

Nota de Compañía

Sacyr recupera su puesto en el Ibex 35 y en el índice sectorial "Ibex Construcción", con una ponderación del 100%.

El pasado 9 de junio, el CAT (Comité asesor Técnico) tomó la decisión de que las 640.901.123 acciones (pre scrip dividend) de Sacyr (capitalización: €1.603m) formen parte del Ibex35 y del índice sectorial Ibex Construcción, con una ponderación en ambos índices del 100%. Esta modificación será efectiva a partir del próximo lunes 20 de junio. Acciona Energía, es la otra empresa que se incluirá en el Ibex35 a partir del próximo 20.06.2022. Sin embargo, este valor tendrá una ponderación del 20,0% por lo que sólo se tendrán en consideración 65.850.118 acciones de un total de 329.250.589 títulos de ANE en circulación.

Scrip dividend: actualmente Sacyr está ejecutando una ampliación de capital liberada (1x39) con el objetivo de remunerar a sus accionistas y que termina el 17.6.2022. Se ha fijado un número máximo de acciones a emitir en 16,433m y que de alcanzarse llevaría a que el número total de acciones en circulación de Sacyr aumentaría un 2,56% hasta 657,334m de títulos. Esperamos que las acciones de esta ampliación se incluirán para calcular el peso de Sacyr en el Ibex35.

Venta de la totalidad de la participación en Repsol: el pasado 6 de junio, Sacyr comunicó la venta de la totalidad de la participación que mantenía en Repsol y la liquidación de la cobertura con derivados. Con esta desinversión: (i) se amortiza íntegramente la deuda asociada en un importe de €563m; (ii) se han obtenido unos fondos netos de €58m que se dedicarán a la disminución de la deuda con recurso. (iii) el patrimonio neto de Sacyr se incrementa en €40m.

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.

Valoración: las perspectivas de Sacyr son positivas y estables, en base al negocio concesional que desarrolla y a las perspectivas de crecimiento económico. Consideramos que Sacyr es 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 30,8% y un potencial de revalorización superior al 44%.

SACYR	2020A	2021A	2022P	2023P	2024P	2025P
Ingresos Netos (m)	4.547,9	4.675,4	4.782,9	4.892,9	5.005,5	5.120,6
EBITDA (m)	645,3	883,4	993,5	1.089,8	1.164,9	1.242,9
(A/A)	2,9%	36,9%	12,5%	9,7%	6,9%	6,7%
EBIT (m)	467,1	730,7	837,0	929,7	1.001,1	1.075,3
BNA reportado (m)	35,6	(189,2)	170,9	197,2	220,1	235,8
BPA € (ajustado)	0,062	(0,313)	0,266	0,298	0,327	0,346
(A/A)	(111,5%)	(606,9%)	(185,0%)	12,0%	10,0%	5,8%
DVD /Acción (*)	0,082	0,096	0,115	0,134	0,153	0,172
ROE (%)	3,3%	(19,7%)	15,9%	15,6%	15,3%	14,5%

(*) pagado en el año natural

Ratios de Valoración

SACYR	2020A	2021A	2022P	2023P	2024P	2025P
VE / Ingresos netos	1,53x	1,77x	1,80x	1,86x	1,92x	1,98x
VE / EBITDA	10,78x	9,36x	8,66x	8,37x	8,26x	8,14x
VE / EBIT	14,89x	11,32x	10,27x	9,81x	9,62x	9,41x
P/E	32,74x	(9,15x)	9,20x	8,21x	7,47x	7,06x
P / VC	1,27x	1,80x	1,33x	1,17x	1,03x	0,92x
P / Cash Flow	5,20x	8,29x	5,05x	4,87x	4,54x	4,20x
FCF Yield	8,18%	0,44%	0,43%	3,30%	5,99%	9,45%
Rent. Dividendo	4,06%	3,36%	4,71%	5,48%	6,26%	7,04%

Estimaciones GPM

16 de junio de 2022

Recomendación

Comprar

Valor Justificable

€ 3,53/acc.

Sacyr (5 años)



Fuente: Bolsa de Madrid

Ticker	SCYR SM
Cotización (15.6.22)	€ 2,444
Max 52 semanas	€ 2,708
MIN 52 semanas	€ 1,801
Accs. Circulación (m)	640,90
Capitalización (m)	€ 1.566,36
Variación semanal (%)	(8,32)
Variación 1M (%)	(5,48)
Variación 3M (%)	15,87
Variación 6M (%)	13,12
Variación YTD (%)	4,11
Variación 12M (%)	10,19
Beta mensual 5A	1,735
Volumen diario (media 30d)	729.511 accs.
Volumen diario (media 10d)	492.576 accs.
Rating Analistas	5,0
Precio Objetivo (mediana)	3,35
PO Máximo	3,70
PO Mínimo	3,00
Accionistas institucionales	
Disa Corp Petrolifera SA	12,5%
Grupo Corporacion Fuerte	6,4%
Prilomi SL	4,5%

Fuente Bloomberg

Analista: Javier Bernat

jbarnat@gmpatrimonios.com

Dpto. Análisis Fundamental GPM

Teff: 34 913 191 684

GPM <https://gpmv.com>

Broker <https://gpmbroker.com>

Publicación: 16.6.2022 / hora: 15:00 CEST.

Un buen resultado en el 1T 2022

En el 1T21 (no incluye la desinversión en Repsol), Sacyr reporta unos buenos resultados con unos ingresos (€1,196m) que avanzan un 13,1% interanual (vs +7,3% en 1T21) y un EBITDA (€242,6m) que aumenta un 25,3% a/a, conduciendo a un ensanchamiento del Margen EBITDA hasta el 20,3% vs 18,3% de hace un año. El beneficio neto cae un 20,6% a/a hasta €20,28m, principalmente por el incremento del 113% del impuesto de sociedades.

Destacamos que el resultado ajustado acumulado en 12m de (€312m) se mantiene estable vs €322m a finales de mar2021. El ratio Pasivo Total/ Activo, aumenta moderadamente al 66,7% vs promedio del 61,3% y la relación EBITDA/Intereses de 1,92x es inferior a las 2,06x de hace un año, pero aceptable. El ratio Deuda Neta s/ EBITDA es de 7,3x y es inferior a 7,9x (promedio 5 años) aunque implica un mayor apalancamiento vs 6,8x de 2021, este último el más bajo en 5 años.

Sacyr: Resultado 1T 2022

SACYR (€m)	1T 2022	1T 2021	A/A
Cifra de Negocio	1.195,8	1.056,9	13,1%
Ingresos de Explotación	1.255,2	1.128,3	11,2%
EBITDA	242,6	193,6	25,3%
<i>margen %</i>	20,3%	18,3%	10,7%
EBITDA	176,7	151,6	16,5%
<i>margen %</i>	14,8%	14,3%	3,0%
BAI	54,2	53,3	1,6%
BNA	20,3	25,5	(20,6%)
<i>margen %</i>	1,7%	2,4%	-70pb

Elaboración GPM

La dirección de Sacyr mantiene el compromiso de reducir en 2022 la deuda neta con recurso, con el objetivo de situarla en unos €100m, en 2025.

En el 1T'22 la deuda neta con recurso aumenta a €798m vs €681m de finales de 2021, principalmente por dos razones. Por un lado, debido a la estacionalidad del negocio con una evolución negativa del circulante en las áreas de construcción y servicios, pero que se recuperará a lo largo del año. Por otro, en base al desfase temporal que se produce entre las distribuciones que se realizan a la matriz por las sociedades concesionarias y las aportaciones de capital que se realizan a los proyectos que se encuentran en fase de construcción. Concretamente, en el 1T'22 la matriz ha contabilizado €6m de los €180m previstos para todo el año 2022 y en cambio, se han realizado aportaciones de capital por importe de €65m, un 35% de lo previsto para todo el año 2022 (unos €185m).

Guías financieras 2025 (reiteradas en abril 2022):

- Cifra de negocio: superar los €5.500 millones.
- EBITDA: superar la cifra de €1.200 millones.

Revisión de estimaciones

Para el periodo 2022-2025 ajustamos a la baja nuestra previsión de ingresos en un 4,0%, aunque mantenemos prácticamente sin cambios la previsión de 2022 en €4.783m. La revisión de ingresos la justificamos en base a las perspectivas de un menor crecimiento global.

Ingresos Netos

Sacyr	Ingresos netos				
€m	2022E	2023E	2024E	2025E	Accum.
Nuevo	4.783	4.893	5.005	5.121	19.802
Anterior	4.832	5.057	5.259	5.469	20.617
<i>Variación</i>	<i>(1,0%)</i>	<i>(3,2%)</i>	<i>(4,8%)</i>	<i>(6,4%)</i>	<i>(4,0%)</i>

Elaboración GPM

No obstante, anticipamos que se mantendrán las mejoras en productividad y aunque serán moderadas, estimamos que el EBITDA acumulado hasta 2025 será un 1,2% mayor que nuestra previsión inicial.

EBITDA

EBITDA					
€m	2022E	2023E	2024E	2025E	Accum.
Nuevo	994	1.090	1.165	1.243	4.491
Anterior	1.004	1.078	1.148	1.210	4.440
<i>Variación</i>	<i>(1,0%)</i>	<i>1,1%</i>	<i>1,5%</i>	<i>2,7%</i>	<i>1,2%</i>

Elaboración GPM

Este avance en eficiencia prevemos que se traducirá en un impacto positivo de 114pb en el margen EBITDA acumulado en el periodo 2022-2025, que esperamos que acabe situándose en el 22,7% frente al 21,5% anterior.

Margen EBITDA

Margen EBITDA					
%	2022E	2023E	2024E	2025E	Accum.
Revisado	20,8%	22,3%	23,3%	24,3%	22,7%
Anterior	20,8%	21,3%	21,8%	22,1%	21,5%
<i>Variación pb</i>	<i>(1)</i>	<i>96</i>	<i>144</i>	<i>215</i>	<i>114</i>

Elaboración GPM

Sacyr: Valor justificable de €3,53 /acción

Prácticamente, reiteramos nuestra valoración que situamos en €3,53 (anterior €3,52 /acción), según se puede apreciar en el siguiente cuadro.

Resumen de Valoraciones

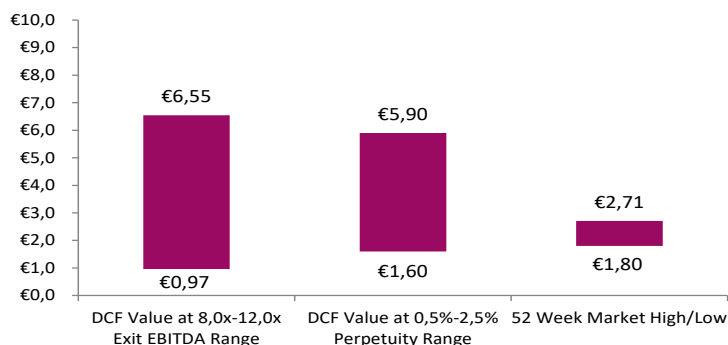
Escenario Base case	Valor/ acc.
Crecimiento a perpetuidad 1,50%	€ 3,44
EV/EBITDA residual @ 10,0x	€ 3,76
Comparables	€ 3,40
<u>Promedio</u>	€ 3,53
Cotización	€ 2,44
Prima /(descuento)	(30,8%)
Potencial	44,5%

Elaboración GPM

Valoración por Descuento de Flujos de Caja (€3,60)

Por descuento de flujos de caja, estimamos un valor justificable de €3,60 para las acciones de Sacyr, resultado del promedio de la valoración que toma como referencia la tasa de crecimiento a perpetuidad (g) del 1,50% (€3,44) y del método del multiplicador bursátil residual EV/EBITDA de 10,0x (€3,76).

Resumen Valoración por DCF



Elaboración GPM

Estimación del Valor de Empresa

Perpetuity approach		Exit EBITDA multiple approach	
Normalized FCF in last forecast period (t)	846,7	Terminal year EBITDA	1.323,9
Normalized FCF ^{t+1}	859,4	Terminal value EBITDA multiple	10,0x
Long term growth rate (g)	1,50%	Terminal value	13.239
Terminal value	12.937,4	Present value of terminal value	9.169,8
Present value of terminal value	8.961,1	Present value of stage 1 cash flows	391,2
Present value of stage 1 cash flows	391,2	Enterprise value	9.561,0
Enterprise value	9.352,3	Implied TV perpetual growth rate	1,65%
Implied TV exit EBITDA multiple	9,8x		

Elaboración GPM

Estimación del Valor de Mercado

SACYR Metodología	Perpetuity		EBITDA	
Valor de Empresa	9.352,3	9.561,0		
Deuda neta (-) @ 31,3,22	(6.492,7)	(6.492,7)		
Otros ajustes	(600,0)	(600,0)		
Valor de Mercado	2.259,6	2.468,3		
Nº de Acciones ajust. (*)	657,33	657,33		
Valor por acción	€ 3,44	€ 3,76		
Prima / (descuento)	(28,9%)	(34,9%)		

Elaboración GPM / incluye última ampliación de capital.

Multiplicadores implícitos

Perpetuity approach		Exit EBITDA multiple approach	
Long term growth rate (g)	1,50%	Terminal value EBITDA multiple	10,0x
Implied TV exit EBITDA multiple	9,8x	Implied TV perpetual growth rate	1,648%

Elaboración GPM / incluye última ampliación de capital.

Sensibilidad de la valoración por DCF

Crecimiento a Perpetuidad (g)

Valor / acción		Long term growth rate (g):						Valor de Mercado		Long term growth rate (g):								
€ 3,44		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	€ 2.260	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	€ 2.260	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%
WACC	10,0%	(0,95)	(0,39)	0,24	0,95	1,75	10,0%	(626)	(255)	159	624	1.152	10,0%	(626)	(255)	159	624	1.152
	9,0%	0,54	1,27	2,10	3,04	4,13	9,0%	357	836	1.379	1.999	2.715	9,0%	357	836	1.379	1.999	2.715
	8,4%	1,60	2,46	3,44	4,57	5,90	8,4%	1.051	1.614	2.260	3.006	3.877	8,4%	1.051	1.614	2.260	3.006	3.877
	8,0%	2,45	3,43	4,55	5,85	7,40	8,0%	1.614	2.252	2.988	3.846	4.861	8,0%	1.614	2.252	2.988	3.846	4.861
	7,0%	4,98	6,32	7,91	9,81	12,14	7,0%	3.271	4.154	5.198	6.451	7.982	7,0%	3.271	4.154	5.198	6.451	7.982

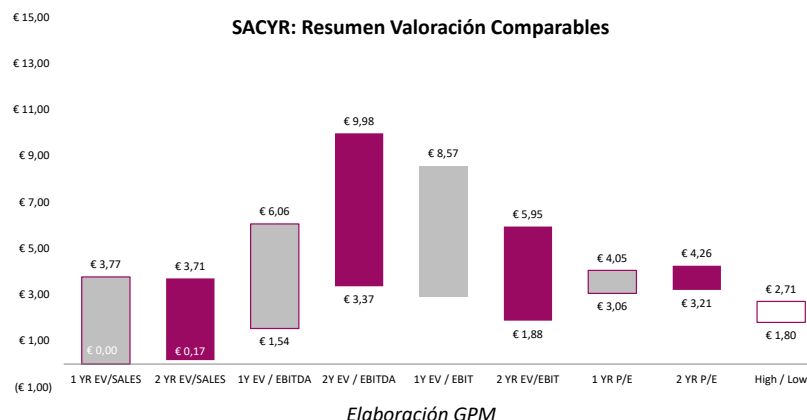
Multiplicador Residual (EV/EBITDA)

Valor / acción		Exit EBITDA Multiple						Valor de Mercado		Long term growth rate (g):								
€ 3,76		8,0x	9,0x	10,0x	11,0x	12,0x	€ 2.468	8,0x	9,0x	10,0x	11,0x	12,0x	€ 2.468	8,0x	9,0x	10,0x	11,0x	12,0x
WACC	10,0%	0,23	1,53	2,84	4,15	5,45	10,0%	150	1.009	1.867	2.726	3.584	10,0%	150	1.009	1.867	2.726	3.584
	9,0%	0,69	2,05	3,41	4,77	6,13	9,0%	451	1.346	2.241	3.136	4.031	9,0%	451	1.346	2.241	3.136	4.031
	8,4%	0,97	2,36	3,76	5,15	6,55	8,4%	634	1.551	2.468	3.385	4.302	8,4%	634	1.551	2.468	3.385	4.302
	8,0%	1,17	2,59	4,01	5,43	6,85	8,0%	768	1.701	2.634	3.568	4.501	8,0%	768	1.701	2.634	3.568	4.501
	7,0%	1,68	3,16	4,64	6,12	7,60	7,0%	1.101	2.075	3.048	4.022	4.995	7,0%	1.101	2.075	3.048	4.022	4.995

Elaboración GPM

Valoración por Comparables (€3,40)

Este método permite calcular un valor de las acciones de Sacyr de €3,40 por título. Para alcanzar esta valoración, se ha tomado como referencia el promedio de los ratios bursátiles de los comparables de Sacyr (incluido) y nuestra previsión de resultados de Sacyr para los próximos años (2022 y 2023).



Resumen Valoración por Comparables

Sacyr (valoración)

Resumen Comparables	EV /	EV /	EV /	P/E	EV /	EV /	EV /	P/E
	Revenue	EBITDA	EBIT	2022E	Revenue	EBITDA	EBIT	2023E
	2022E	2022E	2022E	2022E	2023E	2023E	2023E	2023E
Median	1,61x	8,0x	11,8x	11,6x	1,57x	7,8x	10,9x	11,1x
High	1,88x	9,62x	14,49x	15,07x	1,8x	8,9x	14,0x	13,9x
Low	1,40x	6,89x	10,06x	11,37x	1,35x	6,6x	9,4x	10,5x
Mediana € 3,40								
Total VE	7.676,6	8.740,0	9.834,9	8.544,7	7.681,9	9.028,0	10.170,5	8.719,4
Deuda Neta	6.492,7	6.492,7	6.492,7	6.492,7	6.492,7	6.492,7	6.492,7	6.492,7
Valor de mercado	1.183,9	2.247,3	3.342,2	2.052,0	1.189,2	2.535,3	3.677,8	2.226,7
Nº de acciones	657,3	657,3	657,3	657,3	657,3	657,3	657,3	657,3
Valor por acción	€ 1,80	€ 3,42	€ 5,08	€ 3,12	€ 1,81	€ 3,86	€ 5,59	€ 3,39

Maximos € 5,10								
Total VE	8.968,0	10.478,2	12.124,1	7.810,9	8.929,6	10.402,6	13.052,4	9.290,6
Deuda Neta	6.492,7	6.492,7	6.492,7	5.145,5	6.492,7	6.492,7	6.492,7	6.492,7
Valor de mercado	2.475,3	3.985,5	5.631,4	2.665,4	2.436,9	3.909,9	6.559,7	2.797,9
Nº de acciones	657,3	657,3	657,3	657,3	657,3	657,3	657,3	657,3
Valor por acción	€ 3,77	€ 6,06	€ 8,57	€ 4,05	€ 3,71	€ 5,95	€ 9,98	€ 4,26

Mínimos € 2,41								
Total VE	6.696,1	7.505,9	8.420,4	8.503,6	6.605,5	7.729,1	8.706,3	8.602,6
Deuda Neta	6.492,7	6.492,7	6.492,7	6.492,7	6.492,7	6.492,7	6.492,7	6.492,7
Valor de mercado	203,4	1.013,2	1.927,7	2.010,9	112,8	1.236,4	2.213,6	2.109,9
Nº de acciones	657,3	657,3	657,3	657,3	657,3	657,3	657,3	657,3
Valor por acción	€ 0,31	€ 1,54	€ 2,93	€ 3,06	€ 0,17	€ 1,88	€ 3,37	€ 3,21

Elaboración GPM @ 14.6.2022

Comentario metodológico: las referencias para los multiplicadores máximo y mínimos se han calculados con percentiles, 75 y 25 respectivamente.

Empresas Comparables (14.6.2022)

Empresa	2022E				2023E			
	EV / Revenues	EV / EBITDA	EV / EBIT	P/E	EV / Revenues	EV / EBITDA	EV / EBIT	P/E
Sacyr	1,91x	9,47x	11,75x	10,67x	1,85x	8,64x	10,94x	8,77x
Acciona	1,84x	9,76x	16,13x	21,12x	1,80x	9,22x	15,44x	19,40x
ACS	0,21x	3,49x	4,99x	13,05x	0,20x	3,29x	4,64x	12,13x
FCC	1,37x	8,02x	12,84x	11,60x	1,34x	7,75x	12,64x	11,10x
OHL	0,09x	2,52x	7,92x	162,13x	0,08x	2,21x	5,65x	38,15x
G San José	0,10x	1,91x	2,80x	11,22x	0,10x	1,80x	2,63x	10,64x
Ferrovial	3,56x	35,63x	55,35x	121,48x	3,44x	28,87x	41,54x	51,48x

Fuente Bloomberg Elaboración GPM @ 14.6.2022

En el caso de Sacyr, opinamos que se podría tomar como referencia la parte alta de los multiplicadores de los comparables, en base a que índice de referencia “STOXX Europe 600 Construction & Materials” (SXOP), presenta una historia estable con un EV/EBITDA en torno 10x.

Índice STOXX Europe 600 Construction & Materials

SXOP	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
EV/EBITDA	9,3x	10,9x	10,1x	11,2x	8,8x	10,0x	10,0x	10,4x	7,9x	7,4x
Promedio acumulado	9,3x	10,1x	10,1x	10,5x	10,1x	10,1x	10,0x	10,1x	10,0x	10,0x

Fuente Bloomberg

Bloomberg Historical Market DATA

TEV / LTM Total Revenue	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021
Close	1,7x	1,8x	1,6x	1,4x	1,5x	1,5x	1,7x
Average	2,9x	1,7x	1,8x	1,6x	1,5x	1,4x	1,6x
TEV / LTM EBITDA	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021
Close	19,9x	16,1x	13,4x	10,7x	10,1x	10,8x	9,0x
Average	28,6x	19,7x	16,3x	13,5x	11,4x	9,5x	10,9x
TEV / LTM EBIT	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021
Close	34,7x	24,8x	19,6x	14,8x	14,3x	14,9x	10,9x
Average	40,3x	34,4x	25,1x	19,7x	15,7x	13,5x	15,1x
Price / LTM EPS	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021
Close	--	9,4x	9,4x	6,3x	--	32,6x	--
Average	--	9,4x	9,9x	9,5x	8,2x	32,6x	34,5x
Price / Book Value	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021
Close	0,6x	0,6x	0,8x	0,8x	1,8x	2,2x	3,5x
Average	1,3x	0,5x	0,7x	0,8x	1,1x	1,4x	2,3x
Price / Tangible Book Value	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021
Close	0,6x	0,7x	12,8x	1,0x	2,1x	2,9x	7,1x
Average	1,5x	0,6x	0,8x	12,8x	1,3x	1,6x	3,0x
Price / Cash Flow	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021
Close	--	37,4x	18,5x	9,1x	8,5x	5,0x	6,6x
Average	92,5x	37,4x	39,2x	18,6x	11,8x	6,3x	5,3x
Price / LTM FCF	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021
Close	--	--	--	--	--	11,7x	182,7x
Average	--	--	--	--	--	11,7x	13,0x
Dividend Yield	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021
Close	--	0	1,8	7,2	2,1	4,1	6,0
Average	--	0	0	1,8	5,6	2,9	3,9

Aspectos Relevantes de Sacyr

- **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 greenfield, 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 (€993m) se expande un 27,5% interanual, lo que hace que 2021 sea el quinto año de avances consecutivos de este indicador y que desde 2016 alcance una Tacc del 23,5%. Estas mejoras se obtienen con un ensanchamiento del margen EBITDA hasta el 19,7% vs el 11,2% de 2016.
- **Visibilidad en P&G:** 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. 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. 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 al grupo 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).
- **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 situé entre el 4,0% y el 5,0% (plan de negocio 2021-2025), esta política se sostiene en los avances de resultados esperados en los próximos años.
- **Generación de valor:** desde 2017, el Valor de Empresa (EV) de Sacyr ha crecido un promedio del 7,4% (Tacc) hasta €9.225m en marzo de 2022. De cara a los próximos años no vemos obstáculos relevantes que limiten esta tendencia creciente.

SCYR SM	2020A	2021A	2022P	2023P	2024P	2025P	Tendencia
Valor Empresa (EV) (m)	6.955	8.269	8.600	9.120	9.627	10.117	▬ ■ ■ ■ ■ ■

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).

Sacyr: Cuenta de Pérdidas y Ganancias Estimada

Fiscal year	2020A	2021A	2022P	2023P	2024P	2025P
SACYR (€m)	31.dic.20	31.dic.21	31.dic.22	31.dic.23	31.dic.24	31.dic.25
Revenue	4.548	4.675	4.782,9	4.893	5.005	5.121
Cost of sales	(1.752)	(1.628)	(1.650)	(1.639)	(1.652)	(1.664)
Gross Profit	2.795	3.048	3.133	3.254	3.354	3.456
Personnel expense	(1.185)	(1.161)	(1.148)	(1.162)	(1.176)	(1.191)
Selling, general & adm. expense	(1.143)	(1.156)	(1.148)	(1.162)	(1.176)	(1.191)
Operating profit (EBIT)	467	731	837	930	1.001	1.075
Interest income	22	18	20	22	24	26
Interest expense	(335)	(396)	(302)	(333)	(348)	(379)
Other expense	82	(319)	(200)	(200)	(200)	(200)
Pretax profit	236	34	355	418	477	522
Taxes	(125)	(135)	(71)	(88)	(105)	(120)
Minority Int. in Earnings	(75)	(88)	(113)	(133)	(152)	(166)
Net Income (reported)	36	(189)	170,88	197,18	220,09	235,78
Abnormal Losses (Gains)	0	0	0	0	0	0
Tax Effect on Abnormal Items	0	0	0	0	0	0
Net income (adj.)	36	(189)	171	197	220	236
Basic shares outstanding (avg)	577,00	605,00	643,20	662,54	672,36	681,05
Impact of dilutive securities	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Diluted shares outstanding	577,00	605,00	643,20	662,54	672,36	681,05
Basic EPS	€ 0,06	(€ 0,31)	€ 0,27	€ 0,30	€ 0,33	€ 0,35
Diluted EPS	€ 0,06	(€ 0,31)	€ 0,27	€ 0,30	€ 0,33	€ 0,35
Growth rates & margins	2020A	2021A	2022P	2023P	2024P	2025P
Revenue growth	9,1%	2,8%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%
Gross profit as % of sales	61,5%	65,2%	65,5%	66,5%	67,0%	67,5%
Personnel expenses margin	26,1%	24,8%	24,0%	23,8%	23,5%	23,3%
SG&A margin	25,1%	24,7%	24,0%	23,8%	23,5%	23,3%
Tax rate	53,1%	401,5%	20,0%	21,0%	22,0%	23,0%
EBITDA reconciliation	2020A	2021A	2022P	2023P	2024P	2025P
Depreciation & amortization	178,2	152,7	156,5	160,1	163,8	167,6
Stock based compensation	-	-	-	-	-	-
EBITDA	645,3	883,4	993,5	1.089,8	1.164,9	1.242,9
EBTDA Margin	14,2%	18,9%	20,8%	22,3%	23,3%	24,3%

Estimaciones GPM

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

Sacyr: Análisis vertical	2020A	2021A	2022P	2023P	2024P	2025P
Revenue	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Cost of sales	(38,5%)	(34,8%)	(34,5%)	(33,5%)	(33,0%)	(32,5%)
Gross Profit	61,5%	65,2%	65,5%	66,5%	67,0%	67,5%
Personnel expense	(26,1%)	(24,8%)	(24,0%)	(23,8%)	(23,5%)	(23,3%)
Selling, general & Adm. expense	(25,1%)	(24,7%)	(24,0%)	(23,8%)	(23,5%)	(23,3%)
Operating profit (EBIT)	10,3%	15,6%	17,5%	19,0%	20,0%	21,0%
Interest income	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%	0,5%	0,5%
Interest expense	(7,4%)	(8,5%)	(6,3%)	(6,8%)	(7,0%)	(7,4%)
Other expense	1,8%	(6,8%)	(4,2%)	(4,1%)	(4,0%)	(3,9%)
Pretax profit	5,2%	0,7%	7,4%	8,5%	9,5%	10,2%
Taxes	(2,8%)	(2,9%)	(1,5%)	(1,8%)	(2,1%)	(2,3%)
Minority Int. in Earnings	(1,7%)	(1,9%)	(2,4%)	(2,7%)	(3,0%)	(3,2%)
Net income	0,8%	(4,0%)	3,6%	4,0%	4,4%	4,6%
Depreciation & Amort.	3,9%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%
Stock based compensation	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA	14,2%	18,9%	20,8%	22,3%	23,3%	24,3%

Estimaciones GPM

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

Sacyr: Análisis Tendencial	2020A	2021A	2022P	2023P	2024P	2025P
Revenue	9,1%	2,8%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%
Cost of sales	8,0%	(7,1%)	1,4%	(0,7%)	0,8%	0,8%
Gross Profit	9,7%	9,0%	2,8%	3,9%	3,1%	3,1%
Personnel expense	(0,2%)	(2,0%)	(1,1%)	1,2%	1,2%	1,2%
Selling, general & Adm. expense	24,4%	1,1%	(0,7%)	1,2%	1,2%	1,2%
Operating profit (EBIT)	5,9%	56,4%	14,5%	11,1%	7,7%	7,4%
Interest income	(46,9%)	(21,2%)	11,6%	10,2%	9,5%	9,2%
Interest expense	(9,3%)	18,2%	(23,7%)	10,4%	4,4%	8,9%
Other expense	(127,5%)	(489,7%)	(37,3%)	0,0%	0,0%	0,0%
Pretax profit	(228,4%)	(85,7%)	952,8%	17,8%	14,0%	9,5%
Taxes	40,4%	7,9%	(47,6%)	23,7%	19,5%	14,5%
Minority Int. in Earnings	206,9%	16,5%	28,9%	17,8%	14,0%	9,5%
Net income	(112,0%)	(631,5%)	(190,3%)	15,4%	11,6%	7,1%
Depreciation & Amort.	(4,4%)	(14,3%)	2,5%	2,3%	2,3%	2,3%
Stock based compensation	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA	2,9%	36,9%	12,5%	9,7%	6,9%	6,7%

Estimaciones GPM

Balance Estimado

<i>Fiscal year</i>	2020A	2021A	2022P	2023P	2024P	2025P
SACYR (€m)	<i>31. dic. 20</i>	<i>31. dic. 21</i>	<i>31. dic. 22</i>	<i>31. dic. 23</i>	<i>31. dic. 24</i>	<i>31. dic. 25</i>
Cash & equivalents ST	1.361	1.953	1.955	1.960	1.970	1.990
Accounts receivable	1.307	1.490	1.531	1.566	1.602	1.639
Inventory	231	177	182	197	215	225
Deferred tax assets	1.072	1.045	1.050	1.055	1.060	1.065
Other current assets	1.539	1.267	1.317	1.367	1.417	1.467
Property, plant & equipment	446	441	488	536	585	635
Acquired intangible assets	975	872	1.472	2.072	2.672	3.272
Other assets	7.462	7.733	7.733	7.733	7.733	7.733
Total assets	14.392	14.978	15.727	16.485	17.253	18.025
Accounts payable	967	1.070	1.089	1.115	1.140	1.165
Accrued expenses & def rev.	2.782	1.896	1.961	2.006	2.052	2.099
Commercial paper / revolver	790	1.419	1.051	975	893	802
Long term debt	5.900	6.522	7.330	7.930	8.530	9.130
Other non-current liabilities	2.992	3.111	3.111	3.111	3.111	3.111
Total liabilities	13.429	14.018	14.542	15.137	15.726	16.308
Minority Interest	405	550	602,0	602,0	602,0	602,0
Common stock	605	629	654	679	704	729
Additional paid in capital	46	46	46	46	46	46
Treasury stock	(54)	(48)	(48)	(48)	(48)	(48)
Retained earnings / accumulated	36	(189)	(70)	68	223	388
Other comprehensive income / (I	(75)	(29)	0,0	0	0	0
Total equity	963	959	1.185	1.348	1.527	1.717
<i>Balance check</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>

Estimaciones GPM

Balance: Importancia de las Partidas

BALANCE SHEET	2020A	2021A	2022P	2023P	2024P	2025P
Cash & equivalents ST & LT marke	9,5%	13,0%	12,4%	11,9%	11,4%	11,0%
Accounts receivable	9,1%	9,9%	9,7%	9,5%	9,3%	9,1%
Inventory	1,6%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
Deferred tax assets	7,4%	7,0%	6,7%	6,4%	6,1%	5,9%
Other current assets (inc. non-tra	10,7%	8,5%	8,4%	8,3%	8,2%	8,1%
Property, plant & equipment	3,1%	2,9%	3,1%	3,2%	3,4%	3,5%
Acquired intangible assets (inc. G	6,8%	5,8%	9,4%	12,6%	15,5%	18,2%
Other assets	51,9%	51,6%	49,2%	46,9%	44,8%	42,9%
Total assets	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Accounts payable	6,7%	7,1%	6,9%	6,8%	6,6%	6,5%
Accrued expenses & def rev. (cur	19,3%	12,7%	12,5%	12,2%	11,9%	11,6%
Commercial paper / revolver	5,5%	9,5%	6,7%	5,9%	5,2%	4,5%
Long term debt	41,0%	43,5%	46,6%	48,1%	49,4%	50,7%
Other non-current liabilities	20,8%	20,8%	19,8%	18,9%	18,0%	17,3%
Total liabilities	93,3%	93,6%	92,5%	91,8%	91,2%	90,5%
Minority Interest	2,8%	3,7%	3,8%	3,7%	3,5%	3,3%
Common stock	4,2%	4,2%	4,2%	4,1%	4,1%	4,0%
Additional paid in capital	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Treasury stock	-0,4%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%
Retained earnings / accumulated	0,2%	-1,3%	-0,4%	0,4%	1,3%	2,2%
Other comprehensive income / (I	-0,5%	-0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Total equity	6,7%	6,4%	7,5%	8,2%	8,8%	9,5%
Total Liabilities & Equity	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Estimaciones GPM

Ratios	2020A	2021A	2022P	2023P	2024P	2025P
Net debt	5.328,3	5.988,6	6.426,1	6.945,7	7.453,3	7.942,7
Total debt	6.689,2	7.941,1	8.381,1	8.905,7	9.423,3	9.932,7
Asset turnover	0,32x	0,32x	0,31x	0,30x	0,30x	0,29x
Net profit margin	0,8%	(4,0%)	3,6%	4,0%	4,4%	4,6%
avg.Return on Assets (ROA)	0,25%	(1,29%)	1,11%	1,22%	1,30%	1,34%
avg.Return on Equity (ROE)	3,3%	(19,7%)	15,9%	15,6%	15,3%	14,5%

Estados De Flujo de Efectivo Estimados

Fiscal year	2020A	2021A	2022P	2023P	2024P	2025P
SACYR (€m)	12/31/20	12/31/21	12/31/22	12/31/23	12/31/24	12/31/25
Net income	35,6	(189,2)	170,9	197,2	220,1	235,8
Depreciation and amortization	178,2	152,7	156,5	160,1	163,8	167,6
Stock based compensation	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Accounts receivable	6,9	(183,3)	(40,5)	(35,2)	(36,0)	(36,8)
Inventory	10,4	53,9	(4,5)	(15,2)	(18,0)	(9,9)
Accounts payable	12,9	103,4	19,0	25,5	25,1	25,2
Accrued expenses & def revenue	167,3	(885,5)	65,0	45,1	46,1	47,2
Other current assets (inc. non-tra	(183,0)	271,8	(50,0)	(50,0)	(50,0)	(50,0)
Deferred tax assets (DTAs)	(79,8)	26,6	(5,0)	(5,0)	(5,0)	(5,0)
Other assets	(432,8)	(270,7)	0,0	0,0	0,0	0,0
Other non current liabilities	519,2	1.128,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Non-cash (PIK) interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash from operating activities	234,9	208,6	311	323	346	374
Capital expenditures	(135,0)	(201,1)	(203,3)	(208,0)	(212,7)	(217,6)
Purchases of intangible assets	(974,6)	(872,0)	(600,0)	(600,0)	(600,0)	(600,0)
Cash from investing activities	(1.109,6)	(1.073,1)	(803,3)	(808,0)	(812,7)	(817,6)
Long term debt	739,3	622,7	808,0	600,0	600,0	600,0
Common dividends	(33,8)	(20,0)	(51,3)	(59,2)	(66,0)	(70,7)
New share issuances	22,6	24,5	25,0	25,0	25,0	25,0
Share repurchases	1,2	6,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Other comprehensive income / (l	11,0	(75,0)	80,7	0,0	0,0	0,0
Revolver	(180,7)	629,2	(368,0)	(75,5)	(82,4)	(90,6)
Cash from financing activities	559,6	1.187,6	494,4	490,4	476,6	463,7
Net change in cash during period	(315,1)	323,1	2,5	5,0	10,0	20,0

Estimaciones GPM

Ratios Financieros

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
Profitability						
Return on Assets (avg.)	0,25%	(1,29%)	1,11%	1,22%	1,30%	1,34%
Return on Capital (avg.)	5,93%	8,35%	8,53%	8,84%	8,93%	9,03%
Return on Equity (avg.)	3,31%	(19,69%)	15,94%	15,57%	15,31%	14,54%
Return NAV (avg.)						
Margin Analysis						
Gross Margin	61,47%	65,19%	65,50%	66,50%	67,00%	67,50%
Personnel / SG&A Margin	51,20%	49,56%	48,00%	47,50%	47,00%	46,50%
EBITDA Margin	14,19%	18,90%	20,77%	22,27%	23,27%	24,27%
EBIT Margin	10,27%	15,63%	17,50%	19,00%	20,00%	21,00%
Earnings from Cont. Ops Margin	0,78%	(4,05%)	3,57%	4,03%	4,40%	4,60%
Net Income Margin	0,78%	(4,05%)	3,57%	4,03%	4,40%	4,60%
Normalized Net Income Margin	0,78%	(4,05%)	3,57%	4,03%	4,40%	4,60%
Free Cash Flow Margin	2,20%	0,16%	0,14%	1,06%	1,88%	2,90%
Asset Turnover						
Total Asset Turnover	0,32x	0,32x	0,31x	0,30x	0,30x	0,29x
Fixed Asset Turnover	9,94x	10,54x	10,30x	9,56x	8,94x	8,40x
Accounts Receivable Turnover	3,47x	3,34x	3,17x	3,16x	3,16x	3,16x
Inventory Turnover	7,42x	7,98x	9,21x	8,67x	8,03x	7,57x
Payables turnover	1,81x	1,55x	1,53x	1,50x	1,48x	1,45x
Short Term Liquidity						
Current Ratio	0,64x	0,83x	0,89x	0,91x	0,93x	0,95x
Quick Ratio	0,59x	0,79x	0,85x	0,86x	0,87x	0,89x
Cash ratio	0,30x	0,44x	0,46x	0,48x	0,48x	0,49x
CFO / Curr Liab	5,18%	4,68%	7,34%	7,87%	8,46%	9,18%
Avg. Days Sales Out (DSO)	105 d	109 d	115 d	115 d	115 d	115 d
Avg. Days Inventory Out (DIO)	49 d	46 d	40 d	42 d	45 d	48 d
Avg. Days Payable Out (DPO)	200 d	228 d	239 d	245 d	249 d	253 d
Avg. Cash Conversion Cycle	(46 d)	(73 d)	(84 d)	(88 d)	(88 d)	(89 d)
Long Term Solvency						
Total Debt/Equity	6,95x	8,28x	7,07x	6,61x	6,17x	5,79x
Total Debt/Capital	5,54x	6,24x	5,42x	5,15x	4,88x	4,63x
LT Debt/Equity	6,13x	6,80x	6,19x	5,88x	5,59x	5,32x
LT Debt/Capital	73,21%	69,00%	72,07%	73,03%	73,81%	74,49%
Total Liabilities/Total Assets	93,31%	93,59%	92,47%	91,82%	91,15%	90,48%
Other						
EBIT / Interest Expense	1,39x	1,85x	2,77x	2,79x	2,88x	2,84x
EBITDA / Interest Expense	1,93x	2,23x	3,29x	3,27x	3,35x	3,28x
(EBITDA-CAPEX) / Interest Exp.	1,52x	1,72x	2,62x	2,65x	2,74x	2,71x
Total Debt/EBITDA	10,37x	8,99x	8,44x	8,17x	8,09x	7,99x
Net Debt/EBITDA	8,26x	6,78x	6,47x	6,37x	6,40x	6,39x

Elaboración GPM

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 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) 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.