



Florentino Pérez, presidente del Grupo ACS.

La opa competitiva lanzada por la filial alemana de ACS para hacerse por el control de Abertis no acaba de sentarle bien a su cotización en Bolsa. En parte porque el mercado descuenta una contraopa por parte de la italiana Atlantia y no descarta alguna compañía más. A largo plazo, prefieren esperar y ver el impacto del apalanca-

miento que supondrá la operación para el grupo de infraestructuras. También las sinergias que aportaría a ACS la potencial adquisición de Abertis se miran con lupa pese al optimismo inicial. A corto plazo la repercusión del anuncio de la operación sobre su cotización no acaba de definirse, según los analistas consultados.

El mercado descuenta una guerra de opas y se mantiene a la espera

La opa de ACS por Abertis deja frío al valor en Bolsa

■ Maite Nieva

La contraoferta presentada por ACS a la opa de Atlantia a través de su filial alemana Hochtief para adquirir Abertis ha entrado en un nuevo capítulo que tiene visos de convertirse en un proyecto a largo plazo. En lo que va de año Abertis se ha revalorizado un 45% en Bolsa y continúa subiendo, superando ahora el precio ofertado por la alemana Hochtief. Una reacción del mercado que está descontando una guerra de ofertas entre la italiana Atlantia y la compañía que preside Florentino Pérez, según los analistas.

El pasado 19 de octubre la filial alemana de ACS realizó una oferta pública de adquisición de acciones (OPA) en la que valoraba el capital total de Abertis en 18.6 mil millones de euros, un 14% superior a la que presentó Atlantia en mayo por 16.341 millones.

Si la opa sobre Abertis se lleva a término, el grupo que preside Florentino Pérez constituiría un "grupo mundial único de construcción e infraestructuras. A corto plazo la noticia ha tenido un impacto reducido en el valor. Aunque el mercado está siendo muy optimista por las sinergias que aportaría a ACS la potencial adquisición de Abertis, un activo de altísima calidad, por el momento la repercusión sobre su cotización no acaba de definirse, según los analistas consultados.

Las sinergias marcan el precio

La evolución del precio de ACS va a venir muy ligada a la percepción que tengan los inversores de estas sinergias porque realmente es donde está el *quid* de la cuestión, dice Rafael Fernández de Heredia, analista de GVC Gaesco Beka. En su opinión, el precio de Abertis a 18,76 euros por acción es alto y para justificarlo hay que justificar las sinergias que

espera obtener el grupo que preside Florentino Pérez. "En GVC Gaesco Beka estamos viendo que las sinergias estimadas son mucho más conservadoras, en el entorno de 800 millones frente a los 6.000 y 8.000 millones de euros en 2021 que calcula el grupo ACS". Según este experto, es todo un desafío porque se focalizan básicamente a través del desarrollo de nuevos proyectos de autopistas. "Su filial Iridium tiene experiencia suficiente para conseguir nuevos proyectos para que los construya ACS y posteriormente pasen a manos de Abertis, pero una cosa es que el grupo constructor y de infraestructuras tenga capacidades y otra que gane todos los concursos", señala. Por otra parte, en su opinión, "supone cambiar el modelo de negocio de Abertis, una concesionaria de autopistas maduras con un negocio muy estable para introducir un planteamiento con algo más de riesgo y mayores retornos".

Recortes del precio objetivo

Con estas previsiones GVC Gaesco Beka estima un precio objetivo a la baja en el entorno del 4% para ACS desde 39,3 hasta los 37,8 euros por acción. Pese al ligero repunte que ha registrado el valor "con todo lo que suele conllevar este tipo de operaciones corporativas", el analista no cree que el valor vaya a moverse en un rango mucho mayor del que ha tenido en los últimos meses.

En XTB prefieren moverse por escenarios, por ahora. Y el escenario más favorable es que la CNMV

La oferta tiene sentido estratégico pero como inversión a largo plazo la vemos con mucha precaución", según Borja Rubio, broker de Orey iTrade en España

apruebe la oferta y que los accionistas vayan aceptando los precios de oferta de ACS", dice Joaquín Robles, analista de XTB. Otros dos escenarios que se barajan es que Atlantia decida subir el precio en el plazo de 30 días y que realice una

nueva contraopa que debería ser aprobada por la CNMV o que apreciara incluso un tercer actor. "La compañía italiana lleva prácticamente un año detrás de la operación de Abertis y es posible que no se resigna a quedarse sin ella por la contra-

opa de ACS", dice.

Desde la perspectiva de XTB, actualmente ACS no es una oportunidad de compra. "No la estamos barajando en ninguna de nuestras carteras, a pesar de que el valor ha tenido un buen recorrido durante este año", dice del broker, si bien considera que "es una acción bastante estable que tendría un precio objetivo de unos 35 euros por acción".

La contraopa que ha lanzado ACS sobre Abertis equivale a valorar la concesionaria en torno a 20 veces el beneficio estimado para 2017 en 900 millones de euros, según Borja Rubio, broker de Orey iTrade en España. "No es ninguna oferta a la baja, pero es probable que, por el tipo de negocio que es, -previsible en ingresos, y por la caja que genera-, pueda haber una contraoferta por parte de Atlantia y la italiana podría ofrecer unos 20.000 - 22.000 millones de euros por Abertis, lo que supondría valorarla a 25 veces beneficios", según sus previsiones.

Excesivo apalancamiento

El apalancamiento que supone esta operación para la compañía que preside Florentino Pérez no se pasa por alto entre los inversores por el impacto que podría el aumento de su deuda sobre la calificación crediticia del valor. El grupo ha centrado sus esfuerzos en los últimos años en desapalancarse y esta operación aumentará su endeudamiento. El 80% del total de 18.600 millones a los que asciende la operación se plantea mediante el pago de 18,76 euros por acción y el 20% restante mediante canje de acciones.

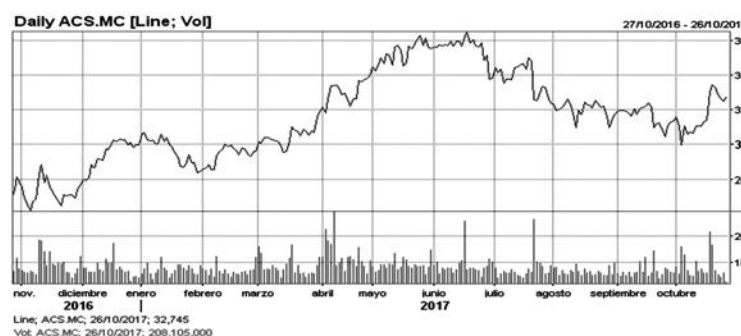
"Aunque la oferta tiene sentido estratégico y genera sinergias, como inversión a largo plazo la vemos con mucha precaución", comenta Borja Rubio. "Estamos hablando de poner sobre la mesa unos 18.000 millones de euros, más que la capitalización de mercado de la propia ACS y, van a hacer una ampliación de capital a través de Hochtief que, a su vez, es casi el 80% es de ACS. Además, el grupo ACS va a tener que aumentar el endeudamiento, y este tipo de valores con movimientos corporativos tan fuertes no nos atraen a largo plazo", dice.

"La evolución del valor va a venir muy ligado a la percepción que tengan los inversores de las sinergias", dice Rafael Fernández de Heredia, analista de GVC Gaesco Beka

En Orey iTrade consideran que el endeudamiento no será un problema con los tipos de interés actuales. "Mientras la inflación siga en niveles estables, los tipos no se moverán en exceso y no será un problema estricto el aumento de la financiación en este tipo de operaciones", dice Borja Rubio. No obstante, le parece contradictorio que Hochtief aumente dividendos tras unirse con Abertis porque la OPA supondrá salida de caja de la compañía. "Pueden ofrecerlo como caramelo a los accionistas, pero que aumenten la retribución no debe ser una opción para elegir el canje en acciones", dice.

En caso de salir adelante la oferta de ACS, los accionistas de Abertis pueden optar por cobrar en efectivo, en acciones de Hochtief o un canje mixto. Desde la perspectiva del broker de Orey iTrade "el pago en efectivo es la opción más interesante si el cliente no conoce en profundidad Hochtief y sus fundamentales". De hecho, "tanto Hochtief como ACS están cotizando con valoraciones elevadas, en torno a 14 veces y en un sector que no me parece atractivo en este momento", dice Borja Rubio.

EVOLUCIÓN BURSÁTIL



Un negocio de 28.000 millones

Desde un primer momento el presidente del grupo de construcción e infraestructuras ha asegurado que no pondría en juego el *investment grade* de ACS y por el momento tiene los vientos a su favor.

La agencia de calificación crediticia S&P ha confirmado el crédito corporativo de a largo plazo "BBB", sin perder de vista la "incertidumbre actual en torno a los futuros propietarios de Abertis y su estructura corporativa". Si la

oferta de Hochtief tiene éxito, "tanto la filial alemana como Abertis se beneficiarían de una presencia geográfica más amplia, principalmente en países de bajo riesgo, y una rentabilidad relativamente alta y estable respaldada por la concesión de operaciones de Abertis", según la agencia de *rating*.

Por otra parte, el nuevo grupo tendría "una fuerte posición competitiva apoyada principalmente por Abertis, uno de los operadores

internacionales de autopistas de peaje más grandes del mundo y el negocio de concesión de Abertis proporcionaría más rentabilidad estable y generación de flujo de efectivo en comparación con las operaciones de ingeniería y construcción existentes de Hochtief. Según S&P, entre el 70% -75%, del Ebitda sería generado por el negocio las concesiones y generaría ingresos de alrededor de 28 mil millones de euros.