

Visítalo en: <http://www.labolsa.com/canales/2363/>

AGBAR: "ADIÓS A APPLUS+"

Inverseguros
21 de agosto de 2007

Tras muchas especulaciones y un intento fallido, Agbar finalmente ha accedido a la venta de su filial de inspecciones y certificaciones a un grupo de inversores liderados por The Carlyle Group. La valoración que se ha realizado de la filial ha alcanzado finalmente los 1.480 Mn , lo que permitirá a la entidad catalana percibir unos 541,6 Mn que le generarán unas plusvalías de unos 210 Mn este año. Recordemos que Applus+ estaba participada por Agbar (53,1%), Unión Fenosa (25%) y Caja Madrid (21,9%). A raíz de la operación, hemos revisado nuestro modelo para ajustar nuestras previsiones de resultados, cuyas modificaciones principales mostramos a continuación.

		2007 (e)	2008 (e)	2009 (e)
Ventas	Anterior	3.475,0	3.702,0	3.948,0
	Actual	2.860,9	3.044,7	3.243,2
EBITDA	Anterior	658,8	698,2	740,2
	Actual	574,7	597,8	622,6
DFN	Anterior	1.599,7	1.446,1	1.269,5
	Actual	665,8	561,9	354,7

Con los ingresos obtenidos por la venta, pensamos que la compañía buscará potenciar el crecimiento de su actividad principal, la distribución y gestión del agua. Consideramos que tras la compra realizada el año pasado de Bristol Water en el Reino Unido y con la estabilidad regulatoria que ofrece el mercado británico tras haber aprobado el regulador Ofwat la evolución de las tarifas hasta 2010 la compañía buscará destinar los recursos obtenidos a potenciar su presencia allí. Esta posibilidad podría conjugarse con una hipotética colocación en bolsa de un porcentaje significativo del capital de Bristol Water, que permitiría a Agbar capitalizar ya parte de su inversión a la vez que se ajustaría a su habitual política de mantener participaciones significativas en sus negocios próximas al 50%.

Valoramos positivamente la desinversión de Applus+ ya que en nuestra opinión se trataba del área de actividad de la compañía que menor visibilidad ofrecía, sobre todo el área de Certificación donde la presencia de Agbar era más incipiente. El crecimiento en dicha área se venía realizando sobre todo vía adquisiciones (RTD, K1), centradas principalmente en el norte de Europa, por ejemplo Finlandia. La evolución de los resultados de Inspección y Certificación no estaba siendo en nuestra opinión favorable

del todo, con descensos de los márgenes e incumpliendo con las previsiones. Por otro lado, la fuerte presencia de las competidoras SGS e Intertek a escala global dificultaba en nuestra opinión el crecimiento de la actividad.

Con esta desinversión, consideramos que el grupo ha recuperado visibilidad en la evolución de sus resultados a futuro. Adicionalmente, la situación financiera del grupo se ha visto notablemente reforzada con la operación, lo que le confiere al grupo un elevado margen para reapalancar su balance potenciando su principal línea de negocio, la distribución de agua. Aunque mantenemos nuestro precio objetivo de 26,5 por acción, conferimos un sesgo positivo a la operación de venta de Applus+ ya que permite por un lado eliminar un factor de incertidumbre y por otro lado generar fondos para invertir en el negocio principal.

Mantenemos nuestra valoración de la compañía...

A continuación mostramos nuestra valoración de Agbar por DCF y suma de partes, las cuales en promedio nos arrojan un precio objetivo para el grupo de 26,5 /acc. Las hipótesis que empleamos en nuestro modelo por DCF incluyen WACC de 7,0%, g de 1,5%, BETA de 0,7x, tipo de interés sin riesgo de 4,5% y prima de mercado de 4,8%. Obtenemos un múltiplo de salida en nuestro valor terminal de 8,4x EBITDA.

CASH FLOW LIBRE	2008	2009	2010	2011		EV	EV/EBITDA	EBITDA 07	
Mn €	(e)	(e)	(e)	(e)			07	Mn €	Comentario
EBIT	422,1	444,8	469,0	495,0					
EBIT* (1-t) NOPLAT	312,4	329,1	347,1	366,3	Agua	4.137,1	8,9	463,4	DCF (Wacc:7%; g: 0,8%).
Amortizaciones	178,9	190,0	201,2	212,3	Salud	918,9	7,7	119,7	Promedio de P/BV: 2,8x y de 0,7x primas
Inversiones Activo Fijo	-274,0	-274,0	-274,0	-273,0	Otros	63,6	n.d.	-8,4	Valor en Libros
Invers. Fondo Maniobra	3,2	3,5	3,7	4,1					
Cash Flow Libre	220,5	248,6	278,0	309,6	Total Mn €	5.119,6	8,9	574,7	
CFL Descontado	206,0	217,0	226,7	235,9	(-) DFN Mn € 2007	666			
VT				5.681,9	(-) Minoritarios	882			
VT Descontado				4.329,8	(+) Part. Financ.	308			
Valor Empresa				5.215,5	Valor FFPP	3.880,4			
- Deuda Neta				666	Nº acciones (Mn)	148,4			
- Minoritarios				882	P.O. (€/acc.)	26,1			
+ Participaciones Financ.				308					
Capitalización Bursátil				3.976,2					
# Acciones (Mn)				148,4					
P. Objetivo (€/Acc.)				26,8					

... aunque la venta de Applus+ y la actual OPA sobre la compañía acotan sensiblemente los riesgos.

Aunque no hemos alterado nuestra valoración de Agbar, pensamos que en el transcurso del año el perfil de riesgo del valor se ha visto acotado de forma significativa con la venta de Applus+ por un lado, y por otro lado con la OPA lanzada por Suez y La Caixa conjuntamente a 27 por acción. La escasa prima ofrecida por los ofertantes creemos que obedece por un lado al hecho de que éstos ya controlan casi un 50% del capital, con lo cual ya ejercen el control efectivo de Agbar, y por otro lado al escaso interés que ambas entidades pueden tener por hacerse con el 100% de la compañía, ya que en nuestra opinión el lanzamiento de la OPA ha sido más una consecuencia de la salida de Torreal del capital y el intento por parte de Suez y La Caixa de evitar entradas no deseadas en el núcleo accionario, que una acción intencionada. Aunque en el comunicado de la OPA se anunciaba el interés por parte de ambas entidades de que al menos siga cotizando en bolsa entre el 30% y el 33% del capital de Agbar, lo que podría conllevar un riesgo de sobreoferta en el futuro en el caso de que ambas entidades se hicieran con un porcentaje significativamente superior a un 70% de las acciones, sin embargo creemos que este riesgo debe quedar relativizado por el escaso atractivo de la OPA, lo que hace poco probable que se pueda generar dicha situación una vez concluida la oferta de compra.

En conclusión, reiteramos nuestra recomendación de **MANTENER** al igual que nuestro precio objetivo de 26,5 por acción, aunque pensamos que el valor ha ganado en atractivo con la venta de Applus+ a la vez que éste se encuentra fuertemente soportado a los actuales niveles de cotización por la OPA lanzada

conjuntamente por Suez y La Caixa a 27 por acción, precio que por otro lado consideramos razonable por fundamentales y carente de prima especulativa. Valoramos positivamente también la mejoría de la situación financiera de la compañía, la cual dispone actualmente de capacidad para reapalancar su balance expandiendo su negocio de aguas. Vemos por tanto poco riesgo de invertir en el valor, cuyo atractivo pensamos se ha incrementado, aunque su buen comportamiento ante las recientes caídas bursátiles le puede restar interés de cara a posibles rebotes de las bolsas en el corto plazo.

.....