

Visítalo en: <http://www.labolsa.com/canales/2246/>

## FCC: "PASADA LA TORMENTA REALIA, ES HORA DE PONERSE AL SOL"

Inverseguros  
10 de julio de 2007

Desde la publicación de nuestra última nota, hemos visto que el comportamiento de la acción ha seguido siendo negativo en ese período, alcanzando incluso nuevos mínimos anuales (66,8 , acumulando un 15% YTD). Sin embargo, la cotización parece haberse recuperado en los últimos días rebotando desde esos mínimos anuales (+6% últimos 5 días). Creemos que ese cambio de tendencia puede deberse en gran medida a la eliminación del impacto negativo que la OPV de Realia tuvo en la cotización de FCC. Aprovechamos la revisión en la valoración que hemos efectuado para ajustar el impacto real del negocio inmobiliario.

### **Realia ya cotiza, ¿y ahora qué?**

Como hemos comentado, la valoración de FCC durante el proceso de colocación de Realia se ha visto corregida a la baja por parte de muchas casas de análisis, nosotros incluidos. El principal motivo es que los rangos de valoración, tanto los derivados de las expectativas de precio como de su NNAV, eran sensiblemente superiores a los que finalmente se fueron conociendo. Así pues, hemos actualizado el impacto que su participada tiene en el total del Grupo a efectos de valoración, y efectivamente si comparamos la valoración que realizamos en mayo con la actual, se puede apreciar que existe una diferencia de casi 500 Mn (3,75 /acc).

La diferencia con respecto a esa valoración es que hemos incorporado a nuestro modelo de suma de partes la valoración neta de los activos publicada por Richard Ellis aplicándole un descuento del 20%, ratio histórico aplicado a los activos netos de inmobiliarias, valorando por tanto el 100% del negocio en 1.940 Mn , una valoración más razonable en relación a la que inicialmente asignamos a Realia de 3.000 Mn , más si cabe si tenemos en cuenta que el valor de mercado de Realia asciende a 1.840 Mn .

### **Mantenemos intacta nuestra visión en la compañía...**

Al margen de esa corrección valorativa, nuestra opinión de FCC se mantiene intacta en el sentido de que seguimos viendo los mismos valores y oportunidades que defendimos en nuestra anterior nota, a saber:

- **Gran momento de resultados.** La compañía atraviesa un momento dulce de resultados en una combinación rentable de mayor tamaño y crecimiento orgánico.
- **Atractivos márgenes de negocio.** De nuevo encontramos un argumento de compra en la solidez y, sobre todo, potencial de su rentabilidad operativa.
- **Diversificación.** Sin duda alguna se trata de uno de los grupos más diversificados del panorama europeo dentro de su sector. Sin la necesidad de grandes desembolsos (Ferrovial BAA) o la entrada en nuevos negocios (Acciona y ACS sector energético) ajenos a su core business, creemos que FCC aporta una estructura equilibrada y racional que siempre ha respetado su tamaño y la capacidad de endeudamiento.

- **Capacidad de crecimiento.** La ejecución de un ambicioso programa de inversiones no ha comprometido su margen de maniobra ya que seguimos viendo la posibilidad de crecer no sólo por la holgura que le conceden sus ratios de endeudamiento, sino por la posibilidad de obtener fondos adicionales con la colocación en Bolsa de su cartera de concesiones (Realia y Global Vía).

... **incluso revisando a la baja el potencial.**

Y es que al margen de esa pérdida de valor en Realia, entendida como la rectificación de una sobrevaloración efectuada por nuestra parte del negocio inmobiliario, hemos efectuado algún cambio adicional en nuestro modelo de suma de partes. Lo más significativo está en el cambio de valoración de Servicios Medioambientales, pasando de un modelo de DCF a la aplicación de un múltiplo sobre el Ebitda estimado para este año ya que pensamos que de esa forma se muestra una valoración más actual del negocio. Igualmente, hemos modificado ese múltiplo en la valoración de Versia, ya que el ratio EV/Ebitda anteriormente aplicado de 12x vs 6x actual (nuestra valoración arroja un múltiplo implícito de 5,8x 07E), sobrevaloraba el negocio a nuestro juicio. El resto de ajustes se deben a cambios en las hipótesis, fundamentalmente en tipos de interés (+40 pb del tipo a 10 años), que se han traducido en niveles más exigentes de WACC.

**Reiteramos nuestra recomendación de compra**

Por lo tanto, después de modificar algunos criterios de nuestra valoración, sobre todo en términos de cálculo e hipótesis, lo cierto es que la constructora sigue cotizando con descuento. Creemos que el ejercicio en términos de resultados será positivo y sin riesgos importantes a la baja en los márgenes. Construcción y Cemento, especialmente esta última, darán soporte a los márgenes del grupo en el caso de que las actividades de Servicios y Versia, algo más volátiles, puedan verse corregidas a la baja. Lo que vemos por tanto es que las cuatro áreas básicas de negocio se comportarán de manera muy positiva, con una contribución en términos de valoración positiva. Son las otras actividades, inmobiliaria fundamentalmente, las que vemos con algo más de incertidumbre, que como exponemos en esta idea, incluso podrían tener un efecto negativo en valoración. En cualquier caso no variamos nuestra visión en el valor recomendando aprovechar el excesivo castigo sufrido por la acción para tomar posiciones en relación a nuestro precio objetivo.

	Enterprise Value	FCC participación		%	Método de valoración	Criterio / Precio
Construcción	2.339	100%	2.339	16%	DCF (WACC=8,0%, g=1,0%)	12,0
Servicios Medioambientales	6.958	100%	6.958	49%	EV/Ebitda (x)	6,0
Versia	736	100%	736	5%	EV/Ebitda (x)	
Cemento	5.456	67%	3.644	26%	DCF (WACC=6%, g=1,0%)	6.000
Torre Picasso	16.221	80%	586	4%	Valor mercado /m2. Nivel ocupación 100%)	
<b>Total divisiones</b>	<b>1.941</b>		<b>14.264</b>			
Realia	586	51%	990	6%	20% descuento sobre NNAV	2.426
SIIC	550	51%	299	2%	Coste de adquisición	2,0
Concesiones		49%	270	2%	Valor en libros (x)	
<b>Valor de participadas</b>			<b>1.558</b>			
<b>Deuda neta del holding</b>			<b>-5.250</b>			
<b>Minoritarios</b>			<b>-316</b>			
<b>Total Equity Value</b>			<b>10.255</b>	<b>100%</b>		
# acciones ajus por autocartera (Mn)			129,3			
<b>Precio objetivo (/acc)</b>			<b>79,34</b>			
Precio actual (/acc)			710,70			
<b>Potencial</b>			<b>12,2%</b>			