

Nota de compañía

Sólida Cartera de Proyectos impulsada por América (EEUU+ Canadá) y Australia.

- La **cartera de proyectos** de ACS (€71,3bn / +3,3% ytd), se presenta como un indicador sólido de su actividad futura. Con una cartera en Construcción (€68,5bn) que representa 23 meses de producción, la compañía está en una buena posición para impulsar sus ingresos anuales en torno al 2% - 3% en el periodo 2023-2025.
- **Resultado 1T2023:** El BPA trimestral de ACS experimenta una destacada evolución positiva entre el 1T2022 y el 1T2023, tras un incremento interanual del 30,2%, pasando de €0,48 a €0,63. Por su parte, el EBITDA de ACS también presenta una evolución positiva en el 1T2023 tras un aumento del 15,60% interanual, alcanzando los €462m (5,7% s/ventas vs 5,8%), lo que refleja la capacidad de ACS para gestionar eficientemente sus operaciones. Consideramos que este crecimiento del EBITDA afirma la salud financiera y el resultado positivo de ACS en el 1T 2023.
- **Endeudamiento:** ACS ha incrementado su Deuda Neta durante el 1T2023 alcanzando € 1.948m, debido principalmente a inversiones estratégicas (€ 1.160m) y al capital circulante operativo estacional (€ 1.287m). Sin embargo, a pesar de este aumento, ACS mantiene un sólido control financiero, con un ratio DFN / EBITDA de 1,0x, que indica una sólida posición financiera y capacidad para nuevas inversiones.
- **Remuneración al accionista:** ACS está comprometida con generar valor a largo plazo y en recompensar a sus accionistas de manera sólida y constante. La remuneración al accionista de ACS destaca como una de las más atractivas dentro de la Bolsa española. Históricamente, la compañía ha presentado una rentabilidad por dividendo en torno al 7%. Además, ACS ha reducido el número de acciones en circulación en un 12% en los últimos tres años, lo que favorece el valor de la acción.
- **Conclusión:** ACS cotiza actualmente con un ratio EV/EBITDA de 6,1x, basado en los resultados de los últimos 12 meses hasta marzo pasado. Este ratio implica un descuento del 7,5% en comparación con sus competidores, que se sitúan en 6,6x. Considerando una valoración fundamental, asignamos a ACS un valor de 38,10 euros por acción, lo que representa un descuento del 17,5% y un potencial de revalorización del 21,2%. Teniendo en cuenta estas valoraciones, además de las excelentes perspectivas de negocio y la sólida posición financiera de la compañía, nuestra recomendación para este valor es la de COMPRAR.

Valuation Ratios

ACS (€m)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Share price (€)	€ 23,57	€ 26,77	€ 31,44	€ 31,44	€ 31,44	€ 31,44	€ 31,44
Shares outstanding (# m)	304,7	284,2	278,2	278,2	278,2	278,2	278,2
Mkt Cap (€ m)	7.182	7.608	8.745	8.745	8.745	8.745	8.745
Enterprise Value (€ m)	6.415	8.764	10.467	10.450	10.369	10.294	10.177
EV / Revenue	0,23x	0,26x	0,30x	0,29x	0,29x	0,28x	0,27x
EV / EBITDA	4,0x	5,0x	5,7x	5,3x	5,1x	4,9x	4,7x
EV / EBIT	5,9x	7,9x	8,4x	7,6x	7,4x	7,0x	6,6x
P/E	17,8x	10,7x	18,8x	16,5x	16,1x	15,2x	14,4x
P/BV	1,02x	1,19x	1,29x	1,27x	1,25x	1,23x	1,21x
Dividend yield	7,3%	7,5%	7,3%	8,1%	9,0%	9,9%	10,8%

Estimates (EUR)

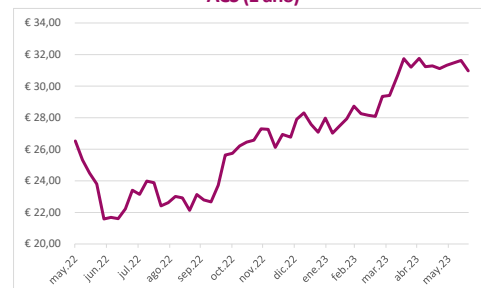
ACS (€m)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Revenue (m)	27.837	33.615	34.960	35.659	36.372	37.099	37.841
EBITDA (m)	1.598	1.747	1.834	1.978	2.017	2.095	2.174
EBIT (m)	1.084	1.106	1.240	1.372	1.399	1.465	1.532
Net Income (m)	403,0	668,2	476,4	540,2	554,0	587,7	621,7
EPS adj. (€)	1,323	2,500	1,676	1,901	1,950	2,068	2,188
DPS	1,720	2,000	2,280	2,560	2,840	3,120	3,400

Elaboración GPM

29 de junio de 2023

Recomendación
Comprar

Valoración
€ 38,10/acc.
ACS (1 año)



Source: Bolsa de Madrid

Ticker	ACS SM
Cotización	€ 31,440
Fecha	28/06/2023
Max 52 semanas	€ 32,23
MIN 52 semanas	€ 20,69
Accs. Circulación #	278,16
Capitalización €m	8.854
Variación 1 Semana (%)	2,4%
Variación 1M (%)	2,1%
IBEX 35	3,6%
Variación 3M (%)	10,8%
IBEX 35	4,9%
Variación 6M (%)	17,9%
IBEX 35	14,4%
Variación YTD (%)	18,9%
IBEX 35	15,6%
Variación 1 año (%)	35,4%
IBEX 35	16,2%
Volumen diario (media 30d)	150.469
Volumen diario (media 10d)	91.786
Free Float (estimated)	77,3%
Accs. Institucionales	30,3%
Rating Analistas (Bloomberg)	3,6
Precio Objetivo (mediana)	30,69
PO Máximo (Bloomberg)	40,00
PO Mínimo (Bloomberg)	24,00
S&P Global ESG Rank	98,0
Date	19/05/2023

Fuente Bloomberg

Analista: Javier Bernat
jbarnat@gpmpatrimonios.com
 Dpto. Análisis Fundamental GPM
 Teff: 34 913 191 684
 GPM <https://gpmv.com>
 Bróker <https://gpmbroker.com>

Contenido

▪ Resumen Ejecutivo	3
▪ Modelo de Negocio	4
▪ Perspectivas Sectoriales	5
▪ Foco de la actividad en América	7
▪ El EBITDA Retoma la Tendencia Creciente	9
▪ En el 1T 2023 el BPA crece un 30%	10
▪ Previsión de Resultados	11
▪ ACS Construcción (77% s/EBITDA)	11
▪ ACS Concesiones (16,5% s/EBITDA): Sólida Recuperación en 2023	12
▪ ACS Servicios (5,6% s/EBITDA): Impacto de Adquisiciones Recientes	13
▪ Perspectiva Positiva para el Retorno del Capital	14
▪ Recuperación de los Márgenes de Negocio	14
▪ Endeudamiento: Capacidad para Nuevos Proyectos	15
▪ Liquidez: en Línea con Niveles Históricos	17
▪ Estrategia ESG	17
▪ Actividad Corporativa	18
▪ Accionariado	18
▪ Remuneración al Accionista	19
▪ Valoramos las acciones de ACS en €38,10	20
▪ Valoración por descuento de Flujos de Caja (€40,37)	23

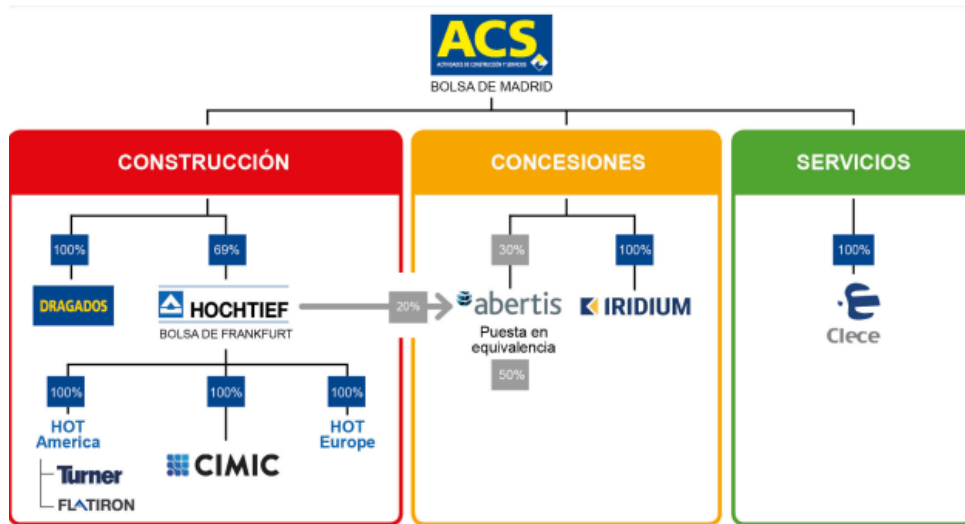
Resumen Ejecutivo

- **En el medio plazo**, ACS se enfrenta a riesgos como la inflación y el aumento de los tipos de interés, pero también tiene oportunidades para mejorar su actividad a través de las nuevas tecnologías, las fuentes de energía renovable, la modernización de infraestructuras, el cambio climático y la descarbonización, así como los planes de estímulo económico gubernamentales. Aunque los riesgos pueden afectar los costes de explotación, ACS está en una posición favorable para adaptarse y mitigar los impactos negativos. La empresa puede diversificar su cartera, impulsar la demanda en el mercado y beneficiarse de la inversión en infraestructuras.
- **La construcción de infraestructuras** (autopistas, ferrocarriles, energía y electricidad, agua y alcantarillado, aeropuertos y puertos), está siendo impulsada a nivel global por los gobiernos, con el objetivo de invertir en proyectos que generen un impulso económico. En América del Norte y en Europa se está invirtiendo en construcción de infraestructuras a niveles récord, en la primera región se proyecta un crecimiento anual compuesto del 6,9% en el período 2021-2026, mientras que Europa occidental se sitúa en el 2,6% y en Europa oriental en el 3,8%, según cálculos de Global Data.
- **Los ingresos de ACS de 2023** seguirán impulsados por EEUU (56%), Canadá (principalmente a través de la filial Turner) y Australia (CIMIC), con un modelo de negocio más simplificado y con menor exposición al sector de la energía. Esta tendencia esperamos que se vea favorecida por la creciente recuperación de los proyectos públicos en infraestructura, en lo que se incluyen las asociaciones público-privadas.
- **La cartera de proyectos (€71bn)** aporta una gran visibilidad a los ingresos (en ACS Construcción 23 meses de ejecución). Los nuevos contratos de construcción en Australia, EEUU y España, con foco en la transición energética y la digitalización, deberían repercutir en una mejora de la eficiencia e impulsar el crecimiento orgánico. La cartera de proyectos de ACS Construcción (77% s/EBITDA) representa 23 meses de producción y esperamos que impulse los ingresos anuales de ACS entre un 2% y el 3%, en el periodo 2023-2025.
- **Política de remuneración al accionista robusta**, que se traduce en una rentabilidad por dividendo del 7,0% (scrip dividend) y en los reajustes del número de acciones en circulación que se han reducido en un 12% desde el año 2016, con el consiguiente impacto positivo en la cotización de la acción.
- **Mejora en las concesiones:** Prevemos una mejora de las perspectivas en el tráfico de las autopistas de peaje y un aumento de las tarifas, lo que esperamos repercuta positivamente en el corto plazo entre un 2,% y un 7% en el EBITDA de ACS.
- **Mejora en las concesiones:** Prevemos una mejora de las perspectivas en el tráfico de las autopistas de peaje y un aumento de las tarifas, con un crecimiento promedio de dos dígitos en los ingresos de las concesiones, lo que esperamos que repercuta positivamente en el corto plazo entre un 2,% y un 7% en el EBITDA de ACS.
- **Endeudamiento:** Al cierre del 1T 2023, la posición de Deuda Neta se sitúa en €1.948m (1x DFN/EBITDA), en comparación con una caja neta de €224m en el cuarto trimestre de 2022. Este cambio se debe principalmente al desembolso de €1.160m realizado en enero para la adquisición de la Texas State Highway-288, junto con otras operaciones de menor envergadura. También se considera el pago de la retribución al accionista y la influencia estacional del circulante operativo.

Modelo de Negocio

ACS (Actividades de Construcción y Servicios) es una empresa global que se dedica a la construcción, servicios industriales, medio ambiente y energía. Su modelo de negocio se basa en varios pilares:

Modelo de Negocio de ACS



Fuente ACS

- **Construcción:** ACS es una de las principales compañías de construcción a nivel mundial. Participa en proyectos de infraestructuras, edificación, obra civil, concesiones y servicios relacionados. Su enfoque abarca grandes proyectos de infraestructura, como carreteras, puentes y túneles, construcción de edificios residenciales y comerciales.
- **Servicios Industriales:** ACS ofrece una amplia gama de servicios industriales, incluyendo ingeniería, montaje y mantenimiento de instalaciones en sectores como energía, petróleo y gas, minería, química y manufactura. Estos servicios incluyen la ingeniería y diseño hasta la instalación, puesta en marcha y mantenimiento de las instalaciones industriales.
- **Medio Ambiente:** ACS tiene presencia en el sector medioambiental a través de su filial. Esta división ofrece servicios relacionados con el agua, como la depuración y tratamiento de aguas residuales.
- **Energía:** ACS tiene una división dedicada al sector energético, tanto en el ámbito de las energías renovables como en el de las infraestructuras energéticas. La compañía participa en proyectos de energía solar, eólica, termosolar, hidroeléctrica y biomasa. También está presente en la construcción y gestión de infraestructuras energéticas, como centrales eléctricas y redes de distribución.
- **Concesiones:** Además de estos pilares principales, ACS también tiene inversiones en otros sectores, como las concesiones de infraestructuras y servicios públicos, a través de su filial Abertis, y en el campo de las telecomunicaciones.

En resumen, el modelo de negocio de ACS se basa en la diversificación en diferentes sectores relacionados con la construcción, servicios industriales, medio ambiente y energía, ofreciendo una amplia gama de servicios y soluciones a nivel global.

Perspectivas Sectoriales

El sector global de la construcción probablemente sea uno de los principales beneficiarios de los estímulos fiscales a pesar de los riesgos geopolíticos y los temores de recesión, con la inversión en infraestructuras, que podría expandirse entre un 5,7% y un 6,7% en 2023 según nuestros cálculos, impulsando el crecimiento económico y el desarrollo social. El sector está listo para cosechar las recompensas a largo plazo de una nueva mentalidad que considera que el gasto en infraestructuras (en transporte masivo limpio, ciudades inteligentes e iniciativas contra el cambio climático) puede mitigar una desaceleración. Nuestro análisis sugiere que los récords en pedidos pendientes (proyectos de energía, energía y transporte) y una menor deuda sitúan a la industria en una mejor posición que después de las crisis financieras de 2008 y 2011.

La demanda puede aumentar en 2023 en Estados Unidos, Europa, Australia y otras economías desarrolladas, respaldada por una fuerte financiación pública. China aún no ha impulsado su estímulo en infraestructuras.

Expectativas en América del Norte: América del Norte espera un crecimiento promedio del 7% hasta 2026. América del Norte y Europa están invirtiendo en construcción de infraestructuras a niveles récord, con la primera proyectando un crecimiento anual compuesto del 6,9% en el período 2021-2026, mientras que en Europa occidental se sitúa en el 2,6% y en Europa oriental en el 3,8%, según nuestros cálculos basados en información de proyectos de Global Data. La construcción de infraestructuras, que incluye carreteras, ferrocarriles, energía y electricidad, agua y alcantarillado, y aeropuertos y puertos, ha sido impulsada por los esfuerzos gubernamentales a nivel mundial para invertir en proyectos que generen un impulso económico positivo.

La producción global de infraestructuras se aceleró en 2021, después de que la pandemia de Covid-19 interrumpiera el progreso en 2020. Sin embargo, el impulso se ha visto afectado posteriormente por el aumento de los costos de los materiales y el incremento de los costos de endeudamiento.

Las expectativas para la producción de construcción en Europa para 2023-2025 se han rebajado a pesar de un desempeño mejor de lo anticipado en 2022 (aumento del 3%) debido un aumento de los precios de la energía y un mercado laboral sólido. Euroconstruct sugirió en noviembre que el volumen se estancaría en 2023-2024, pero ahora prevé una caída del 1% este año y una disminución del 0,7% en 2024. El crecimiento económico global más lento y los cambios en la política monetaria son los principales impulsores de este cambio a la baja, aunque creemos que se pueden encontrar áreas de crecimiento en ciertos países, especialmente en Irlanda.

Infraestructuras: Al analizar los planes de construcción de infraestructuras hasta 2030 país por país en toda Europa, destaca el apoyo fiscal que se suma a lo que se había planificado y aprobado durante el Mecanismo de Recuperación y Resiliencia de la UE.

Los países se están centrandos en reducir la congestión del tráfico, corregir las diferencias regionales, fortalecer el transporte público y promover la transición hacia viajes más ecológicos. Es por eso por lo que las inversiones en ferrocarriles están recibiendo una parte significativa de los fondos.

Por su parte, los riesgos que surgieron durante la pandemia, como las tensiones en la cadena de suministros y la limitación de recursos materiales se han superado en los mercados en los que ACS opera. Igualmente, las cadenas de suministro se han estabilizado, lo que ha reducido las tensiones y las interrupciones en la producción. En cuanto a la inestabilidad geopolítica, aunque persisten desafíos en algunos países y regiones, en general se ha observado una mayor calma y estabilidad en los mercados donde opera ACS.

Planes de Infraestructura en Europa
(prepublicación informe Euroconstruct 2022)

Countries	Investments	Timeline
Austria	€ 18.8 billion allocated towards infrastructure sector € 18.2 billion to expand and upgrade rail infrastructure	2022-27
Belgium	€ 220 billion in total infrastructure projects pipeline	-
Denmark	€ 25.1 billion invested in transport facilities	2021-35
France	€ 207 billion in total infrastructure projects pipeline	-
Germany	€ 270 billion to improve roads, railways and waterways	2022-36
Ireland	€ 35 billion to invest in transportation infrastructure o/w € 12 billion in public transportation and € 6 billion on road infrastructure	2021-36
Italy	€ 31.4 billion allocated to infrastructure for Sustainable mobility	2021-26
Netherlands	€ 25 billion to invest on roads, rail, airports and waterways	2021-28
Portugal	€ 21.7 billion to spend on transport projects	2021-30
Spain	€ 24 billion to invest in rail infrastructure	2022-27
Sweden	€ 78 billion to invest in railway and road development	2022-33

Fuente Bloomberg

La producción de España podría aumentar un 3,2% este año antes de disminuir al 1,5% en 2025. No se espera que los países nórdicos tengan una evolución tan favorable, ya que la producción en Finlandia y Suecia podría caer entre un 6% y un 8% en 2023.

Presupuesto en Infraestructuras

Country	Total Construction Output						
	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Austria	4.0	-3.7	3.1	-0.8	-1.2	-1.8	0.7
Belgium	1.1	-5.1	8.3	1.5	-0.3	3.0	1.6
France	2.2	-11.6	6.7	2.8	0.3	0.7	1.2
Germany	1.4	1.3	-1.2	-1.5	-2.2	-1.6	-0.8
Netherlands	5.4	-1.3	2.1	3.3	-1.9	-2.1	1.2
Switzerland	-0.2	-0.3	1.0	-3.7	-0.9	0.9	1.7
Italy	3.5	-4.5	18.4	12.4	-0.5	-6.0	1.5
Portugal	8.6	3.4	3.0	0.5	1.2	1.5	1.5
Spain	4.6	-9.3	6.7	3.6	3.2	2.5	1.5
Denmark	3.4	10.8	6.4	5.5	-1.1	0.1	1.8
Finland	-2.5	-0.6	1.8	0.8	-5.9	0.9	0.3
Norway	0.9	-1.7	2.6	-1.9	-0.3	0.2	4.1
Sweden	0.2	2.4	8.4	1.4	-8.2	-2.9	4.7
Ireland	5.8	-4.4	-4.2	10.3	2.1	5.9	4.9
United Kingdom	3.0	-13.2	11.9	5.6	-1.5	1.1	2.7
Western Europe (EC-15)	2.5	-4.4	5.7	3.0	-1.0	-0.8	1.2
Czech Republic	3.5	-3.3	2.1	2.9	-3.5	1.1	3.1
Hungary	16.8	-6.6	6.7	2.5	-7.6	-3.1	3.3
Poland	5.0	-2.1	3.7	5.1	0.9	2.5	4.0
Slovak Republic	-4.6	-12.7	-4.7	0.1	1.1	3.1	2.1
Eastern Europe (EC-4)	5.9	-3.8	3.4	3.8	-1.7	1.3	3.5
Euroconstruct Countries (EC-19)	2.7	-4.4	5.6	3.0	-1.1	-0.7	1.4

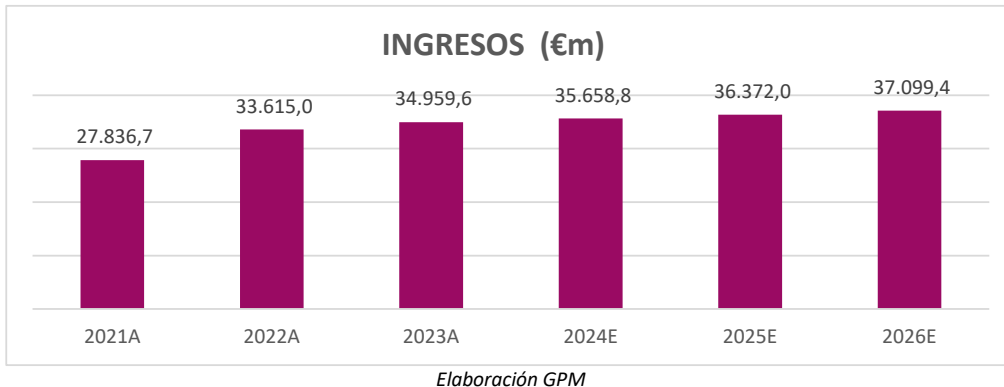
Fuente Bloomberg

Foco de la actividad en América

El foco estratégico de ACS hacia EEUU (56% s/Ingresos), Australia (19%), Canadá (5,6%) y de donde obtiene más del 80%, se traduce en un sólido potencial de crecimiento de la compañía, que se sostiene en una cartera de proyectos también focalizada en estas regiones geográficas (78%), destacando las buenas perspectivas en proyectos de infraestructura en EEUU.

En 2023 esperamos un aumento de los ingresos consolidados de ACS y que prevemos se incrementen cerca del 4,0%, mientras que en años siguientes apostamos por avances del 2,0%.

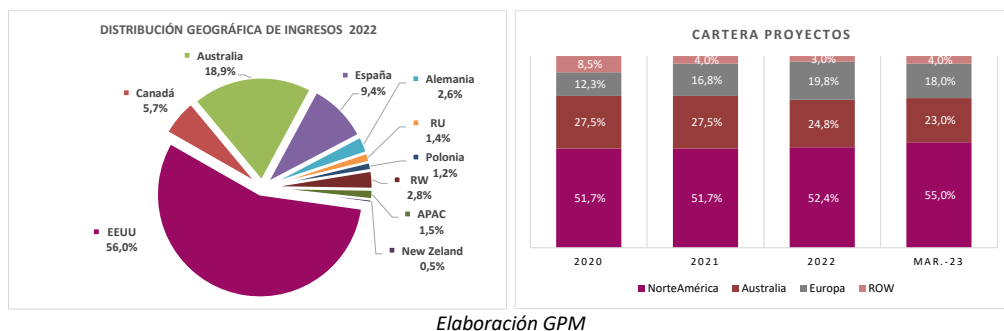
La filial **Turner (EEUU)**, desempeñará un papel relevante en el impulso de los ingresos de ACS en el mercado norteamericano. Por otro lado, CIMIC, con sede en Australia, contribuirá de manera significativa a los ingresos de la compañía en esta región.



Australia: La filial de ACS (CIMIC) ha fortalecido su presencia en Australia. Al final de 2022 se adjudicó dos contratos por valor de €146m, a para mejorar una carretera y un puerto minero. A ello se ha sumado, un proyecto para la construcción de una línea de alta tensión, la reforma de una mina y la gestión de los autobuses en el sur y el suroeste de Sidney por un periodo de 7 años, por un total de unos €317m.

Las **perspectivas del tráfico** en las autopistas de peaje (concesiones) deberían mejorar, con un crecimiento promedio de dos dígitos, que potencialmente elevará el EBITDA a corto plazo entre el 2% y 7%.

Una **cartera de proyectos** sólida, como se observa en las cifras históricas de ACS, apunta una fuerte visibilidad de los ingresos de la compañía.



ACS registró un notable aumento en el valor total de cartera de proyectos (€71.270m) en marzo pasado, con un crecimiento interanual de aproximadamente 3,3%. Este avance indica la capacidad de la empresa para asegurar y mantener una sólida cartera de proyectos en sus segmentos de construcción y servicios, como señala el volumen de adjudicaciones registradas en los tres primeros meses de 2023, que ascendió a €12.365m, un 53,3% más que en 2022.

En los tres primeros meses de 2023, los nuevos contratos que se ha adjudicado ACS han sido principalmente en EEUU y reflejan el creciente peso de los proyectos de infraestructuras de nueva generación, como son fábricas de baterías, instalaciones de defensa y proyectos biosanitarios.

Cartera de Proyectos por Regiones

Cartera €m	dic-22	mar-23	a/a €m	a/a
Europa	12.695	12.865	170	1,3%
Norteamérica	36.187	38.849	2.662	7,4%
Oceanía	17.131	16.509	(622)	(3,6)%
Resto del mundo	2.984	3.047	63	2,1%
TOTAL	68.996	71.270	2.274	3,3%

Elaboración GPM

Destacamos el nivel de existencias, que en 2022 recupera el nivel prepandemia, en base al aumento de las nuevas adjudicaciones y la reactivación en la actividad de construcción. Estos factores han impulsado un incremento en los niveles de las existencias en la categoría de materias primas, trabajos en curso y productos terminados.

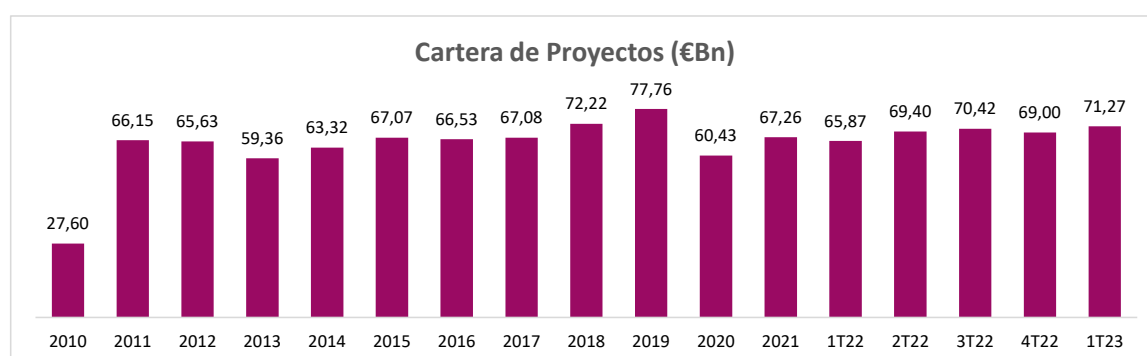
ACS Evolución de las Existencias

ACS (€m)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Tendencia
Total Inventory	1.020	867	911	715	742	829	
Inventory Raw Materials	255	314	374	242	294	354	
Inventory In Progress	358	185	164	180	218	213	
Inventory Finished Goods	266	256	257	203	186	188	
Other Inventory	141	111	115	91	44	75	

Elaboración GPM

Entre los proyectos adjudicados en el 1T 2023 en EEUU destacan:

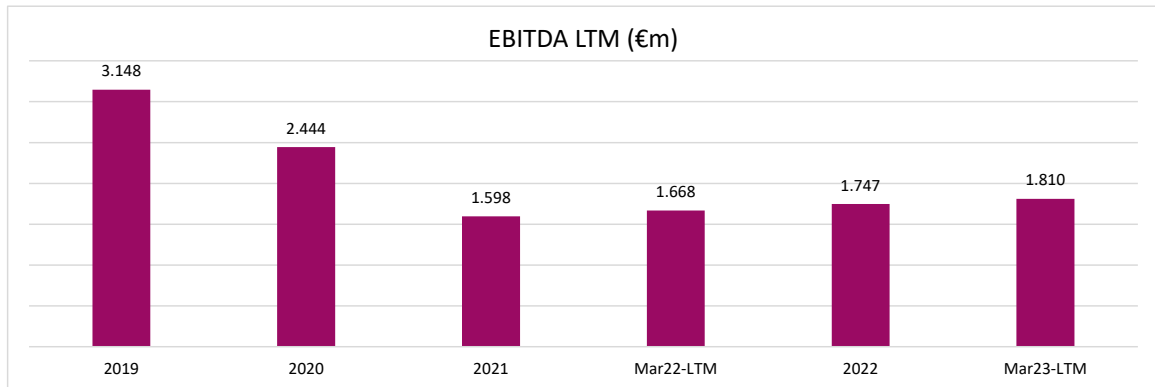
- Construcción planta de fabricación de baterías para VE para Panasonic Energy en Kansas.
- Construcción un nuevo dique seco para submarinos nucleares (Pearl Harbor- Hawaii).
- Rehabilitación de los viaductos en el Campus Hammels Wye y Rockaway Line (NY)
- Suministro de agua potable a las comunidades de Oakland, y alrededores, California.
- Construcción de edificio nuevo para la Facultad de Farmacia (Universidad de Michigan).
- Construcción de una torre de oficinas “Core & Shell” de 18 plantas en Filadelfia
- Diseño y construcción del proyecto Battery Park City en Nueva York.
- Modernización de la terminal internacional E del aeropuerto de Boston.



Elaboración GPM / a partir de 2020 se excluye la cartera de servicios industriales

El EBITDA Retoma la Tendencia Creciente

En marzo pasado, el EBITDA de los últimos doce meses de ACS se situó en €1.810m, que es el mayor nivel desde el año 2020, superando los de los años 2021 y 2022. Este resultado indica una recuperación y un fortalecimiento de la cuenta de P&G de la compañía.

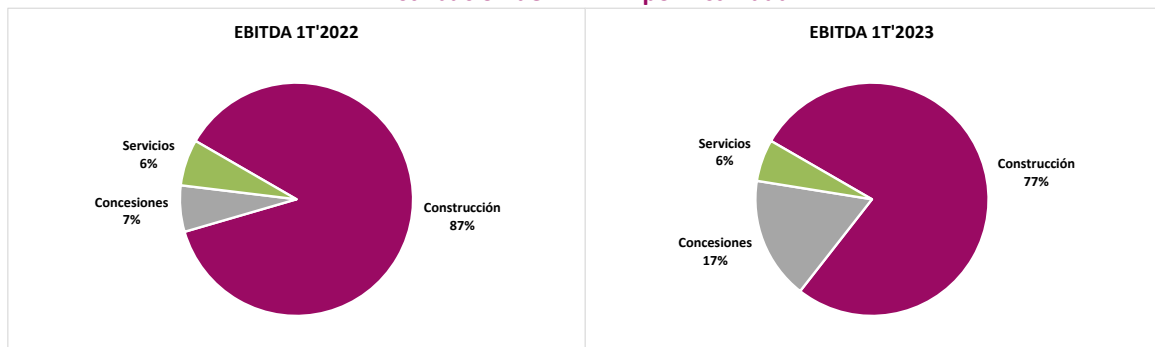


Elaboración GPM

Evolución reciente

- La evolución del EBITDA de ACS ha experimentado variaciones en los últimos años. En 2019 el EBITDA alcanzó €3.148m, el mayor nivel de EBITDA de ACS. En 2020, se produjo una disminución significativa al reducirse a €2.444m (€1.389m reexpresado sin incluir Servicios Industriales) y en 2021 continuó disminuyendo, llegando a €1.598m. Esta tendencia a la baja se relaciona con la persistencia de los efectos adversos de la pandemia y las restricciones impuestas en distintas regiones.
- Sin embargo, en 2022, se observa un repunte significativo en el EBITDA de la compañía, que se recupera hasta €1.747m, sostenido por la mayor actividad económica y la implementación de estrategias de mitigación frente a la pandemia.
- **1T 2023:** Durante el 1T 2023, se observa una sólida recuperación en la actividad de ACS Concesiones, impulsada por la normalización del tráfico y la mejora de las tarifas. Esto ha resultado en un notable aumento en la contribución al EBITDA de esta división, alcanzando un peso del 17%, en comparación con el 7% registrado hace un año y que apunta a un crecimiento sostenible de esta actividad el resto del año.

Distribución del EBITDA por Actividad



Elaboración GPM

En el 1T 2023 el BPA crece un 30%

- En marzo pasado, la cartera de proyectos de ACS crece un 3,3% en el 1T 2023 (+5,4% ajustando el efecto divisa) y sigue siendo sólida y diversificada, lo que refuerza la visibilidad de los resultados de 2023 y 2024. Se mantiene la importancia de la inversión global en infraestructuras y proyectos de concesiones de nuevos negocios, con un plazo de ejecución de 23 meses en ACS Construcción.
- Los resultados del 1T 2023, evolucionan positivamente desde la parte alta de la cuenta de P&G, con unas ventas que crecen un 17,1% interanual y un beneficio neto de €163m, que lo hace en un 20% (+205% en Concesiones), mientras que el BPA avanza un 30,2%, tras un margen de explotación (EBIT) que se incrementa en un 15,9%.
- Por áreas geográficas, se observa un aumento generalizado de los ingresos impulsado principalmente por las ventas de Norteamérica, que se incrementan un 21% interanual. Por su parte, las ventas de Oceanía crecen un 20,5%. Estas dos unidades de negocio contribuyen al 81,5% de los ingresos del grupo consolidado.

Resultado Trimestral

ACS (€)	mar-22	Peso	mar-23	Peso	A/A
Europa	1.202	17,4%	1.253	15,4%	4,2%
Norteamérica	4.122	59,5%	4.989	61,5%	21,0%
Oceania	1.349	19,5%	1.625	20,0%	20,5%
Resto	253	3,7%	243	3,0%	(4,0)%
Total	6.926	100,0%	8.111	100,0%	17,1%

Elaboración GPM

- En **Abertis**, los resultados son positivos, con un avance del +16% en ingresos, destacando un aumento del tráfico del +4,7% interanual. El tráfico en las autopistas concesionadas por Abertis apunta a otro año sólido, favorecido por incrementos en tarifas, que se trasladarán en una mejora en la contribución de dividendos a la matriz.
- La filial estadounidense **Turner** está liderando proyectos con nuevas adjudicaciones de centros de datos y en instalaciones de fábricas de baterías, y tiene un gran potencial, pero que aún no se refleja en la actividad ni en los márgenes de negocio.
- Al cierre del 1T 2023, la posición de Deuda Neta de ACS se sitúa en €1.948m, que resulta en un ratio DFN/EBITDA de 1,0x. Esto se debe principalmente al desembolso realizado en enero para la adquisición de Texas State Highway-288, así como a otras operaciones de menor envergadura que en total suman €1.160m. Además, se realizaron pagos relacionados con la retribución al accionista y se experimentó la habitual estacionalidad del circulante operativo.

Resultado Trimestral

ACS (€m)	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	1T 2023	Tendencia
Ingresos	6.926,0	8.489,0	9.111,0	9.089,0	8.111,0	
a/a	8,4%	22,3%	29,5%	21,6%	17,1%	
Margen Explotación	283,0	264,0	292,0	267,0	328,0	
a/a	38,0%	(4,7)%	(0,3)%	(13,6)%	15,9%	
margen (%)	4,1%	3,1%	3,2%	2,9%	4,0%	
EBITDA	399,0	417,0	447,0	484,0	462,0	
a/a	21,3%	2,2%	4,4%	11,8%	15,8%	
margen (%)	5,8%	4,9%	4,9%	5,3%	5,7%	
Bº Neto Atribuido	136,0	194,0	150,0	188,0	163,0	
a/a	(30,3)%	24,4%	(22,7)%	7,4%	19,9%	
margen (%)	2,0%	2,3%	1,6%	2,1%	2,0%	

Elaboración GPM

Previsión de Resultados

- Nuestras previsiones apuntan a un crecimiento gradual de los ingresos, un control de los costes y una mejora en la rentabilidad. Proyectamos que los ingresos aumentarán gradualmente alcanzando una cifra de €34.959m para el año 2023, lo que representa un avance del 4,0% en comparación con el año precedente.
- En cuanto a los gastos de explotación, también prevemos un aumento en línea con los ingresos. Estimamos que los gastos de explotación alcanzarán €33.519m en el año 2023, un avance del 5,2% en comparación con 2022.
- Por lo que se refiere al EBITDA, anticipamos aumentos en cada trimestre, con un margen de EBITDA del 5,2% para 2023. Este incremento del EBITDA refleja una ligera mejora en la eficiencia operativa de la empresa frente al 5,1% de 2022.

Previsión Resultado Trimestral

ACS (€m)	2022	1T 2023E	2T 2023E	3T 2023E	4T 2023E	2023E	2024E
Ingresos	33.615	8.111	8.596	9.102	9.150	34.959	35.659
a/a	20,8%	17,1%	1,3%	(0,1)%	0,7%	4,0%	2,0%
Gastos Explotación	31.868	7.649	8.611	8.604	8.655	33.519	34.063
a/a	21,5%	17,2%	6,7%	(0,7)%	0,6%	5,2%	1,6%
EBITDA	1.727	462	425	457	490	1.834	1.978
EBITDA Margin (%)	5,1%	5,7%	4,9%	5,0%	5,4%	5,2%	5,5%
a/a	8,1%	15,8%	1,9%	2,2%	1,2%	6,2%	7,9%
Margen de Explotación	1.106	328	298	298	316	1.240	1.372
Margen de Explotación (%)	3,3%	4,0%	3,5%	3,3%	3,5%	3,5%	3,8%
a/a	2,0%	15,9%	12,9%	2,1%	18,4%	12,1%	10,6%

Elaboración GPM

ACS Construcción (77% s/EBITDA)

Los ingresos de la división de construcción aumentaron un 17,4% interanual, alcanzando €7.523m en el 1T'2023, en comparación con €6.406m en el mismo período del año anterior.

Resultados de ACS Construcción

Construcción (€m)	3M22	3M23	a/a €m	a/a
Ventas	6.406	7.523	1.117	17,4%
EBITDA	326	346	20	6,1%
Margen	5,1%	4,6%		
EBIT	228	237	9	3,9%
Margen	3,6%	3,2%		
Bº Neto	81	103	22	26,3%
Margen	1,3%	1,4%		
Cartera	63.101	68.483	5.382	8,5%
Meses	25	23		

Elaboración GPM

Por su parte el beneficio neto del 1T 2023 de ACS Construcción, mejoró de forma significativa tras un crecimiento del 26,3% interanual, desde €81m en el 1T'2022 a €103m en el 1T'2023, mientras que la cartera de proyectos creció un 8,5%, llegando a €68.483m y que es equivalente a 23 meses de producción, plazo similar al del mismo periodo comparable en 2022 de 25 meses.

A pesar del crecimiento del 17,4% en las ventas, hubo una disminución en el margen bruto, pasando del 3,6% al 3,2% tras un aumento interanual del EBIT del 3,9%. Por su parte el EBITDA en la división de construcción crece un 6,1% interanual y el margen EBITDA se modera al 4,6% frente al 5,1% de hace un año, lo que se justifica por el rápido incremento de las ventas y las nuevas inversiones que todavía no han entrado en producción.

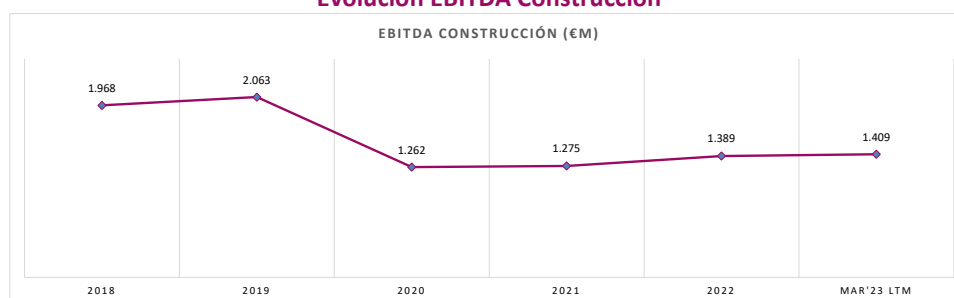
Los resultados de ACS Construcción recogen el impacto negativo de Dragados, que reduce su EBITDA un 11,3%, debido en parte al incremento de los costes financieros por la subida de tipos de interés y el impacto negativo de los tipos de cambio.

Evolución EBITDA Construcción

EBITDA €m	3M22	3M23	a/a
HOCHTIEF (*)	264	277	4,9%
HOT America	109	117	7,3%
HOT Asia Pacífico	152	167	9,9%
HOT Europa	22	18	(18,2)%
HOT HQ, PPA y Minoritarios	(19)	(25)	31,6%
DRAGADOS	62	69	11,3%
TOTAL	326	346	6,1%

Elaboración GPM; (*) ex Abertis

Evolución EBITDA Construcción



Elaboración GPM

Turner: Además de la mencionada evolución positiva del EBITDA de ACS Construcción, consideramos relevante destacar el potencial de su filial estadounidense, Turner, que actualmente se encuentra involucrada en proyectos de construcción en áreas estratégicas como centros de datos y fábricas de baterías.

Estos sectores representan un campo prometedor, debido al creciente papel de la tecnología y la progresiva demanda de energía sostenible. A medida que la digitalización avanza y la transición hacia fuentes de energía más limpias se acelera, la construcción de centros de datos y la producción de baterías se convierten en aspectos clave de la infraestructura moderna. Turner, con su experiencia y conocimientos en el sector de la construcción, está posicionada para capitalizar estas oportunidades.

ACS Concesiones (16,5% s/EBITDA): Sólida Recuperación en 2023

El tráfico del 1T 2023 de carreteras en las concesiones operadas por Abertis sugiere otro buen año, que se verá impulsado por aumentos en las tarifas y del tráfico, lo que permitirá un crecimiento de los dividendos retribuidos a la matriz.

Evolución del Tráfico

País		Francia	España	Italia	Chile	Brasil	México	EE.UU.	Puerto Rico	Argentina	Otro (1)	ABE. Infra(2)	TOTAL
Tráfico	Var. (%)	3,4%	3,0%	7,2%	(1,7)%	4,8%	5,1%	8,9%	6,8%	11,4%	7,5%	n.a.	4,7%
Ingresos	3M23	445	120	106	146	178	168	30	50	33	30	-	1.306
	Var. (%)	7,4%	11,9%	6,9%	4,7%	46,6%	36,3%	31,7%	24,1%	6,5%	12,3%	n.a.	16,0%
EBITDA	3M23	321	85	55	121	121	141	17	38	6	11	(2)	914
	Var. (%)	6,8%	16,7%	8,9%	5,6%	80,1%	37,3%	52,5%	27,3%	2,9%	38,4%	n.a.	19,9%
CAPEX	3M23	15	1	12	2	118	14	-	2	2	1	-	167
Deuda	3M23	4.811	263	63	893	1.765	2.280	927	568	(6)	(48)	10.397	21.913

Elaboración GPM

La tendencia de crecimiento del tráfico se ha consolidado en la práctica totalidad de los países donde Abertis opera, superando los niveles previos a la pandemia. Se ha registrado un incremento

anual del 4,7% en la intensidad media diaria del tráfico. Esta sólida recuperación señala una creciente actividad y una mayor demanda de transporte en estos países.

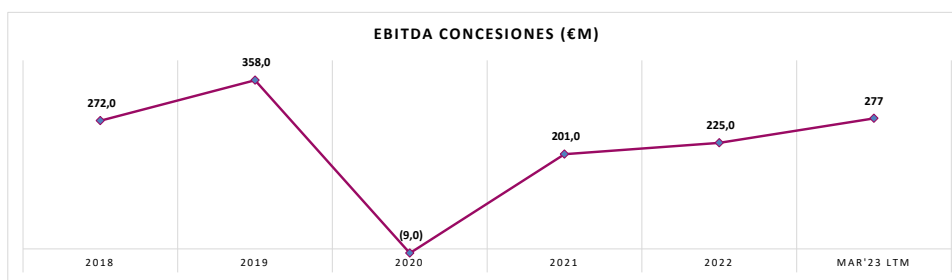
En el 1T'2023, ACS Concesiones experimentó un destacado crecimiento en su EBITDA en comparación con el mismo período del año anterior. Su filial **Iridium** registró un aumento del 143%, pasando de €12 millones en 3M22 a €30 millones en 3M23. Abertis mostró un impresionante incremento del 289%, alcanzando los €46 millones en comparación con los €12 millones del año anterior. En general, el EBITDA total de ACS Concesiones se elevó un 215%, llegando a €76 millones en el 1T'2023 de 2023, en comparación con los €24m del 1T2022.

Contribución al Grupo de ACS Concesiones

Concesiones (€m)	Iridium			Abertis			Agregado		
	3M22	3M23	a/a	3M22	3M23	a/a	3M22	3M23	a/a
Ventas	22	46	111%	n.d.	n.d.	n.d.	22	46	111%
EBITDA	12	30	143%	12	46	289%	24	76	215%
EBIT	7	26	248%	12	46	289%	19	72	274%
Bº Neto	6	7	14%	9	41	333%	15	48	205%

Elaboración GPM

En los resultados del 1T2023, también destacan los de la explotación de la **autopista SH 288** que alcanza un EBITDA de USD19m. Desde enero de 2023 se han aplicado aumentos de tarifas del 16% con poco impacto en el tráfico y en el trimestre, el número de transacciones en la autopista ha alcanzado los 7,63m, lo que supone un 8,1% más que lo previsto.



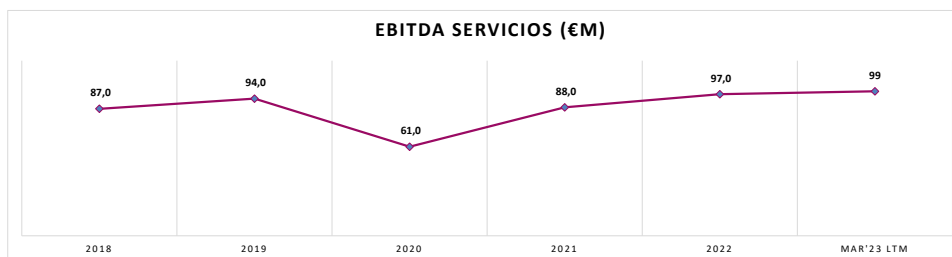
Elaboración GPM

ACS Servicios (5,6% s/EBITDA): Impacto de Adquisiciones Recientes

ACS Servicios logra un aumento en el EBITDA (€26m) del 7,5% interanual y el margen de explotación mejoró del 2,7% al 3,0%. Por su parte, el Beneficio Neto (€8m) se mantiene en línea con el año anterior, debido a gastos financieros relacionados con adquisiciones aunque la compañía sigue generando resultados positivos. La cartera de Servicios se mantiene estable, destacando la adjudicación de proyectos relevantes en el sector sanitario. La cartera de ACS Servicios se sitúa en €2.787m, lo que equivale a aproximadamente 18 meses de producción. Este valor se mantiene prácticamente estable en comparación con el mismo periodo.

ACS Servicios (€m)	3M22	3M23	a/a €m	Var.
Ventas	437	474	37,0	8,3%
EBITDA	24	26	2,0	7,5%
EBIT	12	14	2,0	13,5%
Bº Neto	8	8	-	0,2%

Elaboración GPM





Elaboración GPM

Perspectiva Positiva para el Retorno del Capital

Consideramos que el retorno del capital de ACS está por debajo de su potencial histórico, debido a que si se excluyen los años de la pandemia la ratio ROE promedio estaría más cercana a niveles del 20% frente al 12,5% a los resultados de 12m finalizados en marzo de 2023.

En los últimos años, ACS, ha experimentado cambios notables en sus indicadores de retorno del capital. Según puede observarse en la siguiente tabla, los años 2020 y 2021, recogen el impacto de la pandemia y el parón que supuso en la actividad industrial, con un ROE que cae a un nivel mínimo del 11,3% en el año 2022.

Ratios de Rentabilidad										
ACS	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	1T 2023	Trend
ROE	22,5%	21,5%	21,9%	22,6%	21,9%	14,5%	12,9%	11,3%	12,5%	
ROA	1,94%	2,19%	2,46%	2,71%	2,59%	1,51%	2,12%	1,82%	1,81%	

Elaboración GPM / 2021 ajustado de extraordinarios €2.325m.

En 2018, ACS logró un ROE del 22,61% y hasta 2019 se mantuvo relativamente estable en el 21,94%. Por su parte, en el año 2020 ACS experimenta un retroceso de este indicador que se reduce al 14,45%, afectado por la evolución de Abertis que se vio impactada por las medidas de confinamiento relativas al COVID-19.

Sin embargo, en 2021, ACS experimenta una notable recuperación, con un ROE disparándose hasta el 61.76%, pero que ajustar tras los resultados extraordinarios positivos de €2.325m, se obtiene un ROE del 12,9%.

Finalmente, en 2022 ACS logra un ROE del 11,3% que mejora de forma moderada al 12,5% en marzo de 2023, tomando como referencia un resultado acumulado en los 12 últimos meses que situamos en €695m, un 5,1% más que el comparable del mismo periodo de 2022 de €661m (ajustado).

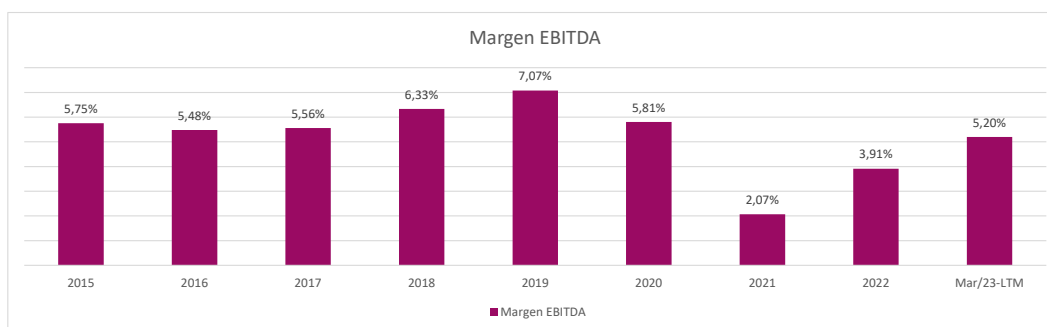
Retorno sobre los Activos (ROA): La evolución histórica ha sido similar que la que se aprecia en el ratio ROE y frente a un promedio del 2,38% entre 2015 y 2019, este indicador se reduce al 1,82% en el año 2022 y al 1,81% en 12m acumulados que finalizaron en el pasado mes de marzo.

Recuperación de los Márgenes de Negocio

La evolución de los ratios de retorno de capital vienen determinados por la evolución de los márgenes de negocio, que se han visto deprimidos por el efecto de la pandemia pero que en 2023 mantienen una tendencia recuperación.

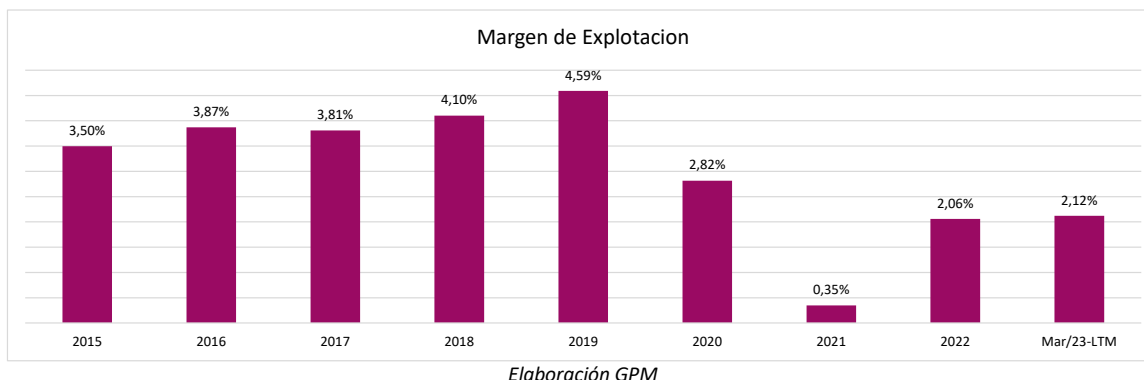
Margen EBITDA: Desde 2015 y hasta 2019, el margen EBITDA muestra un crecimiento constante, pasando del 5,8% al 7,1%, lo que indica una tendencia de mejora de en la capacidad de la empresa para generar EBITDA.

Sin embargo, en 2020 y 2021, el margen disminuyó significativamente llegando al 2,07%, en 2021 y recogiendo el impacto de la pandemia. Posteriormente, este margen se recupera hasta niveles del 3,9% en 2022 y en marzo pasado mejora al 5,2% (12m acumulados).



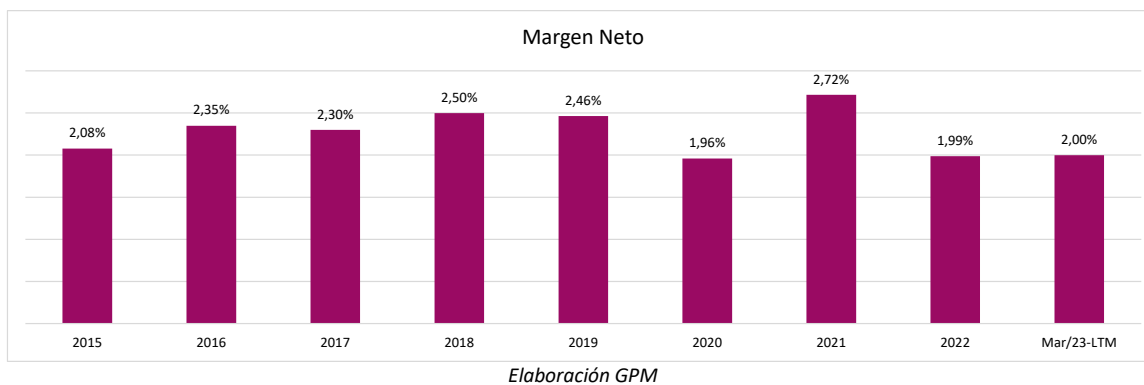
Elaboración GPM

Al igual que el margen anterior, desde 2015 el **Margen de Explotación** de ACS experimenta un crecimiento gradual hasta alcanzar su punto máximo en 2019, con una referencia del 4,59%. Sin embargo, la pandemia del COVID-19 impactó negativamente en 2020 y 2021, con márgenes del 2,82% y 0,35%, respectivamente. En 2022, hay una ligera recuperación, con un margen del 2,06%, y en el período de 12 meses hasta marzo de 2023, el margen se sitúa en el 2,12%.



Cómo es de esperar, el **Margen Neto** de ACS registra fluctuaciones como las descritas en los párrafos precedentes. En 2015, el margen neto fue del 2,08%, y desde ese nivel experimenta avances que llevan a este indicador a niveles del 2,50% en 2018 y del 2,46% de 2019.

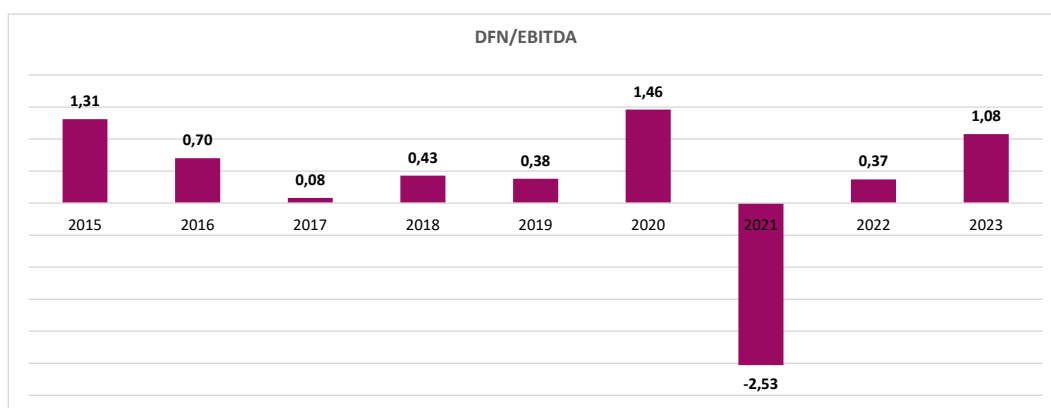
La pandemia de COVID-19 tuvo un impacto significativo en el margen neto de ACS. En 2020, se observó una disminución notable, con el margen neto cayendo al 1,96%. Sin embargo, la compañía logró una recuperación en 2021, alcanzando un margen neto del 2,72% (ex resultados extraordinarios). En 2022, el margen neto se redujo nuevamente, situándose en el 1,99%, mientras que en el período de 12 meses hasta marzo de 2023 (Mar/23-LTM), se ha estabilizado el margen neto de ACS en el 2,00%.



Endeudamiento: Capacidad para Nuevos Proyectos

Por lo que se refiere al ratio DFN / EBITDA, el apalancamiento en marzo de 2023 se eleva a 1,08x desde 0,37x de diciembre pasado, lo que parece aceptable debido a que nos indica que la empresa tiene capacidad para hacer frente a sus obligaciones financieras, después de haber invertido en el trimestre €1.160 millones en operaciones estratégicas, además de la estacionalidad propia del capital circulante operativo (€ 1.287 millones).

Como es común en las empresas de proyectos civiles a largo plazo, las adjudicaciones se financian con la emisión de deuda y hasta que están en funcionamiento al cabo de algunos meses después, no comienzan a rentabilizarse. No obstante, un mayor nivel de apalancamiento limita la capacidad de endeudamiento o de acudir a nuevos proyecto, y el mayor ratio DFN/EBITDA de los últimos cinco años que ha registrado ACS ha sido de 1,46x en 2020.





Elaboración GPM

La empresa alcanzó una referencia del ratio DFN / EBITDA de 0,08x en 2017, lo que apunta una posición financiera con una deuda mínima. Sin embargo, la ratio aumentó en los años siguientes alcanzado un máximo de 1,46x en 2020 que luego se ha suaviza a 0,37x en 2022 y repuntado por la financiación de nuevas inversiones a 1,08x, en marzo de 2023.

En comparación con el promedio del sector de la construcción (incluyendo ACS, ACS, FER Y ANA), se puede comentar que ACS gestiona su apalancamiento financiero de forma más conservadora que el promedio, incluso tras destinar €1.160m a inversiones estratégicas en el 1T2023.

Endeudamiento Neto / EBITDA

DFN / EBITDA	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Tendencia
Ibex Construcción	2,62	2,42	2,56	1,49	3,28	3,38	
ACS	0,08	0,43	0,38	1,46	(2,53)	0,37	

Elaboración GPM/fuente Bloomberg

Respecto a los gastos financieros, ACS tiene una alta capacidad de cobertura con una sólida generación del resultado de explotación, que permite a la compañía cubrir holgadamente las necesidades de pago de los intereses de su deuda emitida.



Cobertura del Coste Financiero

ACS (€)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
EBITDA / gasto finan.	2,6x	3,3x	4,0x	5,1x	5,6x	4,5x	1,3x	2,7x
EBITDA-CapEx/ gasto finan.	1,7x	2,2x	2,7x	3,4x	3,2x	2,2x	0,4x	2,1x
EBIT /gasto finan.	1,6x	2,4x	2,7x	3,3x	3,6x	2,2x	0,2x	1,4x

Elaboración GPM

Comparando el peso de la deuda sobre el Balance, también se observa que la gestión de ACS ha sido algo más conservador que el promedio de sus comparables domésticos, según indica una relación del 29,5% de deuda financiera bruta sobre el activo total al final de 2022, frente a un promedio del 39,4% de los comparables.

Apalancamiento Financiero

DFB / Activo Total	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Tendencia
Ibex Construcción	33,2%	36,4%	31,1%	37,9%	35,1%	39,4%	
ACS	25,2%	26,4%	27,2%	31,9%	31,1%	29,5%	




Elaboración GPM

Endeudamiento Financiero

ACS €m	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Total Deuda	10.745	8.689	8.040	9.429	10.491	11.921	11.078	11.083	10.316
Deuda CP	3.363	3.782	2.879	2.482	3.370	3.078	1.959	1.653	1.929
Deuda LP	7.382	4.907	5.161	6.947	7.121	8.843	9.119	9.429	8.387

Elaboración GPM

Capacidad de Pago de Intereses




Pago Intereses	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Tendencia
EBIT/Gasto intereses	2,73x	3,33x	3,61x	2,19x	0,21x	1,43x	
EBITDA (-) CAPEX / Gasto Intereses	2,68x	3,35x	3,21x	2,19x	0,42x	2,12x	
EBITDA/ Gasto Intereses	3,99x	5,14x	5,56x	4,52x	1,27x	2,71x	

Elaboración GPM

Liquidez: en Línea con Niveles Históricos



Los niveles de liquidez de ACS se han mantenido estables a lo largo de los últimos años y en 2022, mejoran el promedio histórico y se mantienen en la parte alta. Hay que tener presente que en 2021 se generó una liquidez extraordinaria no recurrente por importe de €2.325m

Ratio de Liquidez

Liquidez	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Tendencia
Ratio de Efectivo	0,42x	0,41x	0,39x	0,42x	0,73x	0,54x	
Ratio de liquidez	1,10x	1,04x	1,01x	1,08x	1,43x	1,28x	
Quick ratio	0,91x	0,85x	0,80x	0,80x	1,12x	0,91x	

Elaboración GPM / fuente Bloomberg

Por lo que se refiere al promedio del sector construcción, el nivel de liquidez es similar para el conjunto de las constructoras españolas. Según lo comentado con anterioridad, una mejor referencia de la liquidez de ACS en 2021 se origina por la venta de activos, con un ratio de liquidez de 1,43x frente a 1,19x de promedio, aunque en 2022 los indicadores de liquidez se normalizan.

Ratio de Liquidez	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Tendencia
Ibex Construcción	1,10x	0,87x	1,03x	1,13x	1,19x	1,26x	
ACS	1,10x	1,04x	1,01x	1,08x	1,43x	1,28x	

Elaboración GPM / fuente Bloomberg

Estrategia ESG

ACS tiene una oportunidad para cerrar la brecha con sus competidores y fortalecer su perfil de sostenibilidad. Con la dirección adecuada y el compromiso de su nuevo CEO y el respaldo de su presidente, la empresa puede lograr avances significativos en términos de ESG, lo que esperamos genere beneficios adicionales a largo plazo para ACS. También prevemos una mejora de la reputación de la empresa y de su posición líder en el sector.

Evaluación ESG

Métrica ESG	Nivel	Peso	Puntuación	Objetivo Superior	Vs Comps.
ESG Score	Overall	100.00%	3.90		Mejor
Environmental	Pilar	41.67%	3.05		Mejor
Climate Exposure	Asunto	37.28%	3.00	3.00	Mejor
GHG Emissions Management	Asunto	26.56%	5.82	8.72	(+) Mediana
Sustainable Product	Asunto	20.05%	0.00	3.00	Retrasado
Ecological Impact	Asunto	16.11%	4.37	7.04	(+) Mediana
Social	Pilar	33.33%	4.48		Mejor
Ethics & Compliance	Asunto	44.44%	7.95	7.95	Mejor
Occupational Health & Safety Management	Asunto	31.66%	4.96	8.35	(+) Mediana
Product Quality Management	Asunto	23.90%	0.00	3.00	Retrasado
Governance	Pilar	25.00%	4.66		(-) Mediana
Board Composition	Temática	35.00%	3.64		Retrasado
Executive Compensation	Temática	24.94%	4.49		(+) Mediana
Shareholder Rights	Temática	24.94%	5.30		Retrasado
Audit	Temática	15.12%	6.54		(-) Mediana
Audit Committee	Asunto	40.00%	6.61	7.61	(-) Mediana

Elaboración GPM / fuente Bloomberg

El reciente aumento de la participación del 14% en ACS por parte del presidente de ACS es alentador, debido a que apunta a su confianza en el liderazgo del nuevo Consejero Delegado.

Según el perfil de puntuaciones ESG de Bloomberg, ACS es una de las empresas líderes de infraestructuras en lo que se refiere a la categoría "E" (Enviromental), dada la naturaleza de la exposición climática de sus negocios y su cartera de productos y servicios sostenibles.

Sin embargo, ACS se encuentra por debajo de los valores medios en gestión de las emisiones de gases de efecto invernadero. Respecto a la "S" (Social), ACS presenta algunas áreas que están mejorando como la ética y el cumplimiento normativo, pero se queda rezagada respecto a varios hitos de la "G" (Gobernanza), en comparación con sus competidores.

Actividad Corporativa

ACS está acelerando su estrategia de adquisiciones de activos en concesiones como autopistas, energías renovables y agua, para lo que dispone de una caja de €224m, tras la venta de la unidad de Servicios Industriales a Vinci.

En los próximos dos años, prevemos que ACS se centrará en explorar nuevas inversiones en autopistas de peaje y en proyectos de energía renovable, principalmente en Norteamérica y Europa. Esto permitirá a ACS transformarse en un conglomerado de construcción y concesiones sostenible y recurrente, que lidere en los mercados desarrollados. Por tanto, no descartamos ver nuevas adquisiciones que complementen esta estrategia, aunque recientemente la compañía ha afirmado que no tiene planes inmediatos.

Accionariado

Según el último registro, las acciones en circulación de ACS ascienden a 278.164.594 títulos y los principales accionistas son:

Accionistas de Referencia

Denominación	% Total
Rosan Inversiones	14,2%
Blackrock	6,2%
Invernelin Patrimonio	2,4%
Percacer	1,5%
Comercio y Finanzas	1,3%
Total	25,5%

Elaboración GPM

Desde el año 2020, la empresa ha seguido una política de amortización de la autocartera que se ha traducido en una reducción del 12,0% en el número de acciones en circulación.

Acciones en Circulación

Año	nº Acciones		Peso Autocartera	nº Acciones Emitidas	Acciones	
	Circulación	Autocartera			Amortizadas	Amortizadas
2018	303,3	11,36	3,6%	314,66	0,0	0,0%
2019	303,3	11,36	3,6%	314,66	0,0	0,0%
2020	285,1	25,56	8,2%	310,66	4,0	1,3%
2021	275,8	28,86	9,5%	304,66	6,0	1,9%
2022	258,3	25,86	9,1%	284,16	20,5	6,7%
2023	258,3	19,86	7,1%	278,16	6,0	2,1%
Agregado					36,5	12,0%

Elaboración GPM

Remuneración al Accionista

La política de dividendos de ACS se basa en ofrecer un payout de un 45% de los beneficios netos obtenidos. Sin embargo, en julio este payout se elevó hasta el 65%. ACS realiza dos pagos al año y ofrece un dividendo flexible o scrip dividend, con la posibilidad de cobralo en efectivo y/o en acciones.

ACS: Dividendos

Año fiscal	Fecha pago	Tipo	Importe Bruto	Derechos x acción	Tipo
2022	07-feb-23	A cuenta	0,48 €	58 derechos	scrip
2022	04-ago-22	A cuenta	0,05 €	-----	efectivo
2021	18-jul-22	Complementario	1,48 €	15 derechos	scrip
2021	01-feb-22	A cuenta	0,47 €	50 derechos	scrip
2020	08-jul-21	Complementario	1,27 €	19 derechos	scrip
2020	09-feb-21	A cuenta	0,45 €	63 derechos	scrip
2020	06-jul-20	A cuenta	0,16 €		efectivo
2019	09-jul-20	Complementario	1,38 €	16 derechos	scrip
2019	05-mar-20	A cuenta	0,45 €	67 derechos	scrip
2018	10-jul-19	Complementario	1,45 €	25 derechos	scrip
2018	07-feb-19	A cuenta	0,45 €	76 derechos	scrip
2017	10-jul-18	Complementario	0,94 €	39 derechos	scrip
2017	07-feb-18	A cuenta	0,45 €	75 derechos	scrip
2016	13-jul-17	Complementario	0,75 €	48 derechos	scrip
2016	07-feb-17	A cuenta	0,45 €	68 derechos	scrip
2015	14-jul-16	Complementario	0,71 €	38 derechos	scrip
2015	03-feb-16	A cuenta	0,44 €	56 derechos	scrip
2014	21-jul-15	Complementario	0,70 €	42 derechos	scrip
2014	17-feb-15	A cuenta	0,45 €	69 derechos	scrip
2013	22-jul-14	Complementario	0,71 €	48 derechos	scrip
2013	18-feb-14	A cuenta	0,45 €	24 derechos	scrip

Elaboración GPM

El calendario previsto para la próxima Remuneración Flexible:

- **29 de junio de 2023:** Publicación, del número de derechos de asignación gratuita necesarios para recibir una acción y precio definitivo del Compromiso de Compra.
- **3 de julio de 2023:** Último día en el que las acciones de ACS se negocian con derecho a participar en la Primera Ejecución (last trading date).
- **4 de julio de 2023:** Comienzo del periodo de negociación de los derechos de asignación gratuita y del plazo para solicitar la retribución en efectivo (venta de derechos a ACS). Fecha a partir de la cual las acciones de ACS se negocian sin derecho (ex-date).
- **11 de julio de 2023:** Fin del plazo para solicitar retribución en efectivo (venta de derechos a ACS) en virtud del Compromiso de Compra.
- **17 de julio de 2023:** Fin del periodo de negociación de los derechos de asignación gratuita.
- **19 de julio de 2023:** Pago de efectivo a los accionistas que hayan solicitado retribución en efectivo.
- **26 de julio de 2023:** Fecha prevista para el inicio de la contratación de las nuevas acciones en las Bolsas españolas

Esta retribución del dividendo flexible se ve acompañada por las amortizaciones de autocartera, que desde el año 2019 se ha traducido en una reducción del 12,0% del número de acciones en circulación. Por el momento la dirección de ACS no ha anunciado ningún cambio de esta estrategia y por lo que muy probablemente se mantendrá para el año 2023.

Valoramos las acciones de ACS en €38,10

El valor por acción de ACS lo situamos en **€38,10**, frente a una cotización de €31,44, lo que implica un descuento del 17,2% y un potencial de revalorización del 21,2%.

En términos de valoración, se han utilizado varios enfoques. Según el modelo de flujo de caja descontado (DCF), tomando en cuenta un valor residual 'g' del 1,00%, el valor justificable por acción de ACS es de **€41,26**.

También se ha utilizado el DCF con un múltiplo residual EV/EBITDA de 7,0x, lo que arroja un valor de **€39,49** por acción.

Por otro lado, mediante el enfoque de la valoración por comparables se establece un valor de **€33,56** por acción. El resumen de estas valoraciones resulta en un precio objetivo de **€38,10** por acción de ACS.

Resumen de Valoraciones

ACS valor justificable por acción	Euro
DCF con valor residual 'g' @ 1,00%	€ 41,26
DCF con valor residual EV/EBITDA @ 7,0x	€ 39,49
Comparables	€ 33,56
Promedio	€ 38,10
Cotización	€ 31,44
<i>Prima / (descuento)</i>	(17,5%)
<i>Potencial</i>	21,2%

Elaboración y Estimaciones GPM

Los precios objetivos indicados más abajo reflejan las valoraciones estimadas para las acciones de ACS en función de diferentes supuestos y estimaciones. Según se ha comentado anteriormente, en el escenario base se estima un precio objetivo de €38,10 y que implica un descuento del 17,5% (potencial de revalorización del 21,2%) en comparación con una cotización de €31,07.

En el escenario optimista, el precio objetivo lo estimamos en €46,40/acción, lo que representa un descuento significativo del 33,3% en comparación con la cotización de referencia. Este escenario supone un potencial alcista considerable para las acciones de ACS.

Por otro lado, en el escenario pesimista, el precio objetivo se sitúa en €26,41, lo que indica una prima del 17,3% en comparación con la cotización de referencia. Este escenario más desfavorable estaría indicando una posible disminución en el valor de las acciones de ACS ante potenciales riesgos de futuro que por el momento vemos poco probable.

Valoración Según Escenarios

Escenario	Valoración	Cotización	<i>Prima / (descuento)</i>	<i>Potencial</i>
	€ 38,10	€ 31,44	(17,5)%	21,2%
Optimista	€ 49,64	€ 31,44	(36,7)%	57,9%
Pesimista	€ 28,68	€ 31,44	9,6%	(8,8)%

Elaboración y Estimaciones GPM

Comparación con el resultado de los últimos 12 meses

ACS cotiza con un descuento del 7,5% en comparación con el sector de construcción en términos del múltiplo EV/EBITDA. A resultados de 12 meses finalizados en marzo pasado, el múltiplo EV/EBITDA actual de ACS se sitúa en 6,1x, mientras que el derivado de comparables del sector de construcción es ligeramente más alto, de 6,6x. Esto indica que, en términos relativos, ACS es un valor más atractivo que el promedio del sector.

EV / EBITDA

LTM EBITDA multiple	
LTM EBITDA	1.790
Market cap	8.149
Net Debt	1.948
Minorities	825
Enterprise value	10.922
EV/EBITDA	6,1x
<i>Comps derived EV/EBITDA</i>	6,6x
<i>Prima/(descuento)</i>	<i>(7,5)%</i>

Elaboración GPM @ 23.06.2023

ACS Ratios Bursátiles Históricos

(promedio anual *)

ACS (€)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	jun-23	Tendencia
PER	30,8x	13,4x	12,6x	6,1x	25,8x	12,6x	14,3x	
P/VC	2,8x	2,8x	2,6x	1,7x	2,0x	1,1x	1,4x	
P/Tangible Book	nd	32,7x	35,4x	20,9x	2,1x	2,2x	3,5x	
P/Ventas	0,3x	0,3x	0,3x	0,2x	0,3x	0,2x	0,3x	
P/Cash Flow	7,3x	5,8x	5,0x	3,9x	6,8x	33,4x	4,6x	
EV/Ventas	0,4x	0,4x	0,4x	0,3x	0,4x	0,2x	0,3x	
EV/EBITDA	7,3x	6,3x	6,1x	3,5x	6,4x	10,8x	7,6x	
EV/EBIT	10,3x	9,3x	9,4x	5,4x	13,4x	64,5x	14,3x	
Price/Share	32,6x	33,8x	35,7x	27,2x	23,6x	26,8x	30,9x	
High	36,8x	38,4x	41,0x	35,9x	29,5x	27,5x	31,0x	
Low	28,3x	26,7x	32,3x	11,2x	20,6x	19,9x	30,7x	
Enterprise Value	€ 11.724	€ 12.895	€ 12.954	€ 10.972	€ 5.739	€ 8.224	€ 9.912	
Average	12.803	12.310	14.187	9.660	10.842	6.266		
High	14.096	13.486	15.514	13.215	12.319	8.918		
Low	11.544	10.110	12.952	5.743	6.419	5.368		

Elaboración GPM/ (*) @23.06.23

Valor de Empresa creciente (en línea con el EBITDA)

La evolución del valor de la empresa de ACS ha sido volátil en los últimos años. Se observan variaciones significativas en la capitalización (entre €10,8bn y €6,4bn), que ha afectado al Valor de Empresa.

ACS: Valor de Empresa (EV)

ACS Enterprise Value (€ m)	2021A	2022A	2023E	2024E
Mkt cap	7.182	7.608	8.745	8.745
Cash & equivalents ST	12.534	10.601	10.600	10.700
Pref. Equity	0,00	0,00	0,00	0,00
Minority Interest	694	829	829	829
Total debt	11.073	10.928	11.493	11.576
ACS Enterprise Value (€m)	6.415	8.764	10.467	10.450

Elaboración GPM

En 2023, se observa una significativa recuperación del Valor de Empresa de ACS hasta €10,47bn, un 18% por debajo del máximo (cierre) de €12,89bn en el año 2019.

En parte, esta variación se debe a cambios en el nivel de efectivo y equivalentes, que se reducen €8.405 millones en 2023. Aunque disminuye en comparación con el año anterior, la reducción ha sido moderada y debido a las nuevas inversiones. Por otro lado, la deuda total se modera a €10.353 millones, lo que no limita la mejora del valor de la empresa.

El avance observado en el Valor de Empresa en 2023 refleja una tendencia positiva en comparación con años anteriores y apunta a una posible estabilización y fortalecimiento de la posición financiera de ACS.

Estimación del Valor de Mercado de ACS por Comparables: €33,56

En base a los datos proporcionados y utilizando un enfoque de valoración por comparables, estimamos un valor de las acciones de ACS de **€33,56** por acción. En esta valoración, se ha tenido en cuenta la estimación de resultados para los próximos años (2023 y 2024). Al combinar estos datos con los múltiplos obtenidos de los comparables, calculamos un valor por acción de €33,56.

Valoración por Comparables

	Last Twelve Months (LTM)				Year 1 Forecast - Calendar Year				Year 2 Forecast - Calendar Year			
	EV /		EV /		EV /		EV /		EV /		EV /	
	Revenues	EBITDA	EV / EBIT	P/E	Revenues	EBITDA	EV / EBIT	P/E	Revenues	EBITDA	EV / EBIT	P/E
Median	0,43x	6,63x	11,01x	10,94x	0,44x	6,16x	9,27x	10,91x	0,44x	5,76x	8,56x	9,52x
High	0,75x	7,65x	13,58x	15,46x	1,02x	7,54x	10,77x	13,35x	0,99x	7,00x	9,59x	12,03x
Low	0,31x	5,23x	9,09x	9,90x	0,30x	5,35x	8,55x	9,37x	0,28x	4,96x	7,57x	8,23x
Comps-derived ACS value	€ 33,56											
Median												
Enterprise value	14.850	11.444	12.181	9.437	15.805	10.713	11.500	9.276	15.891	10.833	11.739	8.446
Net debt	2.773	2.773	2.773	2.773	2.773	2.773	2.773	2.773	2.773	2.773	2.773	2.773
Equity value	12.077	8.671	9.408	6.664	13.032	7.940	8.727	6.503	13.118	8.060	8.966	5.673
Shares outstanding	259	259	259	259	259	259	259	259	259	259	259	259
Share price	€ 46,59	€ 33,45	€ 36,30	€ 25,71	€ 50,28	€ 30,63	€ 33,67	€ 25,09	€ 50,61	€ 31,09	€ 34,59	€ 21,89

Elaboración GPM

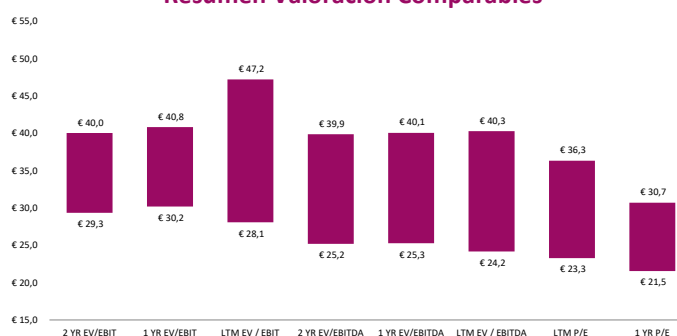
Las compañías que se han tomado como referencia para hacer la comparativa son las siguientes:

Selección de Compañías Comparables

Name	Mkt Cap €m	EV €m	EV/EBITD				EV/EBITD				EV/EBITD			
			EV/Sales		EV/ EBIT		EV/Sales		EV/ EBIT		EV/Sales		EV/ EBIT	
			T12M	A	20232E	T12M	2023E	2023E	20232E	2023E	2024E	2024E	20242E	2024E
VINCI	62.995	85.148	1,4x	8,5x	13,2x	14,3x	1,3x	7,5x	11,0x	13,3x	1,2x	7,1x	10,2x	12,2x
BOUYGUES	11.212	24.493	0,5x	5,2x	12,7x	10,5x	0,4x	5,1x	10,9x	9,6x	0,4x	4,8x	9,6x	8,1x
EIFFAGE	9.453	21.808	1,0x	6,4x	10,1x	9,9x	1,0x	6,0x	9,3x	9,3x	1,0x	5,7x	8,9x	8,8x
ACS	8.648	9.959	0,3x	7,6x	14,4x		0,3x	5,3x	8,0x	14,8x	0,3x	5,1x	7,5x	14,0x
HOCHTIEF	6.225	7.610	0,3x	8,9x	14,8x	10,4x	0,3x	6,1x	8,6x	11,8x	0,3x	5,9x	8,2x	10,9x
SKANSKA	5.077	4.573	0,3x	4,7x	6,2x	8,7x	0,3x	6,4x	8,5x	10,8x	0,3x	5,6x	7,4x	9,4x
Median	4.011	7.610	0,4x	6,6x	11,0x	10,6x	0,4x	6,1x	9,2x	10,9x	0,4x	5,7x	8,6x	9,7x
FCC	4.011	9.214	nm	nm	nm	10,8x	1,1x	6,5x	10,7x	10,8x	1,1x	6,5x	10,6x	10,1x
STRABAG	3.878	2.639	0,2x	2,0x	3,5x	2,8x	0,2x	2,0x	3,6x	8,1x	0,2x	2,0x	3,6x	8,1x
SACYR	2.080	11.043	1,9x	6,9x	7,9x	22,4x	2,0x	7,6x	8,9x	10,9x	1,9x	7,4x	8,7x	12,2x
BUDIMEX	2.067	1.398	0,7x	8,0x	10,0x	16,0x	0,7x	7,7x	9,6x	nm	0,6x	7,1x	8,6x	nm
WEBUILD	1.771	2.737	0,4x	5,2x	14,4x	40,6x	0,3x	3,8x	6,8x	13,5x	0,3x	3,4x	5,9x	8,3x
VEIDEKKE	1.283	1.068	0,3x	5,5x	9,4x	15,9x	0,3x	5,4x	9,2x	14,2x	0,3x	4,9x	8,1x	12,6x
PEAB	1.061	2.700	0,5x	7,8x	11,8x	6,6x	0,5x	7,9x	13,2x	6,6x	0,5x	7,8x	12,6x	6,5x

Fuente Bloomberg / Elaboración GPM

Resumen Valoración Comparables



Elaboración GPM

Valoración por descuento de Flujos de Caja (€40,37)

El promedio de los descuento de flujos de caja resulta en un valor promedios de **€40,37** por acción, que implica un descuento del 22,1% y un potencial del 28,4%.

Resumen Valoración Descuento de Flujos de Caja

ACS	Euro		
	Perpetuity	EBITDA	Average
Enterprise Value	13.967,0	13.508,8	13.737,9
Net debt + Other	(2.773,0)	(2.773,0)	(2.773,0)
Trapped cash	(500,0)	(500,0)	(500,0)
Market Value	10.694,0	10.235,8	10.464,9
nº shares (adj.)	259,2	259,2	259,2
Value per share	€ 41,26	€ 39,49	€ 40,37
Premium/ (discount)	(23,8%)	(20,4%)	(22,1%)

Elaboración GPM

Valoración con Crecimiento a Perpetuidad del 1,0%: La valoración de ACS se basa en un crecimiento a perpetuidad del 1,0%, que representa la mitad de la tasa de inflación a largo plazo del 2,0%, objetivo del BCE. Consideramos que este crecimiento a perpetuidad es razonable. Al aplicar este dato en el modelo de descuento de flujos de caja, obtenemos un valor de **€41,26** por acción. Este valor nos parece adecuado, ya que implícitamente asigna a ACS un multiplicador residual EV/EBITDA de 7,3x.

Estimación del Valor de Empresa

Perpetuity approach		Exit EBITDA multiple approach	
Normalized FCF in last forecast period (t)	1.175,2	Terminal year EBITDA	2.174,4
Normalized FCF ^{t+1}	1.187,0	Terminal value EBITDA multiple	7,0x
Long term growth rate (g)	1,00%	Terminal value	15.221
Terminal value	15.908,4	Present value of terminal value	10.140,4
Present value of terminal value	10.598,7	Present value of stage 1 cash flows	3.368,3
Present value of stage 1 cash flows	3.368,3	Enterprise value	13.508,8
Enterprise value	13.967,0	Implied TV perpetual growth rate	0,39%
Implied TV exit EBITDA multiple	7,3x		

Elaboración GPM

Valoración con Multiplicador Residual: Por otro lado, al utilizar el enfoque del multiplicador residual, hemos optado por un ratio EV/EBITDA residual de 7,0x, basándonos en los multiplicadores de los comparables (ver tablas precedentes).

Bajo este modelo, estimamos que el valor de las acciones de ACS es de **€39,49**. En este caso, el multiplicador EV/EBITDA residual refleja una tasa implícita de crecimiento a largo plazo del 0,39%, lo que sugiere que ACS puede admitir multiplicadores EV/EBITDA más altos.

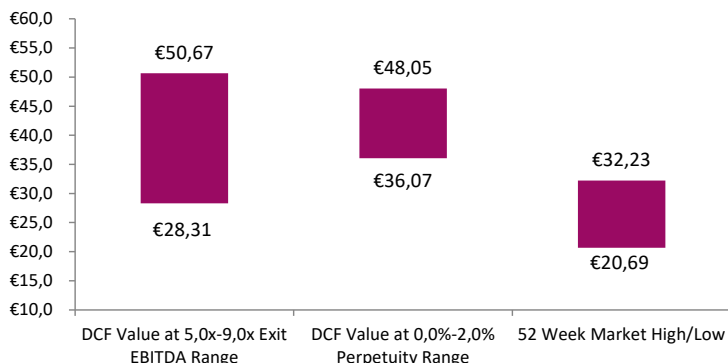
Peso del 24% del Valor Residual en la Valoración de ACS: el reducido peso del valor residual de ACS se justifica por el tipo de actividad concesional de la compañía, que acumula la mayor parte de su valor en los flujos de caja que se generan antes de que las concesiones finalicen.

Distribución del Peso de la Valoración

Perpetuity approach		Exit EBITDA multiple approach	
VNA Valor Residual % s/ VE	75,9%	VNA Valor Residual % s/ VE	75,1%
VNA UFCF % s/ VE	24,1%	VNA UFCF % s/ VE	24,9%
Multiplicador EV/ EBITDA implícito	7,3x	Tasa crecimiento de perpetuidad	0,39%

Elaboración GPM

DCF: Resumen de Valoraciones



Elaboración y Estimaciones GPM

Análisis de Sensibilidad

Para calcular las tablas de sensibilidad, la referencia es el resultado estimado para 2023.

Valor / acción						Valor de Mercado					
Long term growth rate (g):						Long term growth rate (g):					
€ 41,26	0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%		0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%
10,5%	25,81	27,26	28,86	30,64	32,62	10,5%	7.179	7.582	8.027	8.522	9.075
9,5%	30,28	32,13	34,19	36,51	39,14	9,5%	8.424	8.937	9.510	10.155	10.886
8,5%	36,07	38,50	€ 41,26	44,41	48,05	8,5%	10.033	10.709	€ 11.476	12.354	13.367
7,5%	42,86	46,10	49,83	54,18	59,33	7,5%	11.923	12.823	13.861	15.071	16.502
6,5%	52,09	56,61	61,95	68,36	76,19	6,5%	14.489	15.746	17.231	19.014	21.193

Elaboración GPM

Valor / acción						Valor de Mercado					
Exit EBITDA Multiple						Long term growth rate (g):					
€ 39,49	5,0x	6,0x	7,0x	8,0x	9,0x		5,0x	6,0x	7,0x	8,0x	9,0x
10,5%	25,06	30,15	35,24	40,33	45,43	10,5%	6.970	8.387	9.803	11.219	12.636
9,5%	26,61	31,94	37,27	42,60	47,93	9,5%	7.402	8.884	10.367	11.849	13.331
8,5%	28,31	33,90	€ 39,49	45,08	50,67	8,5%	7.875	9.430	€ 10.985	12.539	14.094
7,5%	29,97	35,81	41,66	47,50	53,34	7,5%	8.337	9.962	11.588	13.213	14.839
6,5%	31,79	37,91	44,04	50,16	56,28	6,5%	8.843	10.546	12.249	13.952	15.656

Elaboración GPM

Estimación del Coste del Capital

Para ACS, estimamos un Coste Ponderado del Capital Total (wacc) del 8,46 %. Este coste se deriva de las siguientes premisas:

Coste del Capital (RRPP)				
Coste deuda	2,00%			
Tasa impositiva	25,0%			
Tasa post impuesto	1,50%			
Tasa libre de riesgo (bono 10A @ 2023e)	3,30%			
Beta (ajustada)	0,921			
Prima de riesgo de mercado	8,0%			
Coste de RRPP	10,67%			
Ponderación del Capital				
	€m	Peso	Target	% of total
Valor de Mercado	8.745,5	75,9%	75,9%	75,9%
DFN + Minoritarios	2.773,0	24,1%	24,1%	24,1%
Coste Ponderado del Capital (WACC)				8,46%

Elaboración GPM

ACS: Estimación de P&G

Fiscal year	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	Tacc
ACS (€m)	31.dic.21	31.dic.22	31.dic.23	31.dic.24	31.dic.25	31.dic.26	31.dic.27	'23/27
Revenue	27.836,7	33.615,0	34.959,6	35.658,8	36.372,0	37.099,4	37.841,4	2,00%
Cost of sales	(19.020,0)	(23.375,0)	(24.366,8)	(24.854,2)	(25.460,4)	(26.043,8)	(26.640,3)	
Gross Profit	8.816,7	10.240,0	10.592,8	10.804,6	10.911,6	11.055,6	11.201,1	1,41%
Personnel expense	(6.239,3)	(7.249,9)	(7.435,0)	(7.476,7)	(7.517,1)	(7.556,2)	(7.593,8)	
Selling, general & Adm. expense	(1.493,4)	(1.884,1)	(1.917,5)	(1.955,9)	(1.995,0)	(2.034,9)	(2.075,6)	
Operating profit (EBIT)	1.084,0	1.106,0	1.240,2	1.372,0	1.399,5	1.464,6	1.531,7	5,42%
Interest income	102,5	178,4	212,0	213,0	216,0	221,0	227,5	
Interest expense	(362,5)	(484,5)	(331,6)	(347,8)	(352,9)	(361,5)	(372,9)	
Other expense	(766,5)	208,8	(250,0)	(250,0)	(250,0)	(250,0)	(250,0)	
Pretax profit	57,5	1.008,7	870,6	987,2	1.012,6	1.074,1	1.136,2	6,88%
Taxes	(789,4)	(201,2)	(217,7)	(246,8)	(253,1)	(268,5)	(284,1)	
Income from Continuous operations	(731,9)	807,5	653,0	740,4	759,4	805,5	852,2	6,88%
Abnormal Gain / (Loss)	(1.316)	(65)	0	0	0	0	0	
Net Income	583,8	872,8	653,0	740,4	759,4	805,5	852,2	6,88%
Minority Int. in Earnings	(180,8)	(204,6)	(176,6)	(200,2)	(205,4)	(217,9)	(230,5)	
Net income (adj.)	403,00	668,20	476,36	540,15	554,04	587,68	621,71	6,88%
YoY growth	(29,8%)	65,8%	-28,7%	13,4%	2,6%	6,1%	5,8%	
Avg. basic shares	307,7	294,4	284,2	284,2	284,2	284,2	284,2	
Basic EPS	€ 1,323	€ 2,500	€ 1,676	€ 1,901	€ 1,950	€ 2,068	€ 2,188	
Diluted EPS	€ 1,418	€ 2,351	€ 1,676	€ 1,901	€ 1,950	€ 2,068	€ 2,188	6,9%
Growth rates & margins								
	2021A	2022A	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	
Revenue growth	(5,0%)	20,8%	4,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	
Gross profit as % of sales	31,7%	30,5%	30,3%	30,3%	30,0%	29,8%	29,6%	
Personnel expenses margin	22,4%	21,6%	21,3%	21,0%	20,7%	20,4%	20,1%	
SG&A margin	5,4%	5,6%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	
Tax rate	nm	19,9%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	
EBITDA reconciliation								
	2021A	2022A	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	
Depreciation & amortization	514,0	641,0	593,8	605,6	617,7	630,1	642,7	
Stock based compensation	0,00	0,00	-	-	-	-	-	
EBITDA	1.598	1.747	1.834	1.978	2.017	2.095	2.174	4,35%
EBTDA Margin	5,7%	5,2%	5,2%	5,5%	5,5%	5,6%	5,7%	

Elaboración GPM

ACS - CUENTA DE RESULTADOS

ACS Análisis vertical	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Revenue	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Cost of sales	(68,3%)	(69,5%)	(69,7%)	(69,7%)	(70,0%)	(70,2%)	(70,4%)
Gross Profit	31,7%	30,5%	30,3%	30,3%	30,0%	29,8%	29,6%
Personnel expense	(22,4%)	(21,6%)	(21,3%)	(21,0%)	(20,7%)	(20,4%)	(20,1%)
Selling, general & Adm. Expense	(5,4%)	(5,6%)	(5,5%)	(5,5%)	(5,5%)	(5,5%)	(5,5%)
Operating profit (EBIT)	3,9%	3,3%	3,5%	3,8%	3,8%	3,9%	4,0%
Interest income	0,4%	0,5%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
Interest expense	(1,3%)	(1,4%)	(0,9%)	(1,0%)	(1,0%)	(1,0%)	(1,0%)
Other expense	(2,8%)	0,6%	(0,7%)	(0,7%)	(0,7%)	(0,7%)	(0,7%)
Pretax profit	0,2%	3,0%	2,5%	2,8%	2,8%	2,9%	3,0%
Taxes	(2,8%)	(0,6%)	(0,6%)	(0,7%)	(0,7%)	(0,7%)	(0,8%)
Minority Int. in Earnings	(0,6%)	(0,6%)	(0,5%)	(0,6%)	(0,6%)	(0,6%)	(0,6%)
Net income	1,4%	2,0%	1,4%	1,5%	1,5%	1,6%	1,6%
Depreciation & Amort.	1,8%	1,9%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%
Stock based compensation	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBITDA	5,7%	5,2%	5,2%	5,5%	5,5%	5,6%	5,7%

Horizontal analysis (y/y)

ACS Análisis tendencial	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Revenue	(5,0%)	20,8%	4,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Cost of sales	(7,2%)	22,9%	4,2%	2,0%	2,4%	2,3%	2,3%
Gross Profit	0,2%	16,1%	3,4%	2,0%	1,0%	1,3%	1,3%
Personnel expense	(7,9%)	16,2%	2,6%	0,6%	0,5%	0,5%	0,5%
Selling, general & Adm. expense (ente	37,7%	26,2%	1,8%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Operating profit (EBIT)	15,2%	2,0%	12,1%	10,6%	2,0%	4,7%	4,6%
Interest income	(28,3%)	74,0%	18,8%	0,5%	1,4%	2,3%	2,9%
Interest expense	(3,7%)	33,7%	(31,5%)	4,9%	1,5%	2,4%	3,2%
Other expense	(489,9%)	(127,2%)	(219,7%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Taxes	209,4%	(74,5%)	8,2%	13,4%	2,6%	6,1%	5,8%
Minority Int. in Earnings	(49,0%)	13,2%	(13,7%)	13,4%	2,6%	6,1%	5,8%
Net income	(29,8%)	65,8%	(28,7%)	13,4%	2,6%	6,1%	5,8%
Depreciation & Amortz.	(41,3%)	24,7%	(7,4%)	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%
EBITDA	(12,1%)	9,3%	5,0%	7,8%	2,0%	3,8%	3,8%

Elaboración GPM

ACS - HOJA DE BALANCE

Fiscal year	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
ACS (€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	12.533,5	10.600,6	10.600,0	10.700,0	10.900,0	11.200,0	11.550,0
Accounts receivable	6.686,5	7.383,2	8.040,7	8.201,5	8.365,6	8.532,9	8.703,5
Inventory	742,1	829,0	925,9	944,5	967,5	989,7	1.012,3
Deferred tax assets	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Other current assets	4.692,2	6.346,6	6.346,6	6.346,6	6.346,6	6.346,6	6.346,6
Property, plant & equipment	1.464,9	1.572,2	1.603,4	1.635,3	1.667,8	1.700,9	1.734,7
Acquired intangible assets	3.279,4	3.283,9	3.283,7	3.283,4	3.283,2	3.283,0	3.282,8
Other assets	6.265,7	7.564,8	7.564,8	7.564,8	7.564,8	7.564,8	7.564,8
Total assets	35.664,3	37.580,3	38.365,1	38.676,1	39.095,4	39.617,8	40.194,7
Accounts payable	5.940,2	7.126,0	7.310,1	7.456,3	7.638,1	7.813,1	7.992,1
Accrued expenses & def rev.	5.798,0	6.067,0	5.838,3	5.812,4	5.819,5	5.824,6	5.865,4
Commercial paper / revolver	1.313,0	1.391,0	1.956,3	2.038,9	2.158,4	2.383,1	2.615,9
Long term debt	9.760,0	9.537,0	9.537,0	9.537,0	9.537,0	9.537,0	9.537,0
Other non-current liabilities	5.824,8	7.083,0	6.928,9	6.928,9	6.928,9	6.928,8	6.928,9
Total liabilities	28.636,0	31.204,0	31.570,5	31.773,5	32.082,0	32.486,7	32.939,4
Common stock	152,3	142,1	142,1	142,1	142,1	142,1	142,1
Additional paid in capital	366,4	366,4	366,4	366,4	366,4	366,4	366,4
Treasury stock	(691,9)	(622,2)	(622,0)	(622,0)	(622,0)	(622,0)	(622,0)
Retained earnings	3.045,4	668,2	763,3	871,3	982,1	1.099,6	1.224,0
Minority Interest	693,9	828,5	828,5	828,5	828,5	828,5	828,5
Other income / (loss)	3.462,2	4.993,3	5.316,3	5.316,3	5.316,3	5.316,4	5.316,3
Total equity	7.028,3	6.376,3	6.794,6	6.902,6	7.013,4	7.131,1	7.255,3
Balance check	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Ratios	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Net debt	(1.461)	327	893	876	795	720	603
Total debt	11.073	10.928	11.493	11.576	11.695	11.920	12.153
ST Borrowing	1.313	1.391	1.956	2.039	2.158	2.383	2.616
LT Borrowing	9.760	9.537	9.537	9.537	9.537	9.537	9.537
Asset turnover	0,76x	0,92x	0,92x	0,93x	0,94x	0,94x	0,95x
Net profit margin	1,4%	2,0%	1,4%	1,5%	1,5%	1,6%	1,6%
Return on Assets	1,10%	1,82%	1,25%	1,40%	1,42%	1,49%	1,56%
Return on Equity	7,1%	10,0%	7,2%	7,9%	8,0%	8,3%	8,6%

Elaboración GPM

ACS BALANCE

ACS €m	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Cash & equivalents ST & LT securities	35,1%	28,2%	27,6%	27,7%	27,9%	28,3%	28,7%
Accounts receivable	18,7%	19,6%	21,0%	21,2%	21,4%	21,5%	21,7%
Inventory	2,1%	2,2%	2,4%	2,4%	2,5%	2,5%	2,5%
Deferred tax assets	-	-	-	-	-	-	-
Other current assets	13,2%	16,9%	16,5%	16,4%	16,2%	16,0%	15,8%
Property, plant & equipment	4,1%	4,2%	4,2%	4,2%	4,3%	4,3%	4,3%
Acquired intangible assets (inc. GW)	9,2%	8,7%	8,6%	8,5%	8,4%	8,3%	8,2%
Other assets	17,6%	20,1%	19,7%	19,6%	19,3%	19,1%	18,8%
Total assets	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Accounts payable	16,7%	19,0%	19,1%	19,3%	19,5%	19,7%	19,9%
Accrued expenses & def rev.	16,3%	16,1%	15,2%	15,0%	14,9%	14,7%	14,6%
Commercial paper / revolver	3,7%	3,7%	5,1%	5,3%	5,5%	6,0%	6,5%
Long term debt	27,4%	25,4%	24,9%	24,7%	24,4%	24,1%	23,7%
Other non-current liabilities	16,3%	18,8%	18,1%	17,9%	17,7%	17,5%	17,2%
Total liabilities	80,3%	83,0%	82,3%	82,2%	82,1%	82,0%	81,9%
Minority Interest	1,9%	2,2%	2,2%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%
Common stock	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Additional paid in capital	1,0%	1,0%	1,0%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
Treasury stock	(1,9)%	(1,7)%	(1,6)%	(1,6)%	(1,6)%	(1,6)%	(1,5)%
Retained earnings / accumulated deficit	8,5%	1,8%	2,0%	2,3%	2,5%	2,8%	3,0%
Other comprehensive income / (loss)	9,7%	13,3%	13,9%	13,7%	13,6%	13,4%	13,2%
Total equity	19,7%	17,0%	17,7%	17,8%	17,9%	18,0%	18,1%
Total Liabilities & Equity	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Elaboración GPM

ACS – Proyección del Cash Flow

Fiscal year	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
ACS (€m)	12/31/21	12/31/22	12/31/23	12/31/24	12/31/25	12/31/26	12/31/27
Cash from operating activities	154	(26)	440	1.087	1.174	1.208	1.291
Capital expenditures	(338,0)	(209,0)	(624,7)	(637,2)	(649,9)	(662,9)	(676,2)
Cash from investing activities	(338,0)	(209,0)	(624,8)	(637,3)	(650,0)	(663,0)	(676,3)
Cash from financing activities	(953,9)	1.043,1	184,2	(349,5)	(323,7)	(245,4)	(264,6)
Net change in cash during period	(1.138,0)	808,2	(0,6)	100,0	200,0	300,0	350,0

Elaboración GPM

ACS -Estimación del Free Cash Flow

Fiscal year	2021A	2022A	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Fiscal year end date	12/31/21	12/31/22	12/31/23	12/31/24	12/31/25	12/31/26	12/31/27
EBITDA		1.747,0	1.834,0	1.977,6	2.017,2	2.094,6	2.174,4
EBIT		1.106,0	1.240,2	1.372,0	1.399,5	1.464,6	1.531,7
tax rate		19,9%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
EBIAT (NOPAT)		885,4	930,2	1.029,0	1.049,6	1.098,4	1.148,8
Unlevered CFO		885,4	893,8	1.575,6	1.669,3	1.719,1	1.817,9
Less: Capital expenditures		(209,0)	(624,7)	(637,2)	(649,9)	(662,9)	(676,2)
Less: Purchases of intangible assets		0,0	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)
Unlevered FCF		7,6	269,0	938,4	1.019,3	1.056,1	1.141,6
% growth				248,8%	8,6%	3,6%	8,1%

Elaboración GPM

ACS - RATIOS FINANCIEROS

Profitability	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Return on Assets (avg.)	1,10%	1,82%	1,25%	1,40%	1,42%	1,49%	1,56%
Return on Capital (avg.)	20,0%	14,6%	12,9%	13,1%	13,4%	14,2%	15,0%
Return on Equity (avg.)	7,1%	10,0%	7,2%	7,9%	8,0%	8,3%	8,6%
Margin Analysis	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Gross Margin	31,67%	30,46%	30,30%	30,30%	30,00%	29,80%	29,60%
Personnel / SG&A Margin	27,78%	27,17%	26,75%	26,45%	26,15%	25,85%	25,55%
EBITDA Margin	5,74%	5,20%	5,25%	5,55%	5,55%	5,65%	5,75%
EBIT Margin	3,89%	3,29%	3,55%	3,85%	3,85%	3,95%	4,05%
Earnings from Cont. Ops	1,45%	1,99%	1,36%	1,51%	1,52%	1,58%	1,64%
Net Income Margin	1,45%	1,99%	1,36%	1,51%	1,52%	1,58%	1,64%
Normalized Net Income	1,45%	1,99%	1,36%	1,51%	1,52%	1,58%	1,64%
Free Cash Flow Margin	0,36%	0,02%	0,77%	2,63%	2,80%	2,85%	3,02%
Asset Turnover	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Total Asset Turnover	0,76x	0,92x	0,92x	0,93x	0,94x	0,94x	0,95x
Fixed Asset Turnover	17,24x	22,14x	22,02x	22,02x	22,02x	22,03x	22,03x
Accounts Receivable Turnover	3,67x	4,78x	4,53x	4,39x	4,39x	4,39x	4,39x
Inventory Turnover	26,10x	29,76x	27,77x	26,58x	26,63x	26,61x	26,61x
Payables turnover	2,62x	3,59x	3,39x	3,37x	3,38x	3,37x	3,37x
Short Term Liquidity	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Current Ratio	1,53x	1,29x	1,30x	1,30x	1,30x	1,29x	1,29x
Quick Ratio	1,47x	1,23x	1,23x	1,23x	1,23x	1,23x	1,23x
Cash ratio	0,81x	0,77x	0,71x	0,70x	0,70x	0,71x	0,71x
Solvency	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Total Debt / EBITDA	6,9x	6,3x	6,3x	5,9x	5,8x	5,7x	5,6x
Net Debt / EBITDA	(0,9)x	0,2x	0,5x	0,4x	0,4x	0,3x	0,3x
Total Debt / EBIT	10,2x	9,9x	9,3x	8,4x	8,4x	8,1x	7,9x
Net Debt / EBIT	(1,3)x	0,3x	0,7x	0,6x	0,6x	0,5x	0,4x
EBIT/ Interest Expense (CF)	3,5x	3,3x	4,0x	4,2x	4,2x	4,3x	4,3x
(EBITDA-CAPEX) / Interest Exp. (CF)	1,1x	1,3x	2,6x	2,8x	2,8x	2,9x	3,0x
EBIT / Interest Expense (CF)	2,4x	2,1x	2,7x	2,9x	2,9x	3,0x	3,1x
Common Equity / Tot Assets	19,7%	17,0%	17,7%	17,8%	17,9%	18,0%	18,1%
LT Debt / Equity	1,4x	1,5x	1,4x	1,4x	1,4x	1,3x	1,3x
LT Debt / Capital	0,6x	0,6x	0,6x	0,6x	0,6x	0,6x	0,6x
LT Debt / Assets	27,4%	25,4%	24,9%	24,7%	24,4%	24,1%	23,7%
Total Debt / Equity	1,6x	1,7x	1,7x	1,7x	1,7x	1,7x	1,7x
Total Debt / Capital	67,7%	70,8%	73,2%	73,2%	73,5%	74,4%	75,2%
Total Debt / Assets	31,0%	29,1%	30,0%	29,9%	29,9%	30,1%	30,2%
Net Debt / Equity	(20,8)%	5,1%	13,1%	12,7%	11,3%	10,1%	8,3%

Elaboración GPM

DISCLAIMER

Gestión de Patrimonios Mobiliarios S.V. S.A. (GPM) es una entidad supervisada por la CNMV y adherida al Fondo de Garantía de Inversiones (Fogain). Toda la información incluida en este informe ha sido recopilada y elaborada de buena fe a partir de fuentes que consideramos fiables. No obstante, GPM no ofrece ninguna manifestación ni garantía con relación a la integridad, veracidad o exactitud de dicha información, y por tanto, no asume ninguna responsabilidad al respecto.

GPM emite tres recomendaciones: comprar, vender y mantener. La recomendación de COMPRA se realiza para aquellas compañías en las que se espera una evolución un 10% o superior a la del mercado en el plazo de un año (según las referencias del Ibex 35 y el Índice General de la Bolsa de Madrid para valores españoles). Por otro lado, la recomendación de VENTA se emite para aquellas compañías en las que se espera una evolución un -10% o inferior a la del mercado en el mismo plazo. Finalmente, la recomendación de MANTENER se emite para aquellas compañías en las que se espera una evolución similar a la del mercado, con una horquilla de +/- 10%.

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

Los inversores deben tomar sus propias decisiones de inversión en función de sus objetivos específicos de rentabilidad y riesgo. Se debe tener en cuenta que la recomendación proporcionada en este informe podría no ser adecuada para todos los inversores y aquellos que tengan acceso a este documento deben ser conscientes de que los valores, instrumentos o inversiones mencionados en el mismo podrían no ser convenientes para sus objetivos de inversión específicos, su posición financiera o su perfil de riesgo. Además, 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. En consecuencia, GPM no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Los valores e instrumentos financieros están sujetos a fluctuaciones de precios y resultados de inversión, que pueden ser adversos y resultar en la pérdida de la inversión inicial del inversor. La inversión en futuros, opciones y valores de alta rentabilidad conlleva riesgos significativos y puede no ser adecuada para todos los inversores. En ciertos casos, las pérdidas pueden superar el capital invertido y, por lo tanto, los inversores pueden necesitar realizar aportaciones adicionales para cubrir tales pérdidas. Antes de realizar cualquier transacción en estos instrumentos, los inversores deben comprender su funcionamiento, derechos, obligaciones y riesgos, así como los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir un mercado secundario para dichos instrumentos. A la fecha de publicación de este informe, GPM no mantiene una posición larga o corta neta que exceda el 0,5% del capital del emisor al que se refiere este informe.

GPM cuenta con procedimientos y medidas de control establecidos en su Reglamento Interno de Conducta para prevenir y evitar conflictos de interés en sus operaciones. La política de conflictos de interés se encuentra disponible en nuestra web corporativa (www.gpmbroker.com) y en nuestras oficinas.

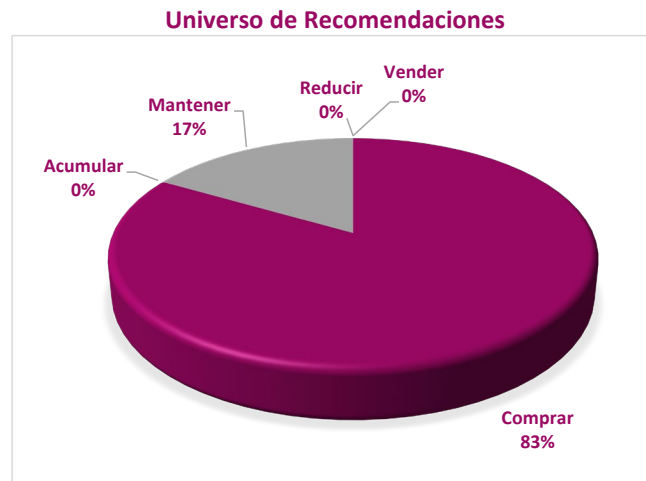
Entre estas medidas, se encuentra la prohibición para los analistas y cualquier otra persona involucrada en la elaboración del informe de operar en el valor analizado o en instrumentos relacionados, si tienen conocimiento de información no pública o no revelada a los clientes sobre las fechas de difusión o contenido probable del informe. Asimismo, el analista responsable del informe no puede realizar operaciones personales en contra de la recomendación vigente. La remuneración del personal encargado de elaborar los informes no está vinculada, ni directa ni indirectamente, a las recomendaciones u opiniones expresadas en los mismos. La remuneración del personal encargado de elaborar estos informes no se encuentra ligada, ni de forma directa ni indirecta, a las recomendaciones u opiniones que se expresen en ellos.

Fecha de difusión: 29 de Junio de 2023 @ 14:00

Fecha de producción: 28 de Junio de 2023 @ 18:00

Recomendaciones de GPM en los doce últimos meses [pinche aquí](#)

Resumen Universo de Recomendaciones de GPM:



Elaboración GPM (no incluye EIDF)

Con fecha de este informe, Gestión de Patrimonios Mobiliarios S.V., S.A.,

- Actúa como asesor registrado, agente o proveedor de liquidez para las siguientes empresas: **ELEKTRA; AMÉRICA MÓVIL; TV AZTECA.**
- No ha participado como director o codirector en operaciones corporativas en los últimos 12 meses.
- Tiene un contrato de liquidez: **PRIM; EIDF; ATRYS; MONDO TV; IFFE FUTURA. NEINOR.**

DISCLAIMER (ENGLISH)

Gestión de Patrimonios Mobiliarios S.V. S.A. (GPM) 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 goals. 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 goals, 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. As of the date of publication of this report, GPM does not hold a long position exceeding 0.5% of the capital of the issuer to which this report refers.

GPM has procedures and control measures established in its Internal Rules of Conduct to prevent and avoid conflicts of interest in its operations. The conflict-of-interests policy can be consulted on the GPM corporate website (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. Similarly, the analyst who authored this report must not trade personally against the recommendation given here. Unless other thing indicated, the compensation of the staff who have prepared this report 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

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

