

Santiago Cano sobre Elecnor

NOTA DEL EDITOR: Esta idea de inversión es obtenida de un informe semestral de Iberian Value F.I.

* * *

Destacamos una vez más **Elecnor [BME: ENO]**, nuestra principal inversión. Durante el período ha anunciado una importante operación que puede suponer un catalizador que muestre al mercado la importante generación de valor lograda los últimos años. Se trata de la venta del 49% de su filial Celeo Concesiones e Inversiones al fondo holandés APG (su actual socio en Celeo Redes), uno de sus principales activos, dedicado a la construcción, operación y mantenimiento de líneas de transmisión eléctrica en Brasil y Chile. Lo verdaderamente importante de esta operación, es que APG aportará como parte del pago, sus acciones en Celeo Redes (49%), lo que supondrá una actualización del valor razonable de dichos activos, y cuya referencia anterior data de julio de 2015, cuando la adquirió por 237M€. Desde entonces, Celeo Redes se ha adjudicado y comprado nuevas concesiones, aumentando su valor, y cuya estimación incorporamos en nuestra valoración y es muy superior al precio pagado en 2015. La valoración implícita que pueda facilitar la compañía tras cerrar la operación, será mucho más fiable, y lo que es más importante, pública para el mercado, un tanto perezoso en realizar cálculos, análisis y/o estudios excesivamente complejos.

A pesar de que en el anuncio de la operación, la compañía comentó que supondría un impacto positivo significativo en resultados que cuantificaría en el momento del cierre, éste ya se ha producido no facilitando datos adicionales. Sí cuantificó la significativa reducción de deuda y de activos que va a suponer, al pasar a contabilizarla por puesta en equivalencia. Dejando de lado aspectos contables más complejos, esto será también un segundo aspecto muy importante, ya que simplificará mucho su balance, y permitirá al mercado apreciar con más facilidad la calidad de otro de sus principales activos, el negocio de Infraestructuras, con elevados y recurrentes flujos de caja, y con elevados retornos sobre el capital empleado al precisar de un balance mucho más reducido.

Nuestra tesis de inversión se basa en una valoración individualizada de sus activos, en la que valoramos su negocio de Infraestructuras en 940 M€, muy similar a su capitalización actual, por lo que obtendríamos “gratis” su negocio de Concesiones, que incluye principalmente, el 49% de Celeo Redes (líneas de transmisión eléctrica en Brasil y Chile) y el 100% de Enerfín (parques eólicos en España, Brasil y Canadá), activos valorados en una cuantía incluso superior a Infraestructuras. De manera agregada, los datos son incluso más atractivos, ya que con una capitalización de 930 M€, Elecnor ha generado durante la última década, un flujo de caja libre normalizado anual de 112 M€, lo que supone una muy atractiva rentabilidad operativa (FCF yield 12%).