022 y 2023), que en promedio resulta en los €3,56 anteriormente mencionado (se excluye el ratio EV/EBIT debido a que distorsiona la valoración).

Valoración por Comparables (*)									
Resumen Comparables	2021 EV / EBITDA	2021 EV / EBIT	2021 P/E	2022e EV / EBITDA	2022e EV / EBIT	2021e P/E	2023e EV / EBITDA	2023e EV / EBIT	2023e P/E
Median	10,1x	17,3x	20,0x	8,8x	13,9x	13,0x	7,9x	12,2x	19,5x
High	42,4x	67,3x	58,0x	35,7x	53,5x	22,2x	30,0x	42,6x	45,8x
Low	2,9x	6,1x	10,3x	2,5x	5,1x	9,2x	2,2x	4,6x	8,8x
Valoración por Comparables									
Total VE	9.263	13.264	7.188	7.438	9.105	6.855	7.150	8.592	8.200
Deuda Neta (*)	5.198	5.198	5.198	5.109	5.109	5.109	5.145	5.145	5.145
Valor de mercado	4.065	8.066	1.990	2.328	3.996	1.746	2.004	3.446	3.055
Nº de acciones	641	641	641	641	641	641	641	641	641
Valoración Sacyr/ acc.	€ 6,34	€ 12,59	€ 3,11	€ 3,63	€ 6,23	€ 2,72	€ 3,13	€ 5,38	€ 4,77

Fuente Bloomberg /(*) Deuda neta incluye Activos Fin. Corrientes / Elaboración GPM

Las compañías que se han tomado como referencia para hacer la comparativa son las siguientes:

Compañías Comparables

Empresa	Ticker	2021A			2022E			P/E	P/E
		EV / EBITDA	EV / EBIT	P/E	EV / EBITDA	EV / EBIT	EV / EBITDA		
Sacyr	SCYR	7,70x	9,23x	13,66x	8,36x	10,82x	7,82x	10,03x	8,66x
Ferrovial	FER	42,43x	67,30x	nm	35,73x	53,53x	30,02x	42,61x	43,95x
Acciona	ANA	10,83x	19,23x	25,09x	9,55x	16,00x	8,76x	14,77x	18,15x
ACS	ACS	3,96x	6,07x	10,48x	3,52x	5,15x	3,25x	4,58x	11,45x
Obrascón	OHLA	2,94x	13,49x	17,47x	2,48x	6,11x	2,20x	5,93x	43,68x
FCC	FCC	9,04x	15,40x	11,68x	8,48x	13,98x	8,21x	13,37x	11,68x
Bouygues	EN	4,52x	10,00x	11,85x	4,25x	8,99x	3,79x	7,51x	9,50x
Eiffage	FGR	6,70x	11,06x	12,27x	6,19x	9,72x	5,90x	9,18x	9,69x
Spie	SPIE	7,66x	10,92x	13,84x	7,05x	10,28x	6,79x	9,52x	10,86x
Webuild	WBDR	6,95x	14,64x	60,00x	6,11x	11,46x	5,65x	10,19x	37,50x
Vinci	DG FP	10,30x	17,19x	20,99x	8,22x	12,55x	7,52x	11,18x	12,18x
Maire Tecn.	MT	7,25x	9,62x	12,72x	6,00x	7,60x	5,43x	6,72x	8,72x
Assystem	ASY	8,09x	12,21x	22,43x	7,69x	11,38x	7,06x	10,34x	14,81x

Fuente Bloomberg / Elaboración GPM

Valoración por descuento de Flujos de Caja (€3,47)

El promedio de los descuento de flujos de caja resulta en un valor promedios de €3,47 por acción, que implica un descuento del 39,1%.

Resumen Valoración x Descuento de Flujos de Caja

Valoración x Desc. Flujos de Caja	Valor
Crecimiento a perpetuidad del 1,0%	€ 3,23
EV/EBITDA Residual @ 9,0x	€ 3,71
Promedio	€ 3,47
Último precio	€2,15
Prima / (descuento)	(38,0%)
Potencial del revalorización	61,4%

Estimaciones GPM

Cálculo del valor residual: aplicamos dos métodos. Por un lado, el modelo de crecimiento a perpetuidad y para el que estimamos una tasa del 1,0%. Por otro lado, en el otro método de cálculo del valor residual aplicamos el multiplicado bursátil EV/EBITDA, que en este caso es de 9,0x, en línea con el promedio de 8,9x en los comparables 2021-23.

SACYR: Cálculo del Valor de Empresa

Modelo Tasa de Crecimiento a Perpetuidad	EURm	Modelo EBITDA Residual	EURm
FCF Residual	687	EBITDA Residual	1.210,5
FCF Residual ^{t+1}	694	Multiplicador EV/EBITDA	9,0x
Crecimiento a Perpetuidad (g)	1,00%	Valor Residual	10.894
Valor Residual	10.433	VNA del Valor Residual	7.683
VNA del Valor Residual	7.358	VNA del FCF	1.549
VNA del FCF	1.549	Valor de Empresa (Enterprise value)	9.233
Valor de Empresa (Enterprise value)	8.907		

Estimaciones GPM

Valoración con un Crecimiento a Perpetuidad del 1,0%: que asignamos SACYR en base a que este crecimiento representa la mitad de la tasa de inflación a largo plazo del 2,0% del BCE y que consideramos es un crecimiento a perpetuidad razonable.

Aplicando un crecimiento a perpetuidad del 1,0%, la valoración por descuento de flujos de caja resulta en €3,23/acción. Este valor nos parece adecuado, debido a que implícitamente asigna a SACYR un multiplicador residual EV/EBITDA de 8,6x, análogo a 8,8x al que cotizan los comparables a resultados estimados de 2022 e inferior a 10,1x de los resultados de 2021 (vs. comparables).

Valoración con Multiplicador Residual: optamos por un ratio EV/EBITDA residual 9,0x, en base a los multiplicadores a los que cotizan los comparables (ver tablas más arriba). Bajo este modelo, para las acciones de SACYR estimamos un valor de €3,71. En este caso, el multiplicador EV/EBITDA residual refleja una tasa implícita de crecimiento a largo plazo del 1,04%.

SACYR: Estimación del Valor de Mercado por Acción (*)

Valor Razonable por Acción		
	Perpetuity	EBITDA
Valor de Empresa	8.906,8	9.232,5
Deuda neta (-)	(6.013,0)	(6.013,0)
Efectivo no disponible (-)	(720,0)	(720,0)
Valor de Mercado	2.173,8	2.499,5
nº de acciones diluido	673,6	673,6
Valor de Mercado por acción	€3,23	€3,71
Primas / Descuento s/ Valor Razonable	(33,9%)	(42,5%)

Elaboración GPM

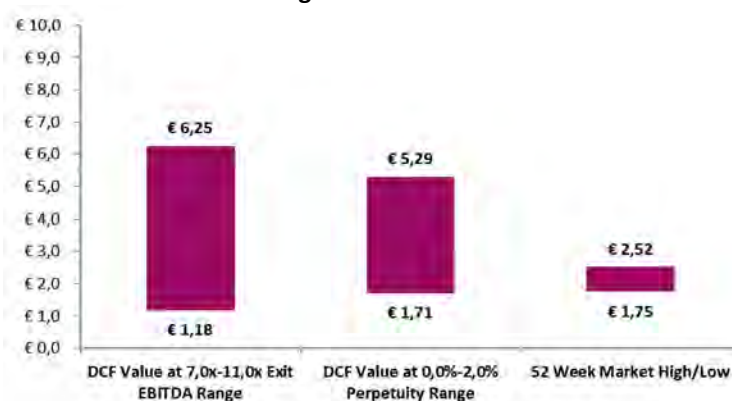
Bajo peso del 17% del Valor Residual en la Valoración de SACYR: el reducido peso del valor residual de SACYR se justifica por el tipo de actividad concesional de la compañía, que acumula la mayor parte de su valor en los flujos de caja que se generan antes de que las concesiones finalicen.

Distribución del Peso de la Valoración

VNA del Valor Residual % s/ VE	82,6%	VNA Residual % s/ VE	83,2%
VNA del FCF s/ VE	17,4%	VNA del FCF s/ VE	16,8%
Multiplicador EBITDA implícito	8,6x	Implied TV perpetual growth rate	1,04%

Elaboración GPM

Rango de Valoraciones



Elaboración y Estimaciones GPM

Análisis de Sensibilidad

Para calcular las tablas de sensibilidad, la referencia es el resultado estimado para 2022.

WAC	Valor de Mercado por Acción						Multiplicador EBITDA (proximos 12m)					
	€ 3,23	Tasa de Crecimiento a Perpetuidad (g):					8,9x	Tasa de Crecimiento a Perpetuidad (g):				
		0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%		0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
9,0%	(0,26)	0,23	0,77	1,39	2,09	6,53x	6,85x	7,22x	7,63x	8,10x		
8,0%	1,13	1,77	2,50	3,34	4,32	7,46x	7,89x	8,38x	8,94x	9,60x		
7,7%	1,71	2,42	3,23	4,18	5,29	7,85x	8,32x	8,87x	9,50x	10,25x		
7,0%	2,93	3,80	4,81	6,02	7,46	8,67x	9,25x	9,93x	10,74x	11,70x		
6,0%	5,33	6,57	8,06	9,89	12,17	10,28x	11,11x	12,11x	13,33x	14,86x		

Elaboración y Estimaciones GPM

Valor de Mercado por Acción						Multiplicador EBITDA (proximos 12m)						
WACC	€ 3,71	Multiplicador EBITDA Residual					9,2x	Multiplicador EBITDA Residual				
		7,0x	8,0x	9,0x	10,0x	11,0x		7,0x	8,0x	9,0x	10,0x	11,0x
9,0%		0,57	1,77	2,96	4,16	5,35	9,0%	7,1x	7,9x	8,7x	9,5x	10,3x
8,0%		1,02	2,26	3,51	4,76	6,01	8,0%	7,4x	8,2x	9,1x	9,9x	10,7x
7,7%		1,18	2,44	3,71	4,98	6,25	7,7%	7,5x	8,3x	9,2x	10,0x	10,9x
7,0%		1,48	2,79	4,09	5,40	6,70	7,0%	7,7x	8,6x	9,4x	10,3x	11,2x
6,0%		1,98	3,34	4,70	6,07	7,43	6,0%	8,0x	8,9x	9,9x	10,8x	11,7x

Elaboración y Estimaciones GPM

Valor de Mercado (€m)						Valor de Mercado (€m)						
WACC	Tasa de Crecimiento a Perpetuidad (g):	Tasa de Crecimiento a Perpetuidad (g):					9,0%	Multiplicador EBITDA Residual				
		0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%		8,0x	9,0x	10,0x	11,0x	12,0x
9,0%	nm	145	493	888	1.339	9,0%	366	1.132	1.898	2.664	3.430	
8,0%	727	1.135	1.602	2.141	2.770	8,0%	651	1.451	2.251	3.051	3.851	
7,4%	1.095	1.548	2.070	2.677	3.391	7,4%	754	1.566	2.379	3.191	4.004	
7,0%	1.877	2.435	3.086	3.855	4.778	7,0%	951	1.787	2.623	3.459	4.295	
6,0%	3.416	4.213	5.169	6.337	7.798	6,0%	1.266	2.140	3.014	3.888	4.762	

Elaboración y Estimaciones GPM

Coste del Capital

Para SACYR, estimamos un Coste Ponderado del Capital Total (wacc) del 7,65%. Este coste se deriva de las siguientes premisas:

Estimación del Coste del Capital (CoE)	
Coste de Deuda	4,07%
Tasa Impostiva	25,0%
Coste Deuda post Impuesto	3,05%
Tasa Libre de Riesgo	2,00%
Beta (mensual 5 años)	1,768
Prima de Riesgo	11,00%
Coste del Capital en Bolsa	21,45%
Distribución del Capital	
	Current % of total Target override
Capitalización bursáti	1.436,0 15,5% 25,0% 25,0%
Deuda Bruta	7.801,0 84,5% 75,0% 75,0%
Coste del Capital Total (WACC)	7,65%

Elaboración y Estimaciones GPM

- *Coste de la Deuda:* se calcula tomando como referencia el tipo de interés de las emisiones de deuda viva de SACYR, ponderado por el total de las emisiones.

SACYR: Coste de la Deuda (bruta)

SACYR	Tipo interés	Importe (€m)	Peso s/total	Tipo Ponderad
Pólizas de crédito	2,55%	134	1,7%	0,04%
Préstamos	2,95%	836	10,4%	0,31%
Fin. Proyectos Concesionales	4,42%	3.604	44,9%	1,98%
Préstamos hipotecarios	1,40%	3	0,0%	0,00%
Otras Obligaciones	4,03%	3.457	43,0%	1,73%
Subtotal		8.034	100,0%	4,07%
Intereses a pagar		(233)		
Total Deuda bruta		7.801		

Fuente Memoria anual de SACYR / Elaboración GPM

- *Tasa Libre de Riesgo:* la referencia es el objetivo de IPC a largo plazo del BCE, del 2,0%.
- *Beta:* mensual a cinco años (fuente Bloomberg).

- **Prima de Riesgo del Mercado:** i) se parte de nuestra referencia base para el mercado español del 8,0%; ii) prima por riesgo país: 200pb (normalmente 100pb) que se justifica en SACYR por la exposición de su negocio a los mercados internacionales y entre ellos, Latinoamericana; iii) prima por capitalización bursátil de 100pb, en base a que menos del 60% de las acciones de SACYR en circulación es capital flotante, unos €850m (estimado por GPM).

Estimación Prima de Riesgo de Mercado (ERP)

Equity Risk Premium-ERP	%
Market Equity Risk Premium	8,0%
Country Risk Premium	2,0%
Med Cap Equity Risk Premium	1,0%
Total ERP	11,0%

Elaboración y Estimaciones GPM

Distribución del Capital: en nuestras previsiones consideramos que en el cálculo del coste de capital ponderado (wacc) se reducirá el peso del coste de la deuda, tanto por el programa de disminución de la deuda con recurso del plan de negocio 2021-2025, sino que también esperamos un mejor comportamiento de la acción en Bolsa y que su valor de mercado se aproxime progresivamente a nuestra valoración de €2.273m. En base a estos argumentos, en el cálculo del coste del capital establecemos una ponderación del 25% del valor de mercado vs 16% de 2021.

SACYR: Distribución Histórica del Capital Total

Peso	2017	2018	2019	2020	2021	Objetivo
Capitalización Bursátil	18,2%	13,5%	19,8%	15,4%	16,0%	25%
Deuda bruta	81,8%	86,5%	80,2%	84,6%	84,0%	75%
Total	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Fuente Bloomberg / Elaboración GPM

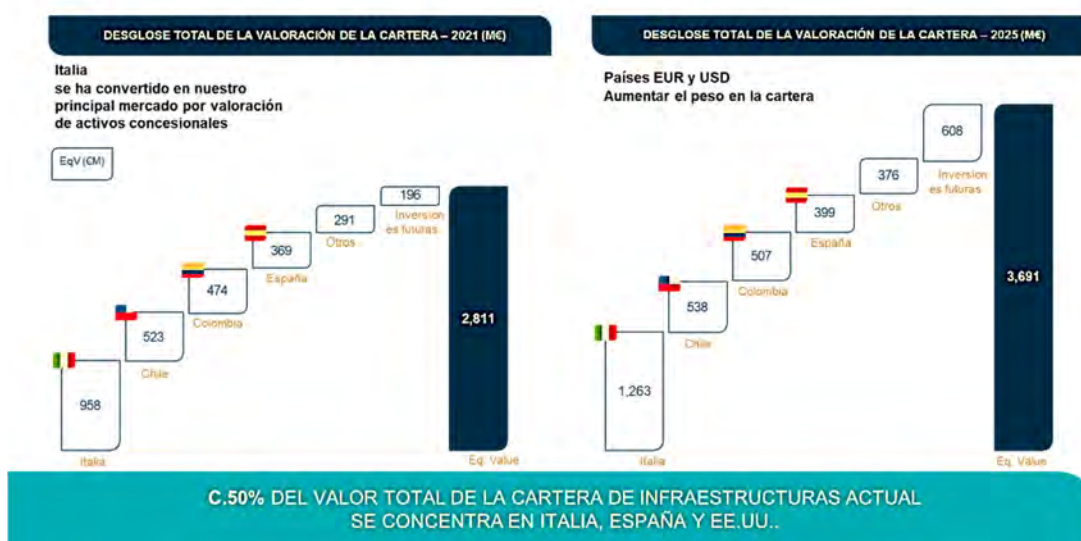
Valoración de SACYR Concesiones de €2.800m:

Otro aspecto que nos ayudará a justificar la valoración del Grupo SACYR es el valor de sus activos concesionales (83,1% s/EBITDA), que según la compañía es de €2.800m a 31.12.21, inferior a los €2.273 en que justificamos el valor razonable de SACYR.

SACYR CONCESIONES



Cartera diversificada con alta presencia en Italia y países desarrollados



Fuente SACYR, presentación Plan de Negocio 2021-2025

Anexo I: Resultados 2021

Los resultados de 2021 de SACYR (publicados el 25.02.2022), están alineados con los objetivos del plan estratégico 2021-2025 y en ellos, destaca que la deuda neta con recurso se reduce un 19% interanual hasta €681m (objetivo €100m en 2025).

SACYR: Resultado 2021

SACYR (€m)	2021	2020	a/a
Cifra de Negocios	4.675,0	4.548,0	3,0%
EBITDA	923,0	724,0	28,0%
EBITDA activos concesionales	83,0%	78,0%	+500 pb
Margen EBITDA	19,7%	15,9%	+380 pb
Beneficio negocios*	111,0	90,0	23,0%
BNA	(189,0)	36,0	n.a.
Flujo de caja operativo	629,0	545,0	15,0%
Deuda neta con recurso	681,0	836,0	(19,0%)

Fuente SACYR / Elaboración GPM (incluye venta Guadalcesa '20 e impacto Medidas Fiscales PGE'22)

Por áreas de negocio los ingresos de SACYR registran una evolución positiva en todas las líneas de negocio tras el avance del 6,7% interanual en el área de Construcción y del 6,6% en la actividad de Concesiones. Estas dos unidades de negocio contribuyen con más del 75% a los ingresos del Grupo SACYR.

Resultados 2021 por Áreas de negocio

Ingresos netos (€m)	2021	Peso	2020	Peso	A/A
Construcción	2.136,3	45,7%	2.002,5	44,0%	6,7%
Concesiones	1.459,9	31,2%	1.369,8	30,1%	6,6%
Servicios	923,3	19,7%	922,7	20,3%	0,1%
Ajustes	151,9	3,2%	239,6	5,3%	-36,6%
Otro	3,9	0,1%	13,4	0,3%	-70,7%
Total	4.675,4	100,0%	4.547,9	100,0%	2,8%

Fuente Bloomberg Elaboración GPM

El resultado de 2021 se sostiene en una tendencia positiva de las cuentas trimestrales, que mejoran tanto en ingresos como en EBITDA y en el margen EBITDA. En el último trimestre ha sido significativo que esta última referencia se haya ensanchado hasta 18,7%.

SACYR: Evolución Trimestral de la cuenta de P&G

SACYR (€m)	1T2021	2T2021	3T2021	4T2021	Tendencia	2021
Ingresos netos	1.057,0	1.107,0	1.146,0	1.366,0		4.676,0
EBITDA	194,0	208,0	228,0	293,0		923,0
EBIT	153,0	172,0	188,0	256,0		769,0
Margen EBIT	14,47%	15,54%	16,40%	18,74%		16,45%
BAI	53,3	72,4	83,3	(175,0)		34,0
BNA	25,5	14,7	20,0	(249,0)		(188,8)

Fuente Bloomberg / Elaboración GPM



Impactos contables no recurrentes en los resultados de 2021:

Los ajustes que comentamos seguidamente no han tenido impactos en la posición de Tesorería de la compañía:

- **Reducción de la participación en Repsol al 3,0%:** otra de las metas (de gestión) y que se cumple en los resultados de 2021 ha consistido en reducir la participación en Repsol al 3,0%, desde el 8,0%. En 2021 se cambió el método contable y actualmente esta participación se consolida por el método del valor razonable y no por el de puesta en equivalencia, lo que en el pasado año ha supuesto un ajuste contable con una provisión de €93m (€56m por ajuste del valor de mercado y €37m en Patrimonio). Está previsto que la participación en Repsol se reduzca progresivamente en un tercio anual, hasta 2024 (desde principios de año, las acciones de Repsol se han revalorizado un 16,8%).
- Provisión de €58m en base a un hipotético escenario adverso en las demandas recibidas sobre las Radiales R3 y R5.
- €46m por las Medidas Fiscales de la Ley de los Presupuestos Generales del Estado de 2022 (cambio de normativa).

Beneficio neto ajustado de €95,6m en 2021: tras la reconciliación del beneficio neto reportado, estimamos que en 2021, SACYR alcanzó un resultado neto ajustado de €95,53m (ex provisiones anteriormente comentadas), que implica que la última línea de la cuenta de resultados ha recuperado la senda del beneficio.

Beneficio Neto Ajustado

Beneficio Neto Atribuido (BNA)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	
€m (GAAP)	31.12.16	31.12.17	31.12.18	31.12.19	31.12.20	31.12.21	Tendencia
BNA	120,2	130,6	150,3	(297,7)	35,7	(189,2)	
BNA (ajustado)	100,0	149,6	168,0	(180,3)	(321,6)	95,6	

Fuente Bloomberg

Anexo II: Proyección Internacional

ITALIA

ITALY

Posición sólida en Italia

SACYR
CONCESIONES



ESTRATEGIA

- SIS, el consorcio formado entre Sacyr (49%) y nuestro socio italiano Fininc (51%) ha participado en todas las licitaciones de este país. Esta exitosa alianza, ha contribuido a aumentar la tasa de éxito en licitaciones hasta en un 50%.

PIPELINE

- Actualmente admitido como adjudicatario en 3 procesos de infraestructura.
- Situación óptima para la adjudicación de proyectos de infraestructura y salud durante los próximos años.

ITALY

Posición sólida en Italia

SACYR
CONCESIONES



SACYR: Presentación Plan de Negocio 2021-2025

EE.UU.

USA

Entrada en el mercado estadounidense

SACYR
CONCESIONES

Universidad de Idaho

UNIVERSIDAD DE IDAHO Participación: 50%

Proyecto Yellowfield con €159m de inversión total en la Universidad de Idaho, incluida la operación, el mantenimiento y la mejora de los sistemas de generación y distribución de energía, agua y vapor en el campus de la universidad.

Régimen retributivo	Situación
<ul style="list-style-type: none"> Pago por disponibilidad fija. Pago variable CapEx con margen fijo. 	<ul style="list-style-type: none"> En operación Vencimiento esperado en 2070.
Cartera de Pedidos: €1,200M	

NUESTRA ESTRATEGIA DE ÉXITO

- Nuevo nicho de mercado identificado para mejorar nuestras habilidades actuales con menos competencia
- Alianza con un fondo de primer nivel y un Contratista local especializado (McKinstry)
- Selección de asesores de primer nivel para participar en el equipo de licitación.

IMPACTOS EN SOSTENIBILIDAD ODS

- Huella de carbono neutra para 2030, parte del Plan de Acción Climática.
- El concesionario a cargo de los proyectos coherente con los ODS en los próximos 50 años.

COLOMBIA

COLOMBIA

Colombia: Perspectivas y principales activos

SACYR
CONCESIONES

Proyectos
4

Activos Gestionados
€2.3Bn

Autopistas
524km

Cartera Pedidos (€Bn)
4.2

PAMPLONA - CUCUTA Participación 100%

Este proyecto de autopista greenfield de 592M€ de inversión total constituye una solución para conectar las fronteras entre Colombia y Venezuela.

Plazo: 25 años

Posible prórroga de 4 años (hasta junio de 2046)

Situación: COD esperado en 2022 (c.55%*)

Cartera de Pedidos €1,837M

RUMICHACA-PASTO Participación: 60%

Proyecto de autopista greenfield de 726M€ de inversión total en el sur de Colombia cerca del paso fronterizo con Ecuador.

Plazo: 25 años

Posible extensión a 4 años (prevista hasta 2040-2044)

Situación:

- COD esperado en 2022 (c.93%*)

Cartera Pedidos: €1,966M

Regimen retributivo

- Tarifa de disponibilidad e ingresos por peaje
- Riesgo de demanda mitigado por compensaciones cuando no se alcanza el valor actual de los ingresos fijados por el contrato

(*): 31 de agosto de 2021

CHILE

CHILE

Chile: Perspectivas y principales activos

SACYR
CONCESIONES

Algarrobo
Plazo 25A
187Km

C. De la Fruta
Plazo 42A
142Km

Bio Bio
Plazo 24A
103Km

AVO
Plazo 37A
9Km

Adicionalmente + de 13 activos gestionados

Proyectos 17 **Activos Gestionados** €3.9Bn **Cartera de Pedidos (€Bn)** 7.6

Autopistas 1,070km **Camas de Hospital** 870 **Pasajeros/Año (mn)** 3

Regimen retributivo

- Renta Fija
- Ingresos por peajes (riesgo de demanda mitigado por un ingreso mínimo garantizado)
- Madurez variable. Se alcanza cuando el valor actual neto de los ingresos es igual a una cantidad establecida en el contrato.

AMÉRICO VESPUCCIO ORIENTE Participación 50%

Autopista urbana greenfield, circunvalación de Santiago (€1.000m inversión total)

Régimen retributivo	Situación
<ul style="list-style-type: none"> Renta Fija Ingresos por peajes (riesgo de demanda mitigado por un ingreso mínimo garantizado) 	<ul style="list-style-type: none"> Activo en construcción (c.84%) DQO esperado en 2022
Plazo	
<ul style="list-style-type: none"> 45 años desde la adjudicación (previsto en 2053). 	

Anexo III Proyecto greenfield / brownfield / yellowfield

Estos tipos de proyectos tienen ventajas y desventajas, que deberán valorarse individualmente por el constructor.

- *greenfield*, estos proyectos parten de cero (es decir, previamente no existe ningún tipo de infraestructura o concesión) y en los que no hay necesidad de remodelar, mantener o adaptar las estructuras para el desarrollo del plan. Por lo general, carecen de acceso a servicios básicos como alcantarillado, agua potable, luz eléctrica, telefonía fija o internet, por lo que el constructor proporcionará el acceso a estos servicios y realizará las obras necesarias para proveerlos.
- *brownfield*, son proyectos que se realizan sobre un área construida (pe: puertos, aeropuertos, carreteras, etc.) y cuentan con acceso a servicios básicos por lo que el constructor sólo realiza las obras del proyecto.
- *Yellowfield*: son inversiones centradas en actuaciones de gran reparación o rediseño sobre un activo ya existente, por lo que los riesgos están más acotados (pe: construcción de un tercer carril en una autovía ya madura).

Anexo IV: Bases imponibles negativas y deducciones

- Algunas de las sociedades del Grupo Fiscal tienen acreditadas bases imponibles negativas que pueden compensarse en ejercicios siguientes a aquel en que se generaron. A fecha de 31.12.21, Sacyr disponía de un total de bases imponibles negativas pendientes de aplicación por un importe de €440,2m.
- Por su parte, las deducciones pendientes de aplicar a 31.12.2021, generadas tanto en 2021 como en ejercicios anteriores suman un total de €179,9m.

INCOME STATEMENT (€m)

Fiscal year	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
Fiscal year end date	31.12.20	31.12.21	31.12.22	31.12.23	31.12.24	31.12.25
Revenue	4.547,9	4.675,4	4.862,4	5.056,9	5.259,2	5.469,5
Cost of sales	(1.752,4)	(1.627,6)	(1.750,5)	(1.820,5)	(1.893,3)	(1.969,0)
Gross Profit	2.795,4	3.047,8	3.111,9	3.236,4	3.365,9	3.500,5
Personnel expenses	(1.184,8)	(1.161,1)	(1.215,6)	(1.264,2)	(1.314,8)	(1.367,4)
Selling, general & administrative	(1.143,5)	(1.444,4)	(1.458,7)	(1.517,1)	(1.577,7)	(1.640,9)
Other operating income	(0,0)	326,1	339,2	352,7	366,8	381,5
Operating profit (EBIT)	467,1	768,4	776,8	807,8	840,2	873,8
Interest income	(337,6)	159,8	30,0	41,8	59,5	62,1
Interest expense	(274,9)	(384,2)	(435,9)	(440,1)	(441,8)	(434,7)
Net Interest Exp.	(612,5)	(224,4)	(405,9)	(398,3)	(382,3)	(372,6)
Currency Exchange (Gains) Loss	(56,8)	(131,0)	(60,7)	(60,7)	(60,7)	(60,7)
Other expense / Gain	160,9	(92,1)	35,4	35,4	35,4	35,4
EBT Excl. Unusual Items	(41,3)	320,9	345,6	384,3	432,6	475,9
Impairment of Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gain (Loss) On Sale Of Assets	96,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Asset Writedown	380,8	(315,0)	0,0	0,0	0,0	0,0
Legal Settlements	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Other Unusual Items	(199,2)	27,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Pretax profit	236,2	33,68	345,6	384,3	432,6	475,9
Taxes	(125,4)	(135,3)	(86,4)	(96,1)	(108,1)	(119,0)
Net income	110,89	(101,60)	259,2	288,2	324,4	356,9
Extraord. Item & Account. Change	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Minority Int. in Earnings	(75,19)	(87,58)	(111,4)	(123,9)	(139,5)	(153,5)
Net income	35,70	(189,18)	147,73	164,27	184,92	203,43
NI to Common Incl Extra Items	35,70	(189,18)	147,73	164,27	184,92	203,43
Abnormal Losses (Gains)	(476,48)	369,91	0,00	0,00	0,00	0,00
Tax Effect on Abnormal Items	119,17	(85,10)	0,00	0,00	0,00	0,00
NI to Common Excl. Extra Items	(321,62)	95,6	147,7	164,3	184,9	203,4
Basic shares outstanding (avg)	593,3	616,8	637,9	657,7	679,9	702,0
Impact of dilutive securities	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Diluted shares outstanding	593,3	616,8	637,9	657,7	679,9	702,0
Basic EPS (adj.)	(€0,54)	€0,16	€0,23	€0,25	€0,27	€0,29
Diluted EPS (adj.)	(€0,54)	€0,16	€0,23	€0,25	€0,27	€0,29

Growth rates & margins	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
Revenue growth	9,1%	2,8%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Gross profit as % of sales	61,5%	65,2%	64,0%	64,0%	64,0%	64,0%
Personnel expense	26,1%	24,8%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
SG&A margin	25,1%	30,9%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Tax rate	nm	nm	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%

EBITDA reconciliation	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
Depreciation & amortization	256,5	154,5	227,7	270,4	308,4	336,7
Stock based compensation	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	723,6	922,9	1.004,4	1.078,2	1.148,6	1.210,5
EBITDA-CapEx	588,6	721,8	807,8	873,8	935,9	989,3
EBIAT (NOPAT)	350,3	576,3	582,6	605,9	630,1	655,3

Estimaciones GPM

BALANCE SHEET (€m)

<i>Fiscal year</i>	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
<i>Fiscal year end date</i>	31.12.21	31.12.22	31.12.23	31.12.24	31.12.25
Cash & equivalents ST & LT market. securities	2.603,3	2.200,0	2.250,0	2.325,0	2.450,0
Accounts receivable	1.490,0	1.556,0	1.618,2	1.682,9	1.750,2
Inventory	177,0	227,6	236,7	246,1	256,0
Deferred tax assets	1.045,0	1.072,0	1.072,0	1.072,0	1.072,0
Other current assets (inc. non-trade receivables)	615,8	615,8	615,8	615,8	615,8
Net Fixed Assets (property, plant & equipment)	441,0	444,7	448,8	453,1	457,5
Acquired intangible assets (inc. Goodwill)	6.651,5	7.351,5	7.781,5	7.981,5	8.161,5
Other LT assets	1.954,1	1.491,8	1.491,8	1.491,8	1.491,8
Total assets	14.977,7	14.959,4	15.514,8	15.868,2	16.254,8
Accounts payable	1.823,0	1.925,5	2.057,1	2.196,2	2.343,1
Accrued expenses & def rev. (current & non-current)	1.179,4	1.312,8	1.415,9	1.525,2	1.640,9
Revolver	1.382,4	1.455,5	1.686,0	1.780,0	1.674,3
Long term debt	6.419,0	5.913,0	5.813,0	5.613,0	5.613,0
Other non-current liabilities	3.214,5	3.214,5	3.214,5	3.214,5	3.214,5
Total liabilities	14.018,3	13.821,4	14.186,6	14.328,9	14.485,8
Minority Interest	549,9	549,9	549,9	549,9	549,9
Common stock + APIC	675,4	695,4	715,4	735,4	755,4
Treasury stock	(48,1)	(43,1)	(38,1)	(33,1)	(28,1)
Retained earnings / accumulated deficit	(189,2)	(35,6)	129,7	315,8	520,5
Other comprehensive income / (loss)	(28,7)	(28,7)	(28,7)	(28,7)	(28,7)
Total equity	959,3	1.137,9	1.328,2	1.539,3	1.769,0
<i>Balance check</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>

Ratios	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
Gross debt	7.801,4	7.368,5	7.499,0	7.393,0	7.287,3
Net debt	6.013,0	5.168,5	5.249,0	5.068,0	4.837,3
Asset turnover (Revenue / Total assets)	0,31x	0,33x	0,33x	0,33x	0,34x
Net profit margin	(2,2%)	5,3%	5,7%	6,2%	6,6%
Return on assets (ROA)	(1,29%)	0,99%	1,08%	1,19%	1,27%
Return on book equity (ROE)	(19,7%)	14,1%	13,4%	13,0%	12,4%
Return on book equity (ROE) (ajust)	10,0%	14,1%	13,4%	13,0%	12,4%
Return on Invested Capital (ROIC)	5,66%	5,28%	5,56%	5,64%	5,76%

Estimaciones GPM

<i>Fiscal year</i>	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
<i>Fiscal year end date</i>	31.12.21	31.12.22	31.12.23	31.12.24	31.12.25	31.12.26
Net income	nm	148,1	165,2	186,2	204,7	206,5
Depreciation and amortization	nm	227,7	270,4	308,4	336,7	336,7
Stock based compensation	nm	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Accounts receivable	nm	(66,0)	(62,2)	(64,7)	(67,3)	0,0
Inventory	nm	(50,5)	(9,1)	(9,5)	(9,8)	0,0
Accounts payable	nm	102,5	131,6	139,1	146,9	59,1
Accrued expenses & def revenues	nm	133,4	103,1	109,2	115,7	(27,3)
Other current assets (+ non-trade rec.)	nm	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deferred tax assets (DTAs)	nm	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Other assets	nm	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Other non current liabilities	nm	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Non-cash (PIK) interest	nm	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash from operating activities	208,6	495,1	599,0	668,7	726,9	574,9
Capital expenditures	(201,1)	(196,6)	(204,5)	(212,7)	(221,2)	(221,2)
Sales / (Purchases) of Other Assets:	(769,8)	(700,0)	(500,0)	(300,0)	(300,0)	(300,0)
Cash from investing activities	(970,9)	(896,6)	(704,5)	(512,7)	(521,2)	(521,2)
Long term debt	0,3	(100,0)	(100,0)	(200,0)	0,0	0,0
Common dividends	(20,0)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
New share issuances	0,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0
Share repurchases	960,5	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Other comprehensive income / (loss)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Revolver	247,1	73,2	230,5	94,0	(105,7)	171,2
Cash from financing activities	1.187,9	(1,8)	155,5	(81,0)	(80,7)	196,2
Net change in cash during period	425,7	(403,3)	50,0	75,0	125,0	250,0

Estimaciones GPM

Ratio Bursátiles Históricos

Multiples	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	Tendencia
	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	
TEV / LTM Total Revenue							
Close	1,8x	1,6x	1,4x	1,5x	1,5x	1,5x	
Average	1,7x	1,8x	1,6x	1,5x	1,4x	1,6x	
High	1,8x	1,9x	1,7x	1,6x	1,5x	1,6x	
Low	1,6x	1,6x	1,4x	1,4x	1,3x	1,5x	
TEV / LTM EBITDA							
Close	16,1x	13,4x	10,7x	10,1x	10,8x	7,9x	
Average	19,7x	16,3x	13,5x	11,4x	9,5x	10,9x	
High	20,9x	16,9x	14,1x	11,9x	10,8x	11,3x	
Low	16,1x	13,4x	10,7x	10,1x	8,7x	7,8x	
TEV / LTM EBIT							
Close	24,8x	19,6x	14,8x	14,3x	14,9x	9,4x	
Average	34,4x	25,1x	19,7x	15,7x	13,5x	15,1x	
High	36,5x	26,1x	20,6x	16,5x	14,9x	15,6x	
Low	24,8x	19,6x	14,8x	14,3x	12,4x	9,4x	
Price / Book Value							
Close	0,6x	0,8x	0,8x	1,8x	2,2x	3,6x	
Average	0,5x	0,7x	0,8x	1,1x	1,4x	2,3x	
High	0,7x	0,8x	0,9x	1,8x	2,2x	3,6x	
Low	0,4x	0,6x	0,5x	0,9x	0,8x	1,9x	
Price / Tangible Book Value							
Close	0,7x	12,8x	1,0x	2,1x	2,9x	--	
Average	0,6x	0,8x	12,8x	1,3x	1,6x	3,0x	
High	0,8x	12,8x	14,9x	2,1x	2,9x	3,5x	
Low	0,5x	0,6x	1,0x	1,0x	0,9x	2,5x	
Price / Cash Flow							
Close	37,4x	18,5x	9,1x	8,5x	5,0x	7,0x	
Average	37,4x	39,2x	18,6x	11,8x	6,3x	5,3x	
High	37,4x	46,4x	21,6x	14,0x	9,0x	7,0x	
Low	37,4x	18,5x	9,1x	8,5x	3,6x	4,4x	
Price / LTM FCF							
Close	--	--	--	--	11,7x	19,3x	
Average	--	--	--	--	11,7x	14,8x	
High	--	--	--	--	11,7x	19,3x	
Low	--	--	--	--	11,7x	10,3x	
Dividend Yield							
Close	0,0	1,8	7,25	2,08	4,06	4,20	
Average	0,0	0,0	1,8	5,6	2,9	3,9	
High	0,0	1,8	7,2	7,1	4,9	4,6	
Low	0,0	0,0	1,5	2,1	2,0	3,3	

Fuente Bloomberg

DISCLAIMER

GPM es una entidad supervisada por la CNMV, y adherida a Iberclear y al Fondo de Garantía de Inversiones (Fogain). Toda la información incluida ha sido recopilada y elaborada de buena fe y de fuentes que consideramos fiables, pero GPM no realiza ninguna manifestación ni da ninguna garantía en cuanto a la integridad, veracidad y/o exactitud de estas, no responsabilizándose, por tanto, de ellas.

Las recomendaciones de GPM son comprar, vender y mantener. La recomendación de COMPRAR se emite para aquellas compañías en las que GPM espera una evolución mejor a la del mercado en un 10% o más en el plazo de un año (referencia Ibex 35 e Índice General de la Bolsa de Madrid para valores españoles), mientras que la de VENDER se emiten para aquellas compañías en las que se espera una evolución peor a la del mercado en un -10% o menos en el plazo de un año. La recomendación de MANTENER se emite para aquellas compañías en las que se espera una evolución similar a la del mercado en una horquilla de +/- 10%.

Este informe ha sido elaborado por GPM con la finalidad de proporcionar información general a la fecha de emisión del informe, y está sujeto a cambio sin previo aviso. GPM no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento. En ningún caso este documento contiene recomendaciones personalizadas como tampoco implica asesoramiento en materia de inversión, pues ha sido elaborado con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciben. Ni el presente documento ni su contenido constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones.

Los inversores deben tomar sus propias decisiones de inversión, basadas en sus objetivos específicos de rentabilidad y riesgo. La recomendación de este informe podría no ser interesante para todos los inversores: el inversor que tenga acceso a este informe debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones mencionados en el mismo pueden no ser adecuados para sus objetivos de inversión específicos, su posición financiera o su perfil de riesgo. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o resultados históricos de las inversiones no garantiza la evolución o resultados futuros. GPM no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El precio de los valores e instrumentos y los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponer la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo en estos casos necesario hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como de los propios valores subyacentes a los mismos. Podría no existir un mercado secundario para dichos instrumentos.

GPM, así como sus personas sujetas al Reglamento Interno de Conducta, pueden tener una relación comercial relevante con la compañía referida en el presente informe, tener posición directa o indirecta en cualesquiera de los valores o instrumentos emitidos por dicha compañía, negociando con dichos instrumentos incluso como proveedor de liquidez, tener intereses o llevar a cabo transacciones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe. No obstante, GPM tiene establecidos procedimientos de actuación y medidas de control en el Reglamento Interno de Conducta para prevenir y evitar los conflictos de interés de sus personas sujetas. La política de conflictos de interés puede consultarse en la web corporativa de GPM (www.gpmbroker.com) y en nuestras oficinas. Entre estas medidas está la prohibición de operar por parte del analista o las personas sujetas que hayan colaborado en la confección del informe de operar en el valor objeto del análisis, o en instrumentos conexos, si tienen conocimiento de las fechas de difusión o del contenido probable del informe y esos datos no se han hecho públicos o no se han revelado a los clientes. De la misma forma el analista responsable del informe no podrá realizar operaciones personales con el instrumento financiero objeto del informe de modo contrario a la recomendación vigente en el mismo.

La remuneración del personal que ha elaborado estos informes no está vinculada, ni directa ni indirectamente, a las recomendaciones u opiniones expresadas en los mismos.