

Nota de compañía

**El año 2022 ha sido positivo para SACYR (mejor que el consenso). En 2023 anticipamos que los resultados de SACYR continuarán progresando por lo que, ante cualquier recorte, vemos una oportunidad para acumular acciones de este valor, junto con una atractiva yield del 4-5%.**

El Cash Flow de Explotación de 2022 de SACYR (€737,7m) crece un 17,3% interanual, mejora que se sustenta en el avance del 25,2% a/a de los ingresos netos y unos gastos de explotación controlados (€4.650m; +15,1% a/a, con una plantilla que se reduce un -3,3%) junto con un EBITDA (€1.502m), que aumenta un 62,8% a/a. Al final de 2022, la Caja neta aumenta €108m a €1.728m, mejorando los €1.620m de 2021 (Efectivo + Inversiones CP s/ Deuda Total del 32,2%, mayor últimos 5 años).

SACYR: Resultado 2022

SACYR (€m)	2021	2022	a/a	Guía 2025	2022 s/ Guía'25	consenso (*)	vs Consenso
Ingresos netos	4.675	5.852	25,2%	5.500	6,4%	5.501	6,4%
EBITDA	923	1.502	62,8%	1.200	25,2%	1.282	17,2%
Margen EBITDA	19,7%	25,7%	30,0%	21,8%	3,9 pp	1.054	(100,0)%
BNA	(189)	111	nm			126	(12,3)%

Elaboración GPM

**Se superan ampliamente las guías financieras de 2025:** los resultados de 2022 han superado los objetivos del plan de negocio 2025 y entre ellos, el de Ingresos netos en un +6,4% (€5.852m vs €5.500m) y el de EBITDA (1.502m vs €1.200m) en un 25%, mientras que el margen EBITDA del 26% despunta en 400pb vs guía para 2025.

**La volatilidad de las divisas modera el crecimiento del Beneficio Neto Atribuido-BNA (€110,5m),** que queda rezagado respecto al fuerte avance del EBITDA aunque supera ampliamente la pérdida neta de 2021 (€189,18m). El BNA de 2022 es un 12,3% inferior al previsto por el consenso, desviación que se justifica por la volatilidad de las divisas con un ajuste negativo en P&G de €341m, frente al ajuste negativo de €191m de 2021.

**Remuneración al accionista:** sigue siendo uno de los pilares estratégicos del Grupo, con el objetivo de una rentabilidad del 4-5%. En 2022 SACYR ha abonado dos "Scrip Dividend", uno de € 0,049 (pretax) en feb'22 y otro de € 0,066 en jun'22 (DPA total de €0,115). Con cargo a 2023, SACYR ha adelantado un DPA flexible de 0,058 en enero pasado, que supera en un 18,4% el equivalente abonado en 2022.

**Valoración:** ajustamos un 3,4% a la baja la valoración de SACYR hasta €3,64 (vs €3,77), que implica un descuento del 15,3% y un potencial del 18,0%. Reiteramos la recomendación Comprar. Opinamos que cualquier retroceso de la cotización es una oportunidad para acumular acciones de SACYR, junto con una atractiva yield del 4-5%.

SACYR	2020A	2021A	2022A	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Share price (€)	€ 2,02	€ 2,29	€ 2,60	€ 3,10	€ 3,10	€ 3,10	€ 3,10	€ 3,10
Shares outstanding (# m)	604,6	629,1	653,5	666,7	666,7	666,7	666,7	666,7
Mkt Cap (€ m)	1.221	1.438	1.699	2.069	2.069	2.069	2.069	2.069
Enterprise Value (€ m)	9.130	10.161	8.825	9.544	9.496	9.441	9.380	9.313
EV / Revenue	0,44x	0,43x	1,51x	1,73x	1,69x	1,64x	1,60x	1,56x
EV / EBITDA	3,1x	2,2x	5,9x	7,0x	6,7x	6,5x	6,2x	6,0x
EV / EBIT	4,3x	2,8x	6,8x	8,4x	8,1x	7,7x	7,4x	7,1x
P/E	(3,6x)	74,0x	18,9x	18,2x	17,8x	16,8x	16,1x	15,4x
PBV	1,00x	1,50x	1,25x	1,28x	1,20x	1,12x	1,05x	0,99x
Dividend yield	4,1%	4,2%	4,4%	4,3%	4,9%	5,5%	6,2%	6,8%

Estimates (EUR)

SACYR	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Revenue (m)	4.548	4.675	5.854	5.525	5.636	5.748	5.863	5.980
EBITDA (m)	645	923	1.502	1.361	1.407	1.456	1.505	1.556
EBIT (m)	467	731	1.303	1.133	1.175	1.219	1.264	1.310
Net Income (m)	(189,2)	110,5	112,6	118,3	118,3	129,1	138,5	148,3
EPS adj. (€)	(0,558)	0,031	0,138	0,171	0,175	0,185	0,193	0,201
DPS	0,082	0,096	0,115	0,134	0,153	0,172	0,191	0,210
ROE (%)	(26,2%)	1,7%	7,9%	7,6%	7,1%	7,2%	7,3%	7,3%

Estimaciones GPM

1 de Marzo de 2023

**Recomendación**

**Comprar**  
(reiterada)

**Valoración**  
**€ 3,64/acc.**  
**SACYR (3 años)**



Source: Bolsa de Madrid

Ticker	SACYR SM
Fecha	28.feb.23
Cotización	€ 3,084
Max 52 semanas	€ 3,16
MIN 52 semanas	€ 1,80
Accs. Circulación	666,70
Capitalización	€ 2.034,8
Retorno semanal (%)	3,4%
Variación de precio 1M (%)	7,2%
IBEX 35	3,6%
Variación de precio 3M (%)	15,3%
IBEX 35	12,1%
Variación de precio 6M (%)	38,7%
IBEX 35	20,8%
Variación de precio YTD (%)	17,4%
IBEX 35	14,6%
Variación precio 1A (%)	51,1%
IBEX 35	15,1%
Volumen diario (media 30d)	1.057.849
Volumen diario (media 10d)	1.304.080
Rating Analistas	4,8
Precio Objetivo (mediana)	€ 3,52
PO Máximo	€ 3,85
PO Mínimo	€ 3,15

Fuente Bloomberg

Analista: Javier Bernat

[jbarnat@gpmpatrimonios.com](mailto:jbarnat@gpmpatrimonios.com)

Dpto. Análisis Fundamental GPM

Teff: 34 913 191 684

GPM <https://gpmsv.com>

Bróker <https://gpmbroker.com>

First release : 01.03.2023 (@ 15:00 CEST)

## Revisión de Estimaciones

Tras el resultado de 2022 ajustamos el EBITDA de SACYR en un 8,8% al alza para el periodo 2023-26, en parte debido a una mejora de los márgenes de negocio, que se verán impulsados principalmente por el margen EBITDA de SACYR Concesiones, indicador que termina el pasado año en el 64%, tras aumentar más de 7pp. También esperamos que la mejora del margen de SACYR Construcción se mantenga en niveles del 16,4% de 2022 o incluso niveles superiores (vs 12,9% en 2021). Por su parte, los márgenes de SACYR Servicios apuntan a ligeros avances o a que se mantendrá estable en torno al 10,1% de 2022.

### EBITDA Estimado

EBITDA (€m)					Accumulated
	2023E	2024E	2025E	2026E	2022-26
<b>New</b>	<b>1.361</b>	<b>1.407</b>	<b>1.456</b>	<b>1.505</b>	<b>5.729</b>
Previous	1.227	1.300	1.346	1.394	5.267
<i>change</i>	10,9%	8,3%	8,2%	8,0%	8,8%

Elaboración GPM

*Beneficio Neto Atribuido (BNA)*: revisamos a la baja un 11% el BNA acumulado para el periodo 2025-26. Entre los aspectos que nos llevan a realizar este ajuste, destacamos un aumento moderado del coste financiero, ligero mayor impacto por la volatilidad de las divisas y un leve incremento de los minoritarios (tras ajustarlo en Balance).

### Beneficio Neto Atribuido 2023-2026

Net income (€m)					Accumulated
	2023E	2024E	2025E	2026E	2022-26
<b>New</b>	<b>112,6</b>	<b>118,3</b>	<b>129,1</b>	<b>138,5</b>	<b>499</b>
Previous	110,1	135,8	149,8	164,3	560
<i>Change</i>	2,3%	(12,8)%	(13,8)%	(15,7)%	(11,0)%

Elaboración GPM

## El EBITDA concesional (88% s/grupo) catalizador del resultado 2022

Tras un crecimiento del 40,4% del EBITDA de SACYR Concesiones (€879m), se confirma la evolución del negocio de SACYR hacia un perfil más concesional. Esta variable es el principal catalizador del crecimiento del EBITDA del Grupo, que mejora por la entrada en operación de activos concesionales significativos (autopistas Américo Vespucio Oriente, Ruta 78 y Aeropuerto del Tepual en Chile, Mar 1 y Rumichaca Pasto en Colombia y la A3 en Italia, entre los más relevantes). De cara a los próximos años, prevemos un aumento de la contribución de SACYR Concesiones al Grupo consolidado, en línea con la estrategia de potenciar el perfil concesional de la compañía.

### Resultado 2022 – Áreas de Negocio

Ingresos netos (€m)	2021	2022	A/a	A/a
<b>Construction</b>	2.649	3.162	513	19,4%
<b>Concessions</b>	1.475	2.072	597	40,4%
<b>Services</b>	1.017	1.094	77	7,6%
<b>Ajustes</b>	(465)	(475)	(10)	2,2%
<b>TOTAL</b>	<b>4.675</b>	<b>5.852</b>	<b>1.177</b>	<b>25,2%</b>

EBITDA (€m)	2021	2022	A/a	A/a
<b>Construction</b>	342	518	176	51,5%
<b>Concessions</b>	504	879	375	74,3%
<b>Services</b>	101	110	9	9,0%
<b>Ajustes</b>	(26)	(5)	21	(81,2)%
<b>TOTAL</b>	<b>921</b>	<b>1.502</b>	<b>581</b>	<b>63,1%</b>

Elaboración GPM

## Se reiteran los objetivos principales del Plan Estratégico 2021-2025

La Dirección de SACYR aprovecha la publicación del resultado de 2022 para reiterar los principales objetivos del Grupo. Vemos más probabilidades para que el plan de negocio 2025 de SACYR se revise al alza y no que se mantengan las previsiones actuales, aunque sólo fuese de forma moderada. Objetivos relevantes del plan de negocio:

- (i) Refuerzo del perfil concesional del Grupo;
- (ii) Acelerar la reducción de la deuda neta con recurso;
- (iii) Impulsar el crecimiento del área de Agua.

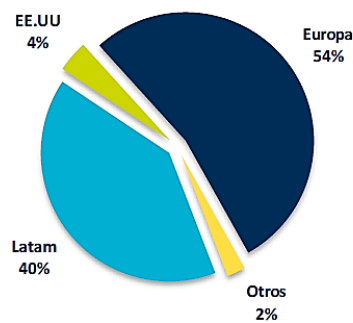
## Reducción drástica de la Deuda Neta con recurso en 2023 - Plan de Desinversiones

En 2022, la *deuda neta con recurso* cae €135m (de €681m a €546m) y para 2023, la Dirección de SACYR espera anticipar el objetivo de 2025 de *reducir drásticamente el endeudamiento neto con recurso* (dos años antes que lo previsto), lo que en parte se alcanzaría mediante el plan de desinversiones.

Este *plan de desinversiones* contempla la venta del 100% de Valoriza Facilities y el 49% de Valoriza Servicios Medioambientales. En 2023, también se anuncia la búsqueda de un inversor institucional para que se incorpore con un 49% a la filial de Agua de SACYR y que ayude a impulsar el crecimiento de este negocio no obstante, la compañía se reserva el derecho de estudiar ofertas por un porcentaje superior

Otro aspecto por considerar y que puede tener un impacto positivo en la entrada de Caja, consiste en la política de *rotación de los activos concesionales no estratégicos y/o participaciones minoritarias*, con el fin de cumplir el objetivo estratégico de equilibrar geográficamente la cartera de activos (actualmente la cifra de negocio se distribuye un 54% en Europa, 40% en Latinoamérica, un 4% en EEUU y Otros un 2%. El objetivo estratégico apunta a un 33% Latinoamérica, 33% en Europa y el 33% en mercados de habla inglesa).

SACYR: Distribución Geográfica de Ingresos



Fuente SACYR

## Aumento de la Deuda pero se optimiza el Apalancamiento

En 2022 la deuda financiera total de SACYR aumenta en 1.352m hasta,€9.293m, lo que no impide que la empresa mejore su capacidad de pago de intereses y también que optimice su apalancamiento financiero, aunque de forma moderada.

En la reducción de la DFN con recurso, tiene un *impacto positivo la generación de la Caja neta* en 2022, que aumenta su peso al 32% sobre el endeudamiento total (similar a 2018). En la siguiente tabla, se representa la evolución del endeudamiento de SACYR según Bloomberg.

## Evolución Endeudamiento Financiero

SACYR (€)	2018		2019		2020		2021		2022		Tendencia
	€m	Peso	€m	Peso	€m	Peso	€m	Peso	€m	Peso	
Efectivo + Inversiones CP	2.114	34,3%	1.687	27,5%	1.361	20,3%	1.952	24,6%	2.990	32,2%	
Deuda Neta	4.046	65,7%	4.444	72,5%	5.328	79,7%	5.989	75,4%	6.303	67,8%	
Deuda CP	1.098	17,8%	970	15,8%	789	11,8%	1.419	17,9%	1.092	11,8%	
Deuda LP	5.061	82,2%	5.160	84,2%	5.900	88,2%	6.522	82,1%	8.201	88,2%	
Deuda Total	6.160	100%	6.131	100%	6.689	100%	7.941	100%	9.293	100%	

Elaboración GPM / fuente Bloomberg

A destacar:

- La capacidad de pago de los intereses de la deuda mejora de forma importante, con un ratio EBITDA / Intereses de 2,7x vs 2,2x en 2021 (promedio 5 años: 2,0x), mientras que el ratio EBIT / Intereses avanza a 2,4x vs 1,8x en 2021 (promedio 5 años: 1,6x).
- Reducción de la deuda a corto plazo en €326m hasta €1.092m vs €1.418m.
- La Deuda Total s/ Activo se mantiene estable en el 52,9% (vs 53,0% en 2021) y en el 87,2% sobre el Capital Invertido (89,2% en 2021). Por su parte, la relación Activo Total/RRPP mejora a 12,9x vs 15,6x en 2021.

## Visibilidad del negocio a largo plazo en la Cartera de Obra (+19,2% a/a)

Al cierre del ejercicio 2022, la cartera de obra de SACYR se incrementa un 19,2% respecto a diciembre de 2021, alcanzando un importe de €54.755m. El 80% de esta cartera, procede de la actividad de concesiones (€43.885m).

## Cartera de Obra

SACYR €m	2021	2022	a/a	a/a
Infraestruc & Ingeniería	6.280	7.354	1.074	17,1%
Concesiones	36.530	43.885	7.355	20,1%
Servicios	3.128	3.516	388	12,4%
<b>Total</b>	<b>45.938</b>	<b>54.755</b>	<b>8.817</b>	<b>19,2%</b>

Elaboración GPM

## Valoramos las acciones de SACYR en €3,64/acción

Ajustamos un 3,4% a la baja la valoración de SACYR hasta €3,64 desde €3,77, lo que resulta en un descuento del 15,3% respecto a su última cotización y un potencial de revalorización del 18,0%.

## Resumen de Valoraciones

Sacyr	Euro
DCF con valor residual 'g' @ 0,50%	€ 3,85
DCF con valor residual EV/EBITDA @ 7,0x	€ 3,55
Comparables	€ 3,52
<b>Promedio</b>	<b>€ 3,64</b>
Cotización	€ 3,08
<b>Prima / (descuento)</b>	<b>(15,3%)</b>
<b>Potencial</b>	<b>18,0%</b>

Elaboración GPM

## Valoración por Descuento de Flujos de Caja (€ 3,70)

Por el modelo de descuento de flujos de caja (DCF), estimamos un valor justificable para SACYR de €3,70, resultado del promedio de la valoración que toma como referencia la tasa de crecimiento a perpetuidad (g) del 0,50% (valoración de €3,85) y del método del multiplicador bursátil residual EV/EBITDA de 7,0x, con un valor de €3,55.

### Estimación del Valor de Empresa (EV)

Perpetuity approach		Exit EBITDA multiple approach	
Normalized FCF in last forecast period (t)	918,4	Terminal year EBITDA	1.556,4
Normalized FCF <sup>t+1</sup>	923,0	Terminal value EBITDA multiple	<b>7,0x</b>
Long term growth rate (g)	<b>0,50%</b>	Terminal value	10.895
Terminal value	11.211,1	Present value of terminal value	7.267,3
Present value of terminal value	7.478,2	Present value of stage 1 cash flows	2.617,8
Present value of stage 1 cash flows	2.617,8	<b>Enterprise value</b>	<b>9.885,0</b>
<b>Enterprise value</b>	<b>10.096,0</b>	Implied TV perpetual growth rate	(0,05%)
Implied TV exit EBITDA multiple	7,2x		

Elaboración GPM

### Resumen Valoración por DCF

SACYR	Euro		
	Perpetuity	EBITDA	Average
Approach			
Enterprise Value	10.096,0	9.885,0	9.990,5
Net debt + Other	(7.125,8)	(7.125,8)	(7.125,8)
Trapped cash	(300,0)	(300,0)	(300,0)
Market Value	<b>2.670,2</b>	<b>2.459,3</b>	<b>2.564,7</b>
nº shares (adj.)	693,2	693,2	693,2
Value per share	<b>€ 3,85</b>	<b>€ 3,55</b>	<b>€ 3,70</b>
Prime/ (discount)	(19,9%)	(13,1%)	(16,6%)

Elaboración GPM

### Multiplicadores Implícitos

Perpetuity approach		Exit EBITDA multiple approach	
Long term growth rate (g)	0,50%	Terminal value EBITDA multiple	7,0x
Implied TV exit EBITDA multiple	7,2x	Implied TV perpetual growth rate	(0,05%)

Elaboración GPM

Ratio EV/EBITDA: justificamos un ratio residual de 7,0x, en base a que el multiplicador promedio del índice IBEX Construcción de los últimos cinco años es de 8,8x (máximo 10,5x en 2021 y mínimo 5,7x en 2020). En entornos más optimistas, no descartamos que la referencia para SACYR del ratio EV/EBITDA sea de 8,8x, pero en la actualidad el sector globalmente cotiza los resultados de 2023 por debajo de 7,0x.

### Ratio EV/EBITDA

EV/EBITDA	2018	2019	2020	2021	2022	Mediana	MAX	MIN
Global (BIGLNCVP)	11,0x	19,0x	7,7x	7,0x	6,6x	<b>7,7x</b>	<b>19,0x</b>	<b>6,6x</b>
Europa (BIEUNCVP)	9,3x	11,5x	9,8x	8,6x	12,4x	<b>9,8x</b>	<b>12,4x</b>	<b>8,6x</b>
IBEX Construcción	8,9x	10,3x	5,7x	10,5x	9,5x	<b>8,8x</b>	<b>10,5x</b>	<b>5,7x</b>

Elaboración GPM

Por lo que se refiere a las referencias de comparables internacionales, destacamos el promedio del índice (BIGLNCV) de "Empresas Globales de Infraestructuras y de Construcción no Residencial" calculado por Bloomberg Intelligence (BI), con un ratio promedio de 7,7x.

Este índice incluye a SACYR con una ponderación del 5,9%. Por su parte, el índice europeo BIEUNCVP también de "Empresas de Infraestructuras y de Construcción no Residencial" elaborado por BI, apunta a un ratio histórico promedio de 9,8x, en ambos por encima de nuestra previsión de 7,0x para 2023.

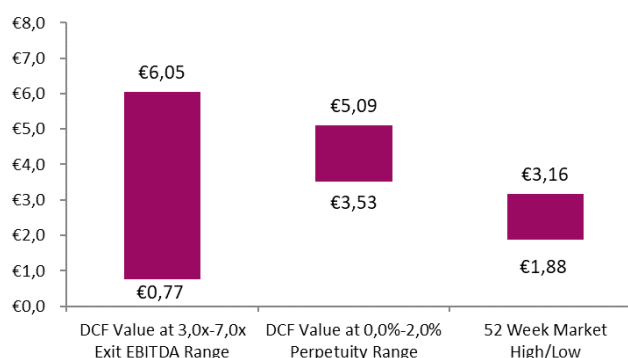
Otro dato para considerar, son los multiplicadores estimados para 2023, que en el caso del IBEX Construcción es de 9,3x, mientras que el promedio del índice global BIGLNCV apunta a un ratio EV/EBITDA de 5,0x.

**Empresas Globales de Infraestructuras y Construcción no Residencial (BIGLNCV)**

BIGLNCV index	Ponderación
Webuild SpA	6,1%
HOCHTIEF AG	6,1%
SNC-Lavalin Group Inc	6,0%
Sacyr SA	5,9%
Obrascon Huarte Lain SA	5,8%
Skanska AB	5,8%
Vinci SA	5,7%
Bouygues SA	5,7%
Eiffage SA	5,6%
Metallurgical Corp of China Ltd	5,5%
Balfour Beatty PLC	5,4%
Ferrovial SA	5,3%
Fomento de Construcciones y Contratas SA	5,3%
China State Construction International Holdings Ltd	5,3%
ACS Actividades de Construcción y Servicios SA	5,2%
Fluor Corp	5,2%
Hyundai Engineering & Construction Co Ltd	5,0%
Strabag SE	4,8%

Elaboración GPM / fuente Bloomberg

**Resumen Valoración por DCF**



Elaboración GPM

**Comentarios sobre las variables de valoración**

Coste de los RRPP: lo situamos en el 12,18% y donde la variable de mayor ponderación es el coste de la deuda a largo plazo de SACYR del 5,1%.

Coste del Capital (RRPP)	
Coste deuda	5,10%
Tasa impositiva	30,0%
Tasa post impuesto	3,57%
Tasa libre de riesgo (bono 10A @ 2023e)	3,50%
Beta (ajustada)	1,084
Prima de riesgo de mercado	8,0%
<b>Coste de RRPP</b>	<b>12,18%</b>

Elaboración GPM

Coste del Capital Ponderado (WACC) del 8,73%: estimamos un coste del capital del 8,73% en base a que, por un lado, se toma la referencia de deuda neta con recurso de €546m junto con las participaciones no controladas de €823m y por otro, la capitalización bursátil. Excluimos la deuda de la financiación de los proyectos a largo plazo (€6.944m), en base a que se repaga con los flujos de caja generados por los propios proyectos.

Ponderación Óptima del Capital

Ponderación del Capital				
	€m	Peso	Override	% of total
Valor de Mercado	2.085,4	60%	60%	60,0%
DFN + Minoritarios	1.369,0	40%	40%	40,0%
<b>Coste Ponderado del Capital (WACC)</b>				<b>8,73%</b>

Elaboración GPM

**Impacto de los intereses Minoritarios**

**Net Debt**

(+) Cash & ST Investments:	2.990
(-) Short term debt	1.092
(-) Long term debt	8.201
(-) Gross debt	9.293
<b>= Net debt</b>	<b>6.303</b>
(-) Preferred Stock:	0,0
(-) Finance Leases:	0,0
(-) Operating Leases:	0,0
(-) Noncontrolling Interests:	823
(-) Unfunded Pensions:	0,0
<b>= Net debt + Other</b>	<b>7.126</b>

**Sensibilidad de la valoración por DCF**

**Crecimiento a Perpetuidad (g)**

		Valor / acción					
		Long term growth rate (g):					
		€ 3,85	0,00%	0,25%	0,50%	1,00%	2,00%
WACC	11,0%	0,11	0,30	0,49	0,92	1,90	
	10,0%	1,29	1,53	1,77	2,31	3,59	
	8,7%	3,18	3,51	<b>€ 3,85</b>	4,61	6,45	
	8,0%	4,56	4,95	5,38	6,32	8,67	
	7,0%	6,90	7,44	8,02	9,33	12,74	

		Valor de Mercado				
		Long term growth rate (g):				
		0,00%	0,25%	0,50%	1,00%	2,00%
WACC	11,0%	73	198	329	611	1.268
	10,0%	861	1.018	1.183	1.542	2.393
	8,7%	2.123	<b>€ 2.339</b>	2.568	3.071	4.302
	8,0%	3.038	3.303	3.586	4.212	5.778
	7,0%	4.599	4.960	5.348	6.221	8.493

**Multiplicador Residual (EV/EBITDA)**

		Valor / acción					
		Exit EBITDA Multiple					
		€ 3,54	5,0x	6,0x	7,0x	8,0x	10,0x
WACC	11,0%	(0,39)	0,96	2,31	3,67	6,38	
	10,0%	0,01	1,42	2,84	4,25	7,08	
	8,7%	0,55	2,05	<b>€ 3,54</b>	5,04	8,03	
	8,0%	0,87	2,42	3,97	5,51	8,60	
	7,0%	1,34	2,96	4,57	6,19	9,43	

		Valor de Mercado				
		Long term growth rate (g):				
		5,0x	6,0x	7,0x	8,0x	10,0x
WACC	11,0%	(263)	640	1.543	2.446	4.252
	10,0%	4	948	1.891	2.835	4.721
	8,7%	365	1.364	<b>€ 2.362</b>	3.360	5.356
	8,0%	581	1.612	2.644	3.675	5.737
	7,0%	893	1.971	3.050	4.129	6.286

Elaboración GPM



## Valoración por Comparables

A lo comentado anteriormente sobre la selección del ratio EV/EBITDA, añadimos lo siguiente.

**SACYR vs IBEX Construcción:** según el ratio EV/EBITDA a 12m vista (consenso Bloomberg), SACYR estaría cotizando con un multiplicador EV/EBITDA de 8,3x y una prima del 15,3% respecto a 7,2x de los comparables del IBEX Construcción (SCYR, ACS, ANA y FCC). Esta prima sería prácticamente la misma del promedio de los últimos 12m (15,0%) y por lo que el potencial al alza de SACYR respecto a sus comparables podría verse limitado. La prima del ratio EV/EBITDA de SACYR ha oscilado entre un máximo del 24% y un mínimo del 2%.

### SACYR vs IBEX Construcción (actual vs promedio 12 meses)

Ratio	SACYR	IBEXCON	Prima /	Prim/desc.	Potencial
	Actual	Actual	(descuento)	12m	
BF EV/EBITDA	8,3x	7,2x	15,3%	15,0%	(0,3)%
FY2 EV/EBITDA	8,0x	7,0x	14,3%	14,0%	(0,3)%
AF3 EV/EBITDA	7,4x	6,6x	12,1%	12,0%	(0,1)%
BF EV/EBIT	10,1x	10,6x	(4,7)%	(4,0)%	0,7%

Elaboración GPM / fuente Bloomberg

**SACYR vs SACYR 12 meses:** la misma comparación, pero ahora con relación al ratio EV/EBITDA de la propia compañía de los 12 últimos meses, el potencial de revalorización de las acciones de SACYR también estaría restringido. No obstante, en el periodo el ratio el EV/EBITDA de SACYR alcanza un máximo de 9,4x (mínimo: 7,3x) y según nuestras estimaciones SACYR cotiza con un EV/EBITDA de 7,0x lo que justificaría el potencial de revalorización del 18% que asignamos a las acciones de SACYR.

### EV/EBITDA: Actual vs Promedio Histórico 12m

Cotización € 3,13 Ratio	SACYR	SACYR	Prima /	Cotización
	Actual	avg 12m	(descuento)	implícita
BF EV/EBITDA	8,3x	8,5x	(2,4)%	€ 3,20
FY2 EV/EBITDA	8,0x	8,2x	(2,4)%	€ 3,21
AF3 EV/EBITDA	7,4x	7,6x	(2,6)%	€ 3,21
BF EV/EBIT	10,1x	10,5x	(3,8)%	€ 3,25

Elaboración GPM / fuente Bloomberg



SACYR: Estimación de P&G

Elaboración GPM

Fiscal year	2021A	2022A	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2026
SACYR (€m)	31.dic.21	31.dic.22	31.dic.23	31.dic.24	31.dic.25	31.dic.26	31.dic.27	'26 / '22
<b>Revenue</b>	<b>4.675,4</b>	<b>5.852,0</b>	<b>5.523,1</b>	<b>5.633,5</b>	<b>5.746,2</b>	<b>5.861,1</b>	<b>5.978,3</b>	<b>2,00%</b>
Cost of sales	(1.627,6)	(1.790,5)	(1.656,9)	(1.690,1)	(1.723,9)	(1.758,3)	(1.793,5)	
<b>Gross Profit</b>	<b>3.047,8</b>	<b>4.061,5</b>	<b>3.866,1</b>	<b>3.943,5</b>	<b>4.022,3</b>	<b>4.102,8</b>	<b>4.184,8</b>	<b>2,00%</b>
Personnel expense	(1.161,1)	(1.254,3)	(1.353,1)	(1.374,6)	(1.396,3)	(1.418,4)	(1.440,8)	
Selling, general & Adm. expense	(1.156,0)	(1.506,6)	(1.380,8)	(1.394,3)	(1.407,8)	(1.421,3)	(1.434,8)	
<b>Operating profit (EBIT)</b>	<b>730,7</b>	<b>1.300,6</b>	<b>1.132,2</b>	<b>1.174,6</b>	<b>1.218,2</b>	<b>1.263,1</b>	<b>1.309,3</b>	<b>3,70%</b>
Interest income	37,6	74,0	106,2	112,9	120,8	130,0	140,0	
Interest expense	(421,0)	(550,0)	(449,1)	(472,1)	(474,3)	(485,6)	(497,0)	
Other expense	(313,6)	(311,4)	(275,0)	(275,0)	(275,0)	(275,0)	(275,0)	
<b>Pretax profit</b>	<b>33,7</b>	<b>513,2</b>	<b>514,3</b>	<b>540,3</b>	<b>589,6</b>	<b>632,4</b>	<b>677,2</b>	<b>7,12%</b>
Taxes	(135,3)	(172,3)	(169,7)	(178,3)	(194,6)	(208,7)	(223,5)	
Minority Int. in Earnings	(87,6)	(232,5)	(233,0)	(244,8)	(267,1)	(286,5)	(306,8)	
<b>Net Income (reported)</b>	<b>(189,2)</b>	<b>108,5</b>	<b>111,6</b>	<b>117,3</b>	<b>128,0</b>	<b>137,3</b>	<b>147,0</b>	<b>7,12%</b>
Abnormal Gain / (Loss)	277	(25)	0	0	0	0	0	
Tax impact	(69)	6	0	0	0	0	0	
<b>Net income (adj.)</b>	<b>18,69</b>	<b>89,74</b>	<b>111,62</b>	<b>117,27</b>	<b>127,97</b>	<b>137,26</b>	<b>146,98</b>	<b>7,12%</b>
Basic EPS	€ (0,301)	€ 0,166	€ 0,167	€ 0,173	€ 0,183	€ 0,191	€ 0,199	
<b>Diluted EPS</b>	<b>€ 0,031</b>	<b>€ 0,135</b>	<b>€ 0,164</b>	<b>€ 0,17</b>	<b>€ 0,18</b>	<b>€ 0,19</b>	<b>€ 0,20</b>	<b>4,5%</b>
<b>Growth rates &amp; margins</b>								
<b>Revenue growth</b>	2,8%	25,2%	(5,6%)	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	
<b>Gross profit as % of sales</b>	65,2%	69,4%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	70,0%	
<b>Personnel expenses margin</b>	24,8%	21,4%	24,5%	24,4%	24,3%	24,2%	24,1%	
<b>SG&amp;A margin</b>	24,7%	25,7%	25,0%	24,8%	24,5%	24,3%	24,0%	
<b>Tax rate</b>	<b>401,8%</b>	<b>33,6%</b>	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	
<b>EBITDA reconciliation</b>								
Depreciation & amortization	192,1	199,4	227,8	232,4	237,0	241,8	246,6	
Stock based compensation	0,00	0,00	-	-	-	-	-	
<b>EBITDA</b>	<b>923</b>	<b>1.500</b>	<b>1.360</b>	<b>1.407</b>	<b>1.455</b>	<b>1.505</b>	<b>1.556</b>	<b>3,42%</b>
EBTDA Margin	19,7%	25,6%	24,6%	25,0%	25,3%	25,7%	26,0%	

SACYR P&L

Sacyr: Análisis vertical	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
<b>Revenue</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Cost of sales	(34,8%)	(30,6%)	(30,0%)	(30,0%)	(30,0%)	(30,0%)	(30,0%)
<b>Gross Profit</b>	<b>65,2%</b>	<b>69,4%</b>	<b>70,0%</b>	<b>70,0%</b>	<b>70,0%</b>	<b>70,0%</b>	<b>70,0%</b>
Personnel expense	(24,8%)	(21,4%)	(24,5%)	(24,4%)	(24,3%)	(24,2%)	(24,1%)
Selling, general & Adm. Expense	(24,7%)	(25,7%)	(25,0%)	(24,8%)	(24,5%)	(24,3%)	(24,0%)
<b>Operating profit (EBIT)</b>	<b>15,6%</b>	<b>22,2%</b>	<b>20,5%</b>	<b>20,9%</b>	<b>21,2%</b>	<b>21,6%</b>	<b>21,9%</b>
Interest income	0,8%	1,3%	1,9%	2,0%	2,1%	2,2%	2,3%
Interest expense	(9,0%)	(9,4%)	(8,1%)	(8,4%)	(8,3%)	(8,3%)	(8,3%)
Other expense	(6,7%)	(5,3%)	(5,0%)	(4,9%)	(4,8%)	(4,7%)	(4,6%)
<b>Pretax profit</b>	<b>0,7%</b>	<b>8,8%</b>	<b>9,3%</b>	<b>9,6%</b>	<b>10,3%</b>	<b>10,8%</b>	<b>11,3%</b>
Taxes	(2,9%)	(2,9%)	(3,1%)	(3,2%)	(3,4%)	(3,6%)	(3,7%)
Minority Int. in Earnings	(1,9%)	(4,0%)	(4,2%)	(4,3%)	(4,6%)	(4,9%)	(5,1%)
<b>Net income</b>	<b>0,4%</b>	<b>1,5%</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,1%</b>	<b>2,2%</b>	<b>2,3%</b>	<b>2,5%</b>
Depreciation & Amort.	4,1%	3,4%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%
Stock based compensation	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBITDA</b>	<b>19,7%</b>	<b>25,6%</b>	<b>24,6%</b>	<b>25,0%</b>	<b>25,3%</b>	<b>25,7%</b>	<b>26,0%</b>

Horizontal analysis (y/y)

Sacyr: Análisis Tendencial	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
<b>Revenue</b>	<b>2,8%</b>	<b>25,2%</b>	<b>(5,6%)</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,0%</b>
Cost of sales	(7,1%)	10,0%	(7,5%)	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
<b>Gross Profit</b>	<b>9,0%</b>	<b>33,3%</b>	<b>(4,8%)</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,0%</b>
Personnel expense	(2,0%)	8,0%	7,9%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%
Selling, general & Adm. expense (ent)	1,1%	30,3%	(8,4%)	1,0%	1,0%	1,0%	0,9%
<b>Operating profit (EBIT)</b>	<b>56,4%</b>	<b>78,0%</b>	<b>(12,9%)</b>	<b>3,7%</b>	<b>3,7%</b>	<b>3,7%</b>	<b>3,7%</b>
Interest income	(10,0%)	96,8%	43,5%	6,2%	7,0%	7,6%	7,7%
Interest expense	25,7%	30,6%	(18,3%)	5,1%	0,5%	2,4%	2,4%
Other expense	(603,6%)	(0,7%)	(11,7%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Taxes	7,9%	27,3%	(1,5%)	5,1%	9,1%	7,3%	7,1%
Minority Int. in Earnings	16,5%	165,5%	0,2%	5,1%	9,1%	7,3%	7,1%
<b>Net income</b>	<b>(105,8%)</b>	<b>380,1%</b>	<b>24,4%</b>	<b>5,1%</b>	<b>9,1%</b>	<b>7,3%</b>	<b>7,1%</b>
Depreciation & Amortz.	7,9%	3,8%	14,3%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Stock based compensation	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBITDA</b>	<b>43,0%</b>	<b>62,5%</b>	<b>(9,3%)</b>	<b>3,4%</b>	<b>3,4%</b>	<b>3,4%</b>	<b>3,4%</b>

Elaboración GPM

Estimación de Balance

Fiscal year	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
SACYR (€m)	31.dic.21	31.dic.22	31.dic.23	31.dic.24	31.dic.25	31.dic.26	31.dic.27
Cash & equivalents ST	1.797	2.990	3.080	3.190	3.340	3.500	3.680
Accounts receivable	1.490	1.736	1.823	1.859	1.896	1.934	1.973
Inventory	210	198	182	186	190	193	197
Deferred tax assets	1.045	1.139	1.139	1.139	1.139	1.139	1.139
Other current assets	3.374	698	698	698	698	698	698
Property, plant & equipment	441	695	771	848	927	1.008	1.090
Acquired intangible assets	1.120	1.124	1.144	1.164	1.184	1.204	1.224
Other assets	7.478	8.976	8.976	8.976	8.976	8.976	8.976
<b>Total assets</b>	<b>16.956</b>	<b>17.555</b>	<b>17.812</b>	<b>18.060</b>	<b>18.350</b>	<b>18.652</b>	<b>18.977</b>
Accounts payable	2.473	2.981	2.651	2.721	2.793	2.866	2.941
Accrued expenses & def rev.	1.896	345	387	394	402	410	418
Commercial paper / revolver	1.598	1.092	1.232	995	791	591	404
Long term debt	8.372	8.201	8.501	8.801	9.101	9.401	9.701
Other non-current liabilities	1.658	3.578	3.424	3.424	3.424	3.424	3.424
<b>Total liabilities</b>	<b>15.997</b>	<b>16.197</b>	<b>16.195</b>	<b>16.335</b>	<b>16.510</b>	<b>16.691</b>	<b>16.888</b>
Common stock	629	653	678	703	728	753	778
Additional paid in capital	46	46	46	46	46	46	46
Treasury stock	(48)	(57)	(46)	(46)	(46)	(46)	(46)
Retained earnings	(266)	(164)	(111)	(29)	61	157	260
Minority Interest	550	823	823	823	823	823	823
Other income / (loss)	48	58	228	228	228	228	228
<b>Total equity</b>	<b>959</b>	<b>1.358</b>	<b>1.618</b>	<b>1.725</b>	<b>1.839</b>	<b>1.961</b>	<b>2.088</b>
Balance check	-	-	-	-	-	-	-
<b>Ratios</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>
<b>Net debt</b>	8.173	6.303	6.653	6.606	6.552	6.491	6.425
<b>Total debt</b>	9.970	9.293	9.733	9.796	9.892	9.991	10.105
<b>ST Borrowing</b>	1.598	1.092	1.232	995	791	591	404
<b>LT Borrowing</b>	8.372	8.201	8.501	8.801	9.101	9.401	9.701
<b>Asset turnover</b>	0,27x	0,34x	0,31x	0,31x	0,32x	0,32x	0,32x
<b>Net profit margin</b>	0,4%	1,5%	2,0%	2,1%	2,2%	2,3%	2,5%
<b>Return on Assets</b>	0,11%	0,52%	0,63%	0,65%	0,70%	0,74%	0,78%
<b>Return on Equity</b>	1,7%	7,7%	7,5%	7,0%	7,2%	7,2%	7,3%

Elaboración GPM

## BALANCE

BALANCE SHEET	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Cash & equivalents ST & LT securities	10,6%	17,0%	17,3%	17,7%	18,2%	18,8%	19,4%
Accounts receivable	8,8%	9,9%	10,2%	10,3%	10,3%	10,4%	10,4%
Inventory	1,2%	1,1%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Deferred tax assets	6,2%	6,5%	6,4%	6,3%	6,2%	6,1%	6,0%
Other current assets	19,9%	4,0%	3,9%	3,9%	3,8%	3,7%	3,7%
Property, plant & equipment	2,6%	4,0%	4,3%	4,7%	5,1%	5,4%	5,7%
Acquired intangible assets (inc. GW)	6,6%	6,4%	6,4%	6,4%	6,5%	6,5%	6,4%
Other assets	44,1%	51,1%	50,4%	49,7%	48,9%	48,1%	47,3%
<b>Total assets</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Accounts payable	14,6%	17,0%	14,9%	15,1%	15,2%	15,4%	15,5%
Accrued expenses & def rev.	11,2%	2,0%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Commercial paper / revolver	9,4%	6,2%	6,9%	5,5%	4,3%	3,2%	2,1%
Long term debt	49,4%	46,7%	47,7%	48,7%	49,6%	50,4%	51,1%
Other non-current liabilities	9,8%	20,4%	19,2%	19,0%	18,7%	18,4%	18,0%
<b>Total liabilities</b>	<b>94,3%</b>	<b>92,3%</b>	<b>90,9%</b>	<b>90,4%</b>	<b>90,0%</b>	<b>89,5%</b>	<b>89,0%</b>
Minority Interest	3,2%	4,7%	4,6%	4,6%	4,5%	4,4%	4,3%
Common stock	3,7%	3,7%	3,8%	3,9%	4,0%	4,0%	4,1%
Additional paid in capital	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%
Treasury stock	(0,3)%	(0,3)%	(0,3)%	(0,3)%	(0,3)%	(0,2)%	(0,2)%
Retained earnings / accumulated deficit	(1,6)%	(0,9)%	(0,6)%	(0,2)%	0,3%	0,8%	1,4%
Other comprehensive income / (loss)	0,3%	0,3%	1,3%	1,3%	1,2%	1,2%	1,2%
<b>Total equity</b>	<b>5,7%</b>	<b>7,7%</b>	<b>9,1%</b>	<b>9,6%</b>	<b>10,0%</b>	<b>10,5%</b>	<b>11,0%</b>
<b>Total Liabilities &amp; Equity</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

Elaboración GPM

Proyecciones del Cash Flow

Fiscal year	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
SACYR (€m)	12/31/21	12/31/22	12/31/23	12/31/24	12/31/25	12/31/26	12/31/27
Net income	18,7	89,7	111,6	117,3	128,0	137,3	147,0
Depreciation and amortization	192,1	199,4	227,8	232,4	237,0	241,8	246,6
Stock based compensation	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Accounts receivable	191,8	(246,4)	(86,2)	(36,5)	(37,2)	(37,9)	(38,7)
Inventory	31,1	12,4	15,6	(3,6)	(3,7)	(3,8)	(3,9)
Accounts payable	455,8	508,0	(329,9)	69,9	71,7	73,4	75,3
Accrued expenses & def revenues	(885,5)	(1.550,8)	41,4	7,7	7,9	8,0	8,2
Other current assets	(1.793,3)	2.676,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deferred tax assets (DTAs)	(25,3)	(93,6)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Other assets	3.069,9	(1.497,5)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Other non current liabilities	(1.333,9)	1.920,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Non-cash (PIK) interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash from operating activities</b>	<b>(78)</b>	<b>2.017</b>	<b>(20)</b>	<b>387</b>	<b>404</b>	<b>419</b>	<b>434</b>
Capital expenditures	(201,0)	(602,0)	(303,8)	(309,8)	(316,0)	(322,4)	(328,8)
Purchases of intangible assets	0,0	0,0	(20,0)	(20,0)	(20,0)	(20,0)	(20,0)
<b>Cash from investing activities</b>	<b>(201,0)</b>	<b>(602,0)</b>	<b>(323,8)</b>	<b>(329,8)</b>	<b>(336,0)</b>	<b>(342,4)</b>	<b>(348,8)</b>
Long term debt	448,8	(171,3)	300,0	300,0	300,0	300,0	300,0
Common dividends	(33,8)	(20,0)	(33,5)	(35,2)	(38,4)	(41,2)	(44,1)
New share issuances	47,0	24,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0
Share repurchases	1,2	6,2	2,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Other comprehensive income / (loss)	(501,9)	179,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Revolver	500,1	(505,7)	140,1	(237,2)	(204,2)	(200,3)	(186,6)
<b>Cash from financing activities</b>	<b>461,5</b>	<b>(487,2)</b>	<b>433,6</b>	<b>52,6</b>	<b>82,4</b>	<b>83,6</b>	<b>94,3</b>
<b>Net change in cash during period</b>	<b>182,0</b>	<b>928,0</b>	<b>90,1</b>	<b>110,0</b>	<b>150,0</b>	<b>160,0</b>	<b>180,0</b>

Elaboración GPM

Estimación del Free Cash Flow

Fiscal year	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Fiscal year end date	12/31/23	12/31/24	12/31/25	12/31/26	12/31/27
EBITDA	1.360,05	1.406,97	1.455,22	1.504,84	1.555,86
EBIT	1.132,23	1.174,59	1.218,19	1.263,07	1.309,26
tax rate	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%
<b>EBIAT (NOPAT)</b>	<b>758,59</b>	<b>786,97</b>	<b>816,19</b>	<b>846,26</b>	<b>877,20</b>
Depreciation and amortization	227,8	232,4	237,0	241,8	246,6
Stock based compensation	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Accounts receivable	(86,2)	(36,5)	(37,2)	(37,9)	(38,7)
Inventory	15,6	(3,6)	(3,7)	(3,8)	(3,9)
Accounts payable	(329,9)	69,9	71,7	73,4	75,3
Accrued expenses & def revenues	41,4	7,7	7,9	8,0	8,2
Other current assets (inc, non-trade receivables)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deferred tax assets (DTAs)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Other assets	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Other non current liabilities	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Unlevered CFO</b>	<b>627,2</b>	<b>1.056,9</b>	<b>1.091,9</b>	<b>1.127,8</b>	<b>1.164,7</b>
Less: Capital expenditures	(303,8)	(309,8)	(316,0)	(322,4)	(328,8)
Less: Purchases of intangible assets	(20,0)	(20,0)	(20,0)	(20,0)	(20,0)
<b>Unlevered FCF</b>	<b>303,5</b>	<b>727,1</b>	<b>755,8</b>	<b>785,4</b>	<b>815,9</b>
<b>% growth</b>		139,6%	4,0%	3,9%	3,9%

**Ratios Financieros**

<b>Profitability</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
Return on Assets (avg.)	0,11%	0,52%	0,63%	0,65%	0,70%	0,74%	0,78%
Return on Capital (avg.)	7,58%	13,70%	12,34%	12,35%	12,88%	13,44%	14,02%
Return on Equity (avg.)	1,71%	7,74%	7,50%	7,02%	7,18%	7,22%	7,26%
<b>Margin Analysis</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
Gross Margin	65,19%	69,40%	70,00%	70,00%	70,00%	70,00%	70,00%
Personnel / SG&A Margin	49,56%	47,18%	49,50%	49,15%	48,80%	48,45%	48,10%
EBITDA Margin	19,74%	25,63%	24,63%	24,98%	25,33%	25,68%	26,03%
EBIT Margin	15,63%	22,22%	20,50%	20,85%	21,20%	21,55%	21,90%
Earnings from Cont. Ops Margin	0,40%	1,53%	2,02%	2,08%	2,23%	2,34%	2,46%
Net Income Margin	0,40%	1,53%	2,02%	2,08%	2,23%	2,34%	2,46%
Normalized Net Income Margin	0,40%	1,53%	2,02%	2,08%	2,23%	2,34%	2,46%
Free Cash Flow Margin	2,14%	0,13%	5,49%	12,91%	13,15%	13,40%	13,65%
<b>Asset Turnover</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
Total Asset Turnover	0,27x	0,34x	0,31x	0,31x	0,32x	0,32x	0,32x
Fixed Asset Turnover	10,54x	10,31x	7,54x	6,96x	6,47x	6,06x	5,70x
Accounts Receivable Turnover	2,95x	3,63x	3,10x	3,06x	3,06x	3,06x	3,06x
Inventory Turnover	7,77x	8,78x	8,72x	9,18x	9,18x	9,18x	9,18x
Payables turnover	0,73x	0,65x	0,58x	0,63x	0,63x	0,62x	0,62x
<b>Short Term Liquidity</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
Current Ratio	0,59x	1,11x	1,19x	1,27x	1,36x	1,46x	1,55x
Quick Ratio	0,55x	1,07x	1,15x	1,23x	1,31x	1,41x	1,50x
Cash ratio	0,30x	0,58x	0,71x	0,76x	0,83x	0,89x	0,96x
<b>Solvency</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
Total Debt / EBITDA	10,8x	6,2x	7,2x	7,0x	6,8x	6,6x	6,5x
Net Debt / EBITDA	8,9x	4,2x	4,9x	4,7x	4,5x	4,3x	4,1x
Total Debt / EBIT	13,6x	7,1x	8,6x	8,3x	8,1x	7,9x	7,7x
Net Debt / EBIT	11,2x	4,8x	5,9x	5,6x	5,4x	5,1x	4,9x
EBITDA / Int.expense (IS)	2,8x	3,8x	3,0x	3,0x	3,1x	3,1x	3,1x
(EBITDA-CAPEX) / Int.expense (IS)	1,5x	1,7x	2,4x	2,3x	2,4x	2,4x	2,5x
EBITDA / Int.expense (IS)	2,2x	3,3x	2,5x	2,5x	2,6x	2,6x	2,6x
EBIT / Interest Expense (CF)	2,0x	2,9x	2,4x	2,3x	2,4x	2,5x	2,5x
(EBITDA-CAPEX) / Interest Exp. (CF)	1,1x	1,3x	1,8x	1,8x	1,9x	1,9x	2,0x
EBIT / Interest Expense (CF)	1,6x	2,5x	2,0x	2,0x	2,0x	2,1x	2,1x
Common Equity / Tot Assets	5,7%	7,7%	9,1%	9,6%	10,0%	10,5%	11,0%
LT Debt / Equity	8,7x	6,0x	5,3x	5,1x	4,9x	4,8x	4,6x
LT Debt / Capital	2,4x	2,0x	1,9x	1,8x	1,7x	1,6x	1,6x
LT Debt / Assets	49,4%	46,7%	47,7%	0,5x	0,5x	0,5x	0,5x
Total Debt / Equity	10,4x	6,8x	6,0x	5,7x	5,4x	5,1x	4,8x
Total Debt / Capital	2,8x	2,2x	2,1x	2,0x	1,8x	1,7x	1,6x
Total Debt / Assets	58,8%	52,9%	54,6%	54,2%	53,9%	53,6%	53,2%
Net Debt / Equity	8,5x	4,6x	4,1x	3,8x	3,6x	3,3x	3,1x

Elaboración GPM

## DISCLAIMER

GPM es una entidad supervisada por la CNMV, y adherida 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 se ha 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](http://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.



### DISCLAIMER (ENGLISH)

GPM (Gestión de Patrimonios Inmobiliarios) is a company supervised by the CNMV (Spanish Stock Exchanges regulator) and a member of the Investment Guarantee Fund (Fogain). All the information included in this document has been compiled and prepared in good faith and from sources that we consider trustworthy, but GPM does not make any statement or give any assurance as to the integrity, veracity, and / or accuracy of these sources, not being responsible, therefore, for them.

GPM 's recommendations are BUY, SELL and HOLD. The recommendation to BUY is issued for those companies in which GPM expects a better performance to that of the market by 10% or more, within a year (reference indexes: Ibex35 and General Index of the Madrid Stock Exchange for Spanish), while that of SELL recommendations are issued for companies in which it is expected a worse performance than the market by -10% or more, in the term of one year. The HOLD recommendation is issued for those companies in which a similar performance to the general Spanish market is expected in a range of +/- 10%.

This report has been prepared by GPM for the purpose of providing general information as of the date of issuance of the report, and the information is subject to change without notice. GPM makes no commitment to communicate such modifications or to update the content of this document. In no case does this document contain personalized recommendations nor does it imply investment advice, since it has been prepared regardless of the circumstances and financial objectives of the individuals who receive it. Neither this document nor its contents constitute a recommendation, invitation, or solicitation to purchase or subscribe securities or other instruments or for the implementation or cancellation of investments.

Investors should make their own investment decisions, based on their specific profitability and risk objectives. The recommendation of this report might not be of interest to all investors: investors with access to this report should be aware that the securities, instruments, or investments mentioned in it may not be suitable for their specific investment objectives, their financial position, or their risk profile. The investor must bear in mind that the past performance of the securities or instruments or historical results of the investments does not guarantee the future performance or results. GPM assumes no responsibility for any direct or indirect loss that may result from the use of this document or its contents. The price of securities and instruments and the performance of investments can fluctuate against the interest of the investor and even entail the loss of the initial investment.

Trades in futures, options and high-return securities or other financial instruments can involve large risks and are not suitable for all investors. In fact, in certain investments, the losses may be higher than the initial investment, being in these cases necessary to make additional principal contributions to cover all these losses. Therefore, prior to making transactions in these financial instruments, investors should be aware of their procedure, the rights, obligations and risks they incorporate, as well as the underlying securities. There may be no secondary market for such instruments.

GPM, as well as its employees subject to the Internal Rules of Conduct, may have a relevant business relationship with the company referred to in this report, have a direct or indirect position in any of the securities or instruments issued by said company, trading with said instruments including as a liquidity provider, have interests or carry out transactions related to them, prior to or after the publication of this report. However, GPM has established procedures of conduct and control measures in the Internal Rules of Conduct to prevent and avoid conflicts of interest of the persons subject to the internal rules of conduct.

The conflict-of-interests policy can be consulted on the GPM corporate website ([www.gpmbroker.com](http://www.gpmbroker.com)) and in our offices. These measures include the prohibition of trading for the analyst or subject persons who have collaborated in the preparation of the report, or in related instruments, if they are aware of the dates of dissemination or the probable content of the report and the data has not been made public or have not been disclosed to customers. In the same way, the analyst responsible for the report will not be able to carry out personal operations with the financial instrument object of the report in a manner contrary to the recommendation in force in it. Unless other thing indicated, the compensation of the staff who have prepared these reports is not linked, either directly or indirectly, to the recommendations or opinions expressed therein.

***Gestión de Patrimonios Mobiliarios S.V. S.A. es una entidad independiente fundada en 1987 especializada en intermediación y gestión de activos financieros.***

*GPM es miembro de la Bolsa de Madrid, Bolsa de Barcelona, MAB y Latibex, legalmente autorizada para operar en los mercados bursátiles por la Comisión Nacional del Mercado de Valores con el número de registro 105.*

*GPM cuenta con cualificados profesionales que le ofrecerán un amplio rango de soluciones de inversión, tanto si es cliente particular como corporativo. Para ello, ponemos a su disposición nuestra larga experiencia en mercados financieros mundiales y nuestra atención personalizada con la que conoceremos las necesidades de inversión de cada uno de nuestros clientes. GPM tiene su sede central en Madrid y oficina en Barcelona, donde estaremos encantados de recibirle para darle una atención personalizada. Además, mantiene representantes legalmente autorizados en las principales ciudades españolas.*

*GPM ofrece a sus clientes multitud de servicios financieros para cubrir todas sus necesidades, contamos con el mejor equipo de especialistas en cada departamento con el que garantizar la calidad e independencia de nuestros servicio.*

913 191 684

[info@gpmbroker.com](mailto:info@gpmbroker.com)

Calle de Montesa 38(Pasaje Martí) Local 1, 28006 Madrid

