

Elecnor

Por Ivan Chvedine

¿Es Elecnor una idea interesante de inversión que deberíais analizar?

Creemos que sí. Elecnor nos da exposición a segmentos atractivos y de crecimiento como pueden ser las energías renovables o las infraestructuras sin prácticamente pagar por ellos, ya que con la valoración de su división de ingeniería ya tenemos su capitalización bursátil.

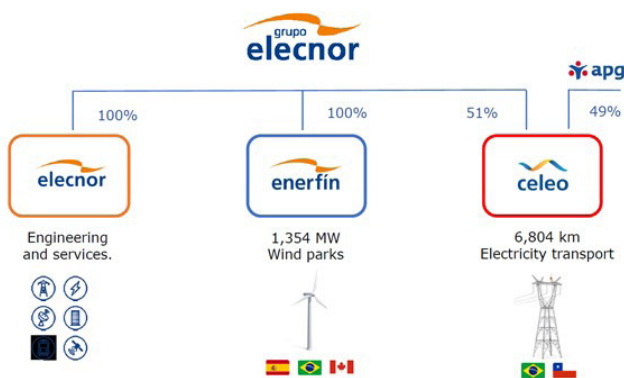
Este artículo pretende ayudaros en este análisis, y para ello trataré de responder algunas preguntas que seguro os haréis:



¿QUÉ HACE ELECNOR?

Elecnor, controlada por las familias fundadoras a través del vehículo Cantiles XXI, nació como una compañía de ingeniería en el País Vasco hace más de 60 años. Pero con el paso de los años, Elecnor se dio cuenta de que, en lugar de solo construir y mantener activos para terceros, también podía retenerlos en propiedad, ya que tenía el conocimiento para poder hacerlo, de este modo podía ser más rentable y dar una mayor estabilidad en la cuenta de resultados.

Así surgió el negocio concesional que a su vez se dividió en 2 filiales:



- **Enerfin:** Elecnor fue de los primeros en invertir en energía eólica en España. Gracias a ello, hoy gestiona más de 1.300 MW (1.187 MW atribuibles) en España, Brasil y Canadá y tiene casi 9GW de pipeline por desarrollar.

- **Celeo:** Elecnor gestiona más de 6.800 km de líneas de transmisión en Brasil y Chile. En el caso de Brasil son concesiones a 30 años, mientras que en Chile son concesiones al infinito. Son activos que nos protegen contra la inflación, ya que sus ingresos se ajustan cada año con la inflación. En 2014, Elecnor vendió el 49% de Celeo a APG, uno de los fondos más grandes de Europa, operación que le permitió tener un socio que le daba respaldo financiero para acometer el crecimiento de esta división.

Por su parte, el negocio de Ingeniería también está dividida en **2 subdivisiones:**

- **Servicios:** Son básicamente servicios de mantenimiento a grandes *utilities* a través de contratos marco de largo plazo, por ello, es un negocio generador de caja de manera recurrente.
- **Proyectos:** Son proyectos llave en mano para diversos sectores económicos en los que es clave la experiencia y el buen hacer. Este negocio tiene un perfil más cíclico, pero su fuerte exposición a sectores como las renovables o la electrificación nos hace ser positivos de cara a los próximos años.

TESIS DE INVERSIÓN



¿CUÁN BUENO/CONSERVADOR ES EL EQUIPO GESTOR?

Conocemos Elecnor por más de 20 años, y durante estos años nos han demostrado, con hechos, su perfil conservador, su saber hacer y visión de largo plazo. Mientras que sus competidores crecían muy rápido, Elecnor lo hacía “pasito a pasito”. Al equipo gestor le incomoda tener mucha deuda, además, son muy disciplinados en las rentabilidades que les exigen a los proyectos. Antes de la crisis financiera de 2008-09, les criticaban por dejar “escapar” oportunidades de inversión. Pero el tiempo les dio la razón, dos de sus competidores quebraron y Elecnor sigue en pie y creciendo de manera consistente como se ve en el gráfico.



¿Y CUÁNTO PUEDE VALER ELECNOR?

Más que compartir nuestra valoración, compartiremos el proceso que hemos seguido para llegar a ella y cuál podría ser un rango razonable de valoración.

Como Elecnor tiene 3 líneas de negocios diferentes, hacemos una suma de partes:

- **Ingeniería:** en dic-21 se cerró una transacción comparable, ACS vendió Cobra, su división de ingeniería, a Vinci por 4.2bn€ lo que implicaba un múltiplo EV/ebitda de ~9x. Podríamos usar este múltiplo como referencia.
- **Enerfin:** el sector de las renovables es un sector de crecimiento y en la siguiente tabla se puede ver lo que el mercado está pagando por este tipo de compañías. Pero la tabla también pone en contexto la posición de Elecnor, todo Elecnor (incluyendo la Ingeniería y Celeo) vale 1.6bn€ (EV) muy parecido a competidores que sólo tienen renovables e incluso tienen menos MWs en operación vs Elecnor.
- **Celeo:** en dic-19 hubo una reorganización societaria, para la cual se valoró esta división por parte de una empresa externa en ~561mn€. A dic-21 Elecnor la tiene valorada en ~515mn€ en su balance.

En la tabla de la derecha mostramos su rango de valoración, podéis cambiar los múltiplos y por ende la valoración. Pero queda claro que, aun siendo conservadores, sólo con la división de Ingeniería ya tenemos el valor en bolsa de Elecnor, todo lo demás, “gratis”.



Compañía	MW operations		Pipeline MWs		Mkt Cap mn€	1Q22 Net Debt mn€	EV mn€	Editda 22E	EV/Ebitda 2022E	EV mn€/MW operativos
	Wind	PV	Under Cons.	2025 objetivo						
Solaria	987		1,070	14,200	2,625	464	3,089	151	20x	3.1x
Audax	157	69	19	2,536	493	527	1,020	69	15x	4.5x
Grenergy	60	506	661	10,000	1,029	291	1,320	75	18x	2.3x
SolarPack, precio OPA de EQT	450		180	8,900	881	400	1,281	65	20x	2.8x
Elecnor	1,350		135	9,000	957	622	1,579			1.2x

División	Metodología	MW	Ebitda 21	Múltiplo		Net debt.	Equity		Comentario
				Conservador	Agresivo		Conservador	Agresivo	
Ingeniería	EV/Ebitda		166	8.0x	9.0x		1,327	1,493	Cobra fue vendida a ~9x Ebitda
Costes centrales	EV/Ebitda		-25	9.0x	8.0x	119	-348	-322	
Valoración del negocio tradicional, mn€							979	1,170	
Capitalización bursátil							955	955	
Qué tenemos "gratis"									
Enerfin (1)	EV/MW	1,187		0.7x		347	484		Peers cotizan a 2-4mn€/MW
	EV/Ebitda		92		12.0x	347		756	Peers cotizan a 15-20x Ebitda
Celeo	BV dic-21						515	515	
Morelos (2)	Transacción						83	83	Gasoducto en México
Total valoración del equity, mn€							2,061	2,524	
Valoración por acción							24.4	29.9	

Datos a 27 de junio de 2022

¿Y POR QUÉ EL MERCADO NO REFLEJA ESTA VALORACIÓN?

Pensamos que es debido a que:

1. Hasta hace poco la política de comunicación de Elecnor era cumplir con lo mínimo necesario.
2. Contabilidad un poco difícil de seguir.
3. Nula cobertura de analistas.
4. Poca visibilidad sobre la valoración de Enerfin.
5. Todo está cambiando

Ha habido un cambio de 180° en la política de comunicación, han contratado a una consultora para que les asesore en la comunicación con el mercado y han reforzado su equipo de relaciones con inversores.

En dic-21 publicaron una presentación dando mucha información sobre las bondades de sus negocios y sobre el negocio de concesiones, dando el Ebitda, la deuda y el *stake* en cada una de las concesiones.

En oct-21, por primera vez en la historia de Elecnor, un bróker local inició cobertura sobre Elecnor dando un rango de valoración entre 17-20€/acción.

Por último, en feb-22 anunciaron la intención de vender parte de Enerfin para dar entrada a un socio financiero que les ayude a impulsar el crecimiento, esto además ayudará a cristalizar el valor de Enerfin.

CONCLUSIÓN

Invertir en Elecnor, es invertir en buenos negocios que nos dan exposición a la transición energética, bien gestionados, que cotizan con descuento versus el valor de los activos y que tienen una deuda con recurso mínima (~120mn€).

Además, el ejercicio de transparencia y la puesta en valor de su división de renovables debería ayudar a cerrar el *gap* entre la cotización y su valoración.

IVAN CHVEDINE

Miembro del equipo de inversión de Cobas AM

