Equity Deep Dive · BME: ACS

ACS: casi todo es Hochtief, y el resto cotiza con descuento

El 80 % de Hochtief ya vale el 90 % de la capitalización de ACS. Sumamos las partes —Hochtief a mercado, Abertis por EV/EBITDA, el resto por PER— y calculamos qué descuento de holding (15 %) paga hoy el accionista.

SDN Research · Equity Research · Datos a cierre del 15-10-2026

PUNTOS CLAVE

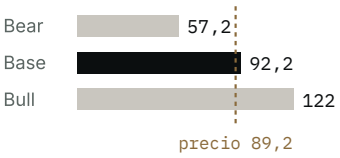
- ACS ya casi no es una constructora española: el **80 %** de Hochtief vale **€22,2 bn** a precio de mercado, el **90 %** de sus €24,7 bn de capitalización [S003][S004][S008][S009]. Comprar ACS es, sobre todo, comprar Hochtief con un descuento.
- El resto (30 % de Abertis, Dragados, Iridium, centros de datos propios y caja neta) suma unos **€6,8 bn** en nuestro caso base; el mercado les pone **€2,5 bn**. Ese hueco es el descuento de holding: **15 %**.
- Nuestros escenarios dan **€57 / €92 / €122** por acción (bear / base / bull). El rango depende de dos variables que ACS no controla: el precio de Hochtief y el múltiplo que se pague por Abertis, que debe 5,5 veces su EBITDA.

Pregunta central. ¿Qué paga hoy el accionista de ACS por todo lo que no es Hochtief? A €89,25 (cierre del 15-10-2026 [S008]) ACS vale €24,7 bn. Su 80 % de Hochtief, a precio de mercado, ya son €22,2 bn [S003][S009]. Queda un hueco de **€2,5 bn** para el 30 % de Abertis, Dragados, Iridium, los centros de datos propios y €934 M de caja neta. Según el modelo SOTP de SDN, esas piezas valen unos €6,8 bn; la diferencia es un **descuento de holding del 15 %**. Para que se cierre hace falta que Hochtief aguante su múltiplo de 26x y que ACS enseñe sus partes.

DATOS CLAVE

Cartera de pedidos +18,5 % interanual · jun-26	€105,9 bn
Neto operativo 1S26 +30 % · guía 2026: +30 % a +35 %	€510 M
Caja neta vs deuda de €2.202 M en jun-25	€1.006 M
Descuento vs. suma de partes NAV base €104,7/acción vs €89,25 · cálculo SDN	15 %

ESCENARIOS SDN



Documento informativo; no es una recomendación de inversión. Aviso legal al final.

EXHIBIT A SNAPSHOT: LO QUE SE VE Y CÓMO LO LEEMOS

VARIABLE	DATO OBSERVABLE	LECTURA
Precio ACS	€89,25 (15-10-2026) · capitalización €24,7 bn	37 % bajo el máximo de 52 semanas (€141,2); caja neta €1.006 M
Precio Hochtief	€368,4 · capitalización €27,7 bn	ACS cotiza a 21,8x beneficio 2026E; Hochtief a 26,1x
Participación en Hochtief	≈80,2 % (S&P: «about 80 %»)	Era el 50,4 % a inicios de 2022
Abertis	50 % entre ACS (30 %) y Hochtief (20 %) · EBITDA 1S26 €2.251 M	Deuda neta €25,0 bn con HoldCo: 5,5x EBITDA

Fuente: ACS [S001]; Hochtief [S003]; S&P [S004]; Abertis [S005]; Yahoo Finance [S008][S009]. P/E: cálculo SDN.

01 Un holding con una sola pieza grande: Hochtief

ESTRUCTURA

ACS (ACS.MC, BME) es la matriz de un grupo que factura unos €50.000 millones al año [S002]. Hasta 2022 era un conglomerado con participaciones intermedias; desde entonces ha ido comprando minoritarios. S&P cuenta que ACS posee **alrededor del 80 % de Hochtief** (desde el 50,4 % de principios de 2022) y el 100 % de CIMIC y de Turner [S004]. Nuestro cálculo da lo mismo por otra vía: Hochtief pagó €393 M de dividendo, de los que €78 M fueron a minoritarios, es decir, un **19,8 %** [S001][S003]; luego ACS tiene el **80,2 %**.

Hochtief (HOT.DE, DAX) contiene casi todo lo operativo. Turner (construcción en EE. UU., centros de datos incluidos), CIMIC (Australia, con UGL, Sedgman y Thiess), FlatironDragados (obra civil en Norteamérica) y Hochtief Europa. CIMIC dejó de cotizar en mayo de 2022 [S010] y Thiess pasó al 100 % en julio de 2026, tras pagar A$1.180 M a Elliott [S004]. **No hay precio de mercado separado para Turner ni CIMIC**: se valoran a través de Hochtief. Hochtief pesa más del 75 % de las ventas y del EBITDA de ACS [S004].

Fuera de Hochtief queda lo que ACS controla directamente: Dragados (España), Iridium, ACS Digital & Energy (centros de datos) y el 30 % de Abertis; Hochtief tiene otro 20 %, así que el bloque llega al 50 % y el otro 50 % es de Mundys [S004][S011].

EXHIBIT B QUIÉN ES DUEÑO DE QUÉ (JUN-26)

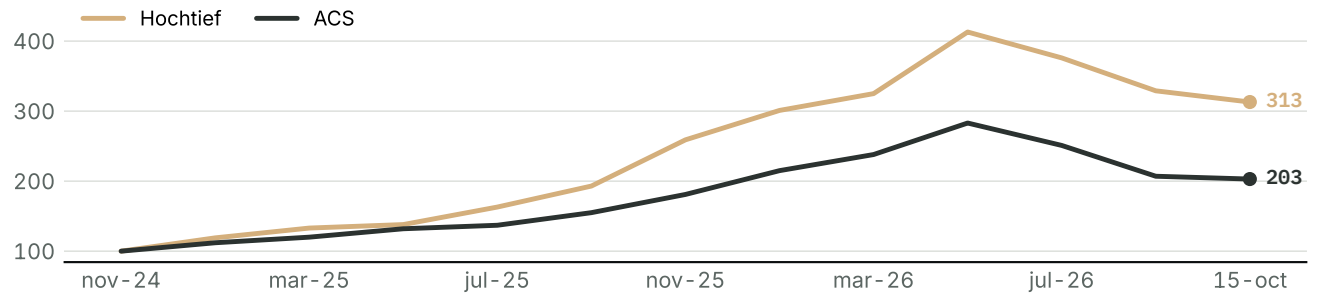
PIEZA	PROPIETARIO	COTIZA	CÓMO LA VALORAMOS
Hochtief	ACS ≈80,2 %	Sí (DAX)	Precio de mercado × participación
Turner, CIMIC (con UGL y Thiess), FlatironDragados	Hochtief 100 %	No	Dentro de Hochtief: no se suman aparte
Abertis (50 %)	ACS 30 % + Hochtief 20 %	No	Solo el 30 % directo, por EV/EBITDA; el 20 % ya está en Hochtief
Dragados (España), Iridium, ACS D&E, servicios	ACS ≈100 %	No	Beneficio residual × PER, neto de costes de holding
Waterford (1,2 GW, Ohio)	ACS D&E 100 %	No	Coste invertido (€300 M) × factor

Fuente: ACS [S001]; S&P [S004]; Cinco Días [S011]; CIMIC [S010]. Reparto de piezas: DATO; método de valoración: ANÁLISIS SDN.

NO CONTAR DOS VECES

El 20 % de Abertis que tiene Hochtief **ya está dentro de su cotización**: en el caso base son unos €2,5 bn para ACS (el 80,2 % de €3,1 bn). Si se suma otra vez, se infla el valor del grupo en torno a un 9 %. Por eso el SOTP toma solo el 30 % directo.

EXHIBIT 1 ACS Y HOCHTIEF EN BOLSA (BASE 100 = NOV-24, CIERRE MENSUAL Y 15-OCT-26)



Fuente: Yahoo Finance, cierres mensuales a 15-10-2026 [S008][S009]. Rebase SDN.

Hochtief se ha multiplicado por 3,1 en dos años y ACS por 2,0; ambas han devuelto cerca de un tercio desde junio. **Ese diferencial es, en parte, el descuento de holding** que medimos más adelante: el mercado ha pagado la parte cotizada mejor que la estructura que la contiene.

02 La cartera crece al 20 % y el motor ya no es el ladrillo: son los centros de datos

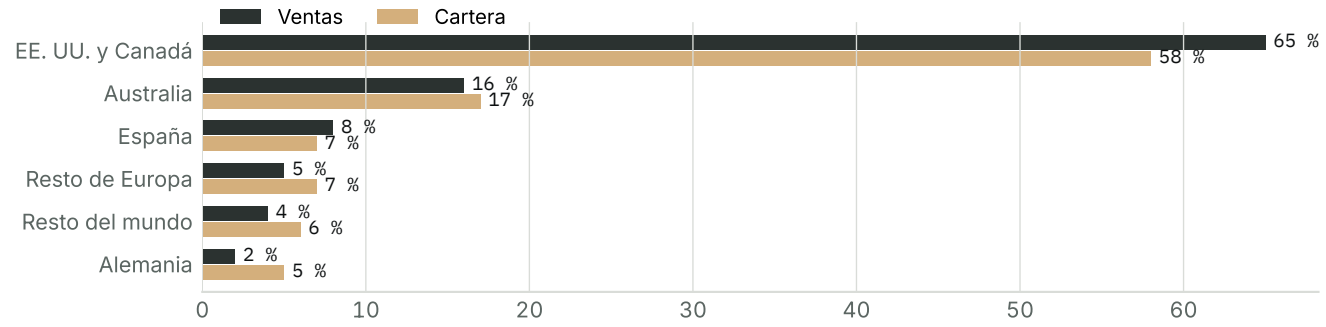
NEGOCIO

La cartera de pedidos llegó a €105.856 M en junio, un 18,5 % más que un año antes (21 % en comparable) y casi dos años de ventas [S001][S004]. Entraron €36.580 M de pedidos nuevos en el semestre, un 19 % más ajustado por divisas, «con especial énfasis» en centros de datos [S001]. S&P estima que la cartera de infraestructura digital e IA ya supera los **€20.000 M, más del 20 % del total**, el doble que un año antes [S004]. En Hochtief, los pedidos de centros de datos «más que se duplicaron» en doce meses [S003].

Turner es el protagonista. Sus ventas crecieron un 22,7 % ajustado por divisas en el semestre, el margen EBITDA subió 64 pb hasta el **4,0 %** (S&P: los centros de datos mejoran el margen [S004]) y el beneficio antes de impuestos fue de €551 M (+41 %). Su cartera es de **€46.100 M, el 44 % de la de ACS** [S001]. Hochtief ha subido la guía de Turner a **US$1.400–1.460 M de beneficio antes de impuestos** en 2026 (+35 % a +40 %) [S003]. Dentro del neto operativo del grupo, Turner aporta €321 M de €510 M, el **63 %** [S001].

CIMIC y minería. CIMIC vendió €5.150 M en el semestre y su cartera supera los €23.700 M (centros de datos en Asia-Pacífico, defensa, movilidad). Con Thiess al 100 % el grupo pasa del carbón térmico a minerales críticos [S001][S004]. En energía y nuclear: eólica en Australia, el programa de reactores modulares de Rolls-Royce y Sellafield [S001].

EXHIBIT 2 DÓNDE ESTÁN LAS VENTAS Y LA CARTERA (% DEL GRUPO, 1S26)



Fuente: ACS, estimación de la compañía [S001].

La concentración es evidente: EE. UU. y Canadá suponen el 65 % de las ventas y el 58 % de la cartera; con Australia, el 81 % y el 75 % [S001]. España pesa un 8 %. La dirección defiende esa exposición como «activo y palanca de crecimiento» [S007], pero es también el primer riesgo del informe.

03 Los márgenes suben, la caja neta cambia de signo y el accionista financió parte de ello

NÚMEROS

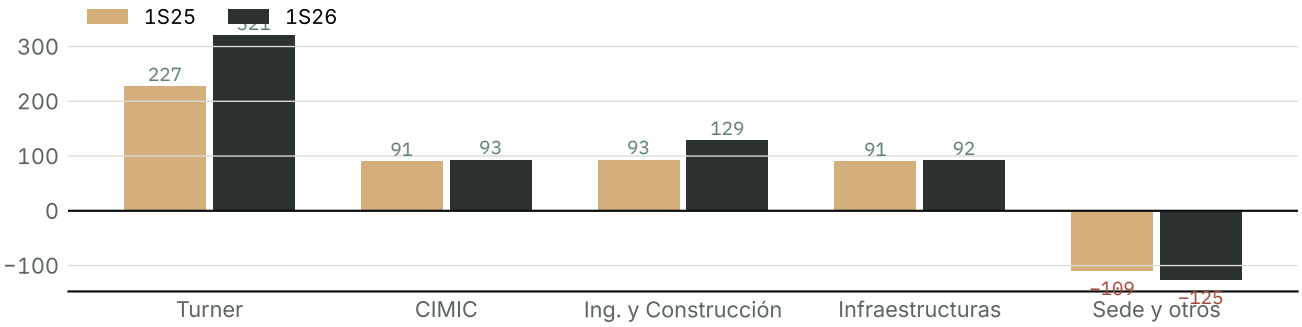
EXHIBIT C RESULTADOS 1S26 FRENTE A 1S25 (€ M)

	1S25	1S26	VAR.
Ventas	24.108	26.168	+8,5 % (+12,0 % a tipo constante)
EBITDA	1.434	1.618	+12,8 %
EBIT	942	1.156	+22,8 %
Neto atribuible	450	510	+13,3 %
Neto operativo	392	510	+30,1 %
BPA (€)	1,76	1,95	+10,7 %
Cartera	89.342	105.856	+18,5 %
Caja neta / (deuda)	(2.202)	1.006	+3.208

Fuente: ACS, resultados del primer semestre de 2026 [S001].

El margen EBITDA es del 6,2 % (1S26: 1.618 / 26.168), igual que en 2025 (3.070 / 49.848), pero el EBIT sube más del doble que las ventas (+22,8 % frente a +8,5 %): el apalancamiento operativo de Turner. 2025 cerró con neto atribuible de €950 M y neto ordinario de €857 M [S002]; el primer semestre de 2026 ya lleva el 60 % de ese ordinario.

EXHIBIT 3 NETO OPERATIVO ATRIBUIBLE POR ÁREA (€ M)



Fuente: ACS [S001]. Infraestructuras incluye Abertis, Iridium y ACS D&E.

Dos lecturas. **Todo el crecimiento sale de Turner (+€94 M) y de Ingeniería y Construcción (+€36 M)**; CIMIC e Infraestructuras están planas. Y **la sede cuesta €125 M al semestre**, un 15 % más: es la partida que un holding debe llevar a su valor.

La caja neta de €1.006 M es, en parte, capital de los accionistas. En mayo ACS colocó 16,5 millones de acciones a €125 (descuento del 5,1 %): 5,4 millones nuevos (una dilución del 2 %) y 11,1 millones procedentes de *equity swaps* de 2023, por €1.780 M [S007]. Hoy la acción cotiza un 29 % por debajo de ese precio y la deuda bruta sigue en €15.261 M [S015]. La caja se destina a inversión en capital —ACS habla de un marco de €5.500–6.000 M— sobre todo en centros de datos (€746 M invertidos en doce meses, de ellos €300 M en Waterford) y en reforzar Abertis [S001][S007].

Dividendo y recompras. Remuneración en efectivo: €448 M en 2025 y €408 M en los últimos doce meses (€217 M a accionistas de ACS, €78 M a minoritarios de Hochtief y €113 M a otros minoritarios) [S001][S002]. No hay recompra neta: ACS ha emitido más acciones de las que amortiza [S006]. El dividendo por acción **no está verificado** y queda fuera de la valoración.

04 A 26 veces beneficio, Hochtief ya paga el crecimiento de los centros de datos

HOCHTIEF POR DENTRO

ACS cotiza a 21,8x el neto operativo de 2026E (€1.136 M, punto medio de la guía) y **Hochtief a 26,1x** (€1.062,5 M, punto medio de su guía) [S001][S003]. Para una constructora es un múltiplo de plataforma tecnológica. Si quitamos de Hochtief el 20 % de Abertis (unos €3,1 bn a 10x EBITDA y su dividendo), el núcleo operativo cotiza a **26x**: el mercado paga a Turner, CIMIC y FlatironDragados como a una empresa con crecimiento sostenido del 30 % anual.

Por qué importa para ACS: como el 80 % del NAV es Hochtief a mercado, la valoración del holding hereda su volatilidad. Hochtief cae un 33 % desde su máximo de 52 semanas (€554) y sube un 52 % desde su mínimo (€242,4) [S009]. Con el descuento constante, un movimiento del ±15 % en Hochtief mueve ACS unos **±€11 por acción**, más que cualquier otra palanca del modelo.

05 Abertis es una autopista apalancada: cada vuelta de múltiplo mueve €1,2 bn al 30 % de ACS

EXHIBIT D **ABERTIS, 1S26 (€ M)**

CONCEPTO	DATO	LECTURA
Ingresos / EBITDA	3.124 / 2.251	EBITDA +6,3 %; Francia aporta el 36 %
EBITDA anualizado (SDN)	4.502	FY25 fue 4.374; el 2S suele pesar más
Deuda neta contable	23.959	Incluye €11.119 M a nivel holding
Deuda de terceros en HoldCo	1.000	Fuera de la deuda contable
Deuda neta total / EBITDA	5,5x	BBB- / Baa3 / BBB; liquidez €7,7 bn; vida media 15 años

Fuente: Abertis, resultados del primer semestre de 2026 [S005] y de 2025 [S012]. Ratio y EBITDA anualizado: cálculo SDN.

Abertis no cotiza y su deuda domina la ecuación. Con un múltiplo de 10x sobre el EBITDA anualizado (descontando un 10 % de minoritarios), el valor de empresa es de unos €40.500 M, de los que la deuda neta (incluida la de HoldCo) se lleva €25.000 M: quedan **€15.559 M** para los fondos propios, y el 30 % directo de ACS vale **€4.668 M**. Cada vuelta de múltiplo mueve el valor de empresa en unos €4.050 M, el **26 %** de los fondos propios. De ahí el rango de la tabla.

EXHIBIT E **VALOR DE ABERTIS SEGÚN EL MÚLTIPLO EV/EBITDA (€ M; 10 % DE MINORITARIOS)**

MÚLTIPLO	FONDOS PROPIOS 100 %	30 % DE ACS	20 % DE HOCHTIEF
8.0x	7.455	2.237	1.491
9.0x	11.507	3.452	2.301
10.0x	15.559	4.668	3.112
11.0x	19.611	5.883	3.922
12.0x	23.663	7.099	4.733

Fuente: Abertis [S005][S012]; cálculo SDN. El 20 % de Hochtief está dentro de su cotización y no se suma al SOTP.

De dónde sale el rango 8,5x–11,5x. El encargo era contrastar con Mundys, Vinci Autoroutes y la 407 ETR de Ferrovial. **No hemos podido verificar múltiplos EV/EBITDA de ninguno de los tres con fuente primaria.** Constan precios (C$2.090 M por el 5,06 % de la 407 ETR en 2025 [S013]; €8.199 M por el 88,06 % de Autostrade per l'Italia en 2022 [S014]), pero sin EBITDA ni deuda de cada activo no hay múltiplo. Quedan como SIN VERIFICAR y el rango de Abertis es un supuesto SDN, no un promedio de comparables.

> LEYENDO AL MERCADO
>
> Como contraste, los dividendos: S&P cuenta con unos €300 M anuales de Abertis al bloque ACS-Hochtief (el 50 %) [S004]. Eso son unos €600 M al 100 %; sobre los €15.559 M del caso base, **una rentabilidad por dividendo del 3,9 %**. Es razonable para una concesionaria que reinvierte (capex de €643 M en el semestre [S005]), pero no una señal de que 10x se quede corto.

06 El grupo vale €29,0 bn por partes y el mercado paga €24,7 bn

SUMA DE LAS PARTES

EXHIBIT F SOTP DEL CASO BASE (€ M)

PIEZA	VALOR	MÉTODO
80,2 % de Hochtief	22.205	€368,4 × 75,2 M acc. × 80,2 %
30 % de Abertis	4.668	10x EBITDA anualizado, −10 % minoritarios, −deuda y HoldCo
Dragados, Iridium, ACS D&E y servicios (neto de sede)	910	€76 M de beneficio residual × 12x
Waterford (centro de datos, 1,2 GW)	300	Coste invertido hasta jun-26, factor 1,0
Caja neta fuera de Hochtief	934	€1.006 M − €71,6 M de Hochtief
Valor de las partes (NAV)	**29.018**	= €104,7 por acción
Capitalización de ACS	24.731	€89,25 × 277,1 M
Descuento de holding actual	**14,8 %**	1 − capitalización / NAV

Fuente: Cálculo SDN con datos de [S001][S003][S005][S006][S008][S009]. Importes en € M.

Beneficio residual. El neto operativo 2026E de ACS es de €1.136 M y el de Hochtief €1.062,5 M, del que ACS recoge el 80,2 % (€852 M). Quedan **€284 M** ajenos a Hochtief. Restamos unos €180 M de Abertis (los dividendos del 30 %, un suelo) y €28 M de intereses de la caja (3 % sobre €934 M, que sumamos aparte): quedan **€76 M** de Dragados, Iridium, centros de datos y servicios, **ya netos de costes de sede, de holding y de minoritarios**. A 12x valen €910 M.

EXHIBIT 4 PIEZAS DEL GRUPO FRENTE A LA CAPITALIZACIÓN DE ACS (€ BN, CASO BASE)



Fuente: Cálculo SDN [S001][S003][S005][S008][S009].

> **NO CONTAR DOS VECES**
> (1) El 20 % de Abertis de Hochtief no se suma; (2) Turner y CIMIC no se valoran aparte; (3) la compra del 40 % de Thiess (A$1.180 M) la paga CIMIC y cae en Hochtief, cuyo precio ya la descuenta.

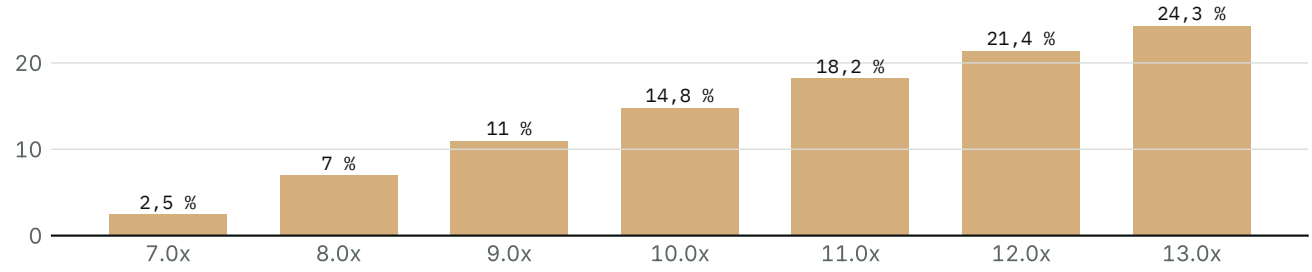
07 Con Hochtief a mercado, el resto de ACS cotiza por €2,5 bn: el 37 % de lo que valen sus partes

QUÉ PIDE EL PRECIO

El hueco (*stub*). Capitalización de ACS (€24,7 bn) menos el 80,2 % de Hochtief (€22,2 bn) deja **€2,5 bn** para pagar el 30 % de Abertis, Dragados, Iridium, los centros de datos y €934 M de caja neta. Solo la caja y Waterford suman €1,2 bn. Es decir, el mercado asigna a Abertis, Dragados e Iridium juntos **unos €1,3 bn**; en nuestro caso base valen €5,6 bn.

Tres formas de leerlo. (1) *Descuento*: manteniendo los demás supuestos del caso base, ACS cotiza con un **14,8 %** de descuento sobre sus partes. (2) *Múltiplo de Abertis implícito*: si el descuento fuera cero y todo lo demás valiera lo del caso base, Abertis estaría valorada a **6,5x EBITDA**, muy por debajo de cualquier concesionaria de peajes que conozcamos. (3) *Precio de Hochtief implícito*: con un descuento del 12 % (nuestro caso base), el precio de ACS equivale a **Hochtief a €353**, un 4 % por debajo de hoy.

EXHIBIT 5 **DESCUENTO DE HOLDING IMPLÍCITO SEGÚN EL MÚLTIPLO DE ABERTIS (RESTO DEL CASO BASE)**



Fuente: Cálculo SDN. Descuento = 1 – capitalización / NAV con Abertis al múltiplo indicado.

> LEYENDO AL MERCADO
>
> El descuento solo se cierra si ACS enseña las partes. S&P destaca la estructura más simple y menos minoritarios [S004], pero en mayo ACS colocó acciones a €125 para financiar inversiones, no para recomprarlas: la dirección no ha actuado como quien ve la acción barata.

08 Tres futuros para la acción: €57, €92 o €122 por acción

EXHIBIT G ESCENARIOS: SUPUESTOS, MECÁNICA Y VALOR POR ACCIÓN

	BEAR	BASE	BULL
Precio de Hochtief vs. hoy	−25 % (€276)	0 % (€368)	+20 % (€442)
Múltiplo EV/EBITDA de Abertis	8,5x	10,0x	11,5x
Minoritarios de Abertis s/EV	12 %	10 %	8 %
PER del resto operativo	9x	12x	15x
Waterford (× coste)	0,8x	1,0x	1,5x
Descuento de holding	25 %	12 %	6 %
Hochtief 80,2 % (€ M)	16.654	22.205	26.646
Abertis 30 % (€ M)	2.615	4.668	6.802
Resto + Waterford + caja (€ M)	1.857	2.144	2.522
NAV (€ M)	21.126	29.018	35.970
Valor por acción = NAV × (1 − descuento) / 277,1 M	€57,2	€92,2	€122,0
Frente a €89,25	-36 %	+3 %	+37 %

Fuente: Modelo SOTP de SDN [S001][S003][S005][S006][S008][S009]. No son precios objetivo.

EXHIBIT 6 VALOR POR ACCIÓN POR ESCENARIO FRENTE AL PRECIO (€)



Fuente: Modelo SOTP de SDN; precio de Yahoo Finance [S008].

Bear (€57, -36 %). Hochtief devuelve otra cuarta parte (como ya hizo entre junio y octubre, cuando perdió cerca del 27 %), el mercado paga Abertis a 8,5x y el descuento de holding se amplía al 25 %. Es el escenario de «se acaba la prima de la IA en la construcción». *Qué lo invalidaría:* un trimestre de Turner con margen EBITDA ≥ 4,5 % y cartera de centros de datos al alza.

Base (€92, +3 %). Hochtief no se mueve, Abertis a 10x y el descuento baja del 15 % al 12 %. Es casi el precio: **el mercado ya paga el caso base**, y por eso no hablamos de infravaloración. *Qué lo invalidaría:* una nueva ampliación de capital de ACS por debajo de €90 o una inyección grande en Abertis.

Bull (€122, +37 %). Hochtief sube un 20 % (hasta €442, aún por debajo de su máximo de €554), Abertis a 11,5x y el descuento se cierra al 6 % gracias a un plan estratégico 2027-2029 que muestre las partes. *Qué lo invalidaría:* que el crecimiento de Hochtief se frene por debajo del 20 % sin que baje su múltiplo, o que la dirección siga financiándose con acciones.

EXHIBIT H **SENSIBILIDAD: VALOR POR ACCIÓN (€) SEGÚN EL PRECIO DE HOCHTIEF Y EL DESCUENTO DE HOLDING**

HOCHTIEF VS. HOY \ DESCUENTO	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %
Hochtief −30 %	76,6	72,6	68,6	64,5	60,5
Hochtief −15 %	88,1	83,4	78,8	74,2	69,5
Hochtief +0 %	99,5	94,2	89,0	83,8	78,5
Hochtief +15 %	110,9	105,1	99,2	93,4	87,6
Hochtief +30 %	122,3	115,9	109,4	103,0	96,6

Fuente: Modelo SOTP de SDN (resto de supuestos del caso base). Precio actual €89,25.

> **CONCLUSIÓN DE VALORACIÓN**
>
> Con Hochtief a mercado, ACS cotiza un 15 % por debajo de la suma de sus partes. Esa cifra **depende del múltiplo de Abertis (SIN VERIFICAR) y del PER del resto**: con Abertis a 8x el descuento baja al 7 %. No hay margen de seguridad claro; lo que hay es una opción sobre el cierre del descuento y sobre el precio de Hochtief.

09 Los próximos doce meses: plan 2027-2029, Waterford y los contratos de Coravel

CATALIZADORES

EXHIBIT I **CALENDARIO DE CATALIZADORES**

QUÉ	CUÁNDO	POR QUÉ IMPORTA
Plan estratégico 2027-2029	Final de 2026 [S007]	Puede explicitar el valor de las partes y la política de capital
Resultados de nueve meses	Fecha SIN VERIFICAR	¿Mantiene Turner el margen del 4 %? ¿Se confirma la guía +30–35 %?
Comercialización de Waterford	En marcha; 1.ª fase en 2029 [S001]	Un inquilino hiperescalar convertiría €300 M de coste en valor
Coravel: más contratos con hiperescalares	Primero: 140 MW en Dallas-Fort Worth [S001]	Valida el modelo de desarrollo con GIP
Abertis: dividendos y deuda	Vencimientos 2027/28 [S005]	El dividendo de ~€300 M al bloque ACS-Hochtief sostiene el valor [S004]

Fuente: ACS [S001]; Cinco Días [S007]; Abertis [S005]; S&P [S004].

10 El riesgo no es perder pedidos: es que los centros de datos se retrasen, que EE. UU. enfríe y que Abertis pida capital

RIESGOS

EXHIBIT J **MAPA DE RIESGOS**

RIESGO	EVIDENCIA	EFECTO EN EL SOTP
Ejecución de los centros de datos	Turner: 63 % del neto operativo; cartera digital >€20 bn; Waterford sin inquilino aún [S001][S004]	Hochtief −25 %: −€5,6 bn de NAV (−€17 por acción tras el descuento)
Concentración EE. UU. y Australia	81 % de las ventas y 75 % de la cartera en esas dos zonas [S001]	Divisas y ciclo: efecto doble en BPA y en precio
Apalancamiento de Abertis	5,5x EBITDA; €1.000 M en HoldCo; BBB- [S005]	±1x de múltiplo = ±€1,2 bn en el 30 % de ACS
Recapitalizaciones	€200 M a Abertis en 2025; S&P espera más inyecciones [S002][S004]	Cada €500 M de capital nuevo = 2 % de la capitalización
Valoración de Hochtief	26x PER 2026E; −33 % desde máximos [S003] [S009]	Un derrumbe de múltiplo arrastra el 80 % del NAV

Fuente: ACS [S001][S002]; S&P [S004]; Abertis [S005]; Hochtief [S003]. Efectos: cálculo SDN con el modelo SOTP.

11 Seis señales dirán si el descuento se cierra o se amplía

QUÉ VIGILAMOS

- **Margen EBITDA de Turner.** Por debajo del 3,5 % rompe la tesis de mix favorable; por encima del 4,5 % empuja Hochtief hacia el bull.
- **Precio de Hochtief.** Cada ±15 % mueve ACS unos ±€11 por acción con el descuento constante; €353 es el nivel que iguala el precio de ACS en el caso base.
- **Descuento de holding.** El indicador: 1 − capitalización de ACS / (80,2 % de Hochtief + resto). Por encima del 20 % el mercado castiga la estructura.
- **Capital propio en Abertis y centros de datos.** Una nueva ampliación, o una inyección superior a €500 M, restaría valor por acción.
- **Contratos con hiperescalares en Waterford y Coravel.** El primer inquilino de Waterford daría una referencia de valor para €300 M de coste.
- **Plan 2027-2029.** Si publica el valor de las partes o un calendario de venta de activos, el descuento se acorta.

12 Qué hemos medido, qué no y con qué criterio

METODOLOGÍA Y LÍMITES

Datos. Precios de cierre del **15-10-2026** (Yahoo Finance, con retraso): ACS €89,25 y Hochtief €368,4 [S008][S009]. Acciones de ACS: 277,1 millones tras la ampliación de mayo [S006], sin descontar la autocartera (4,1 % en mayo [S007]; sesga el valor por acción a la baja un 4 %). Acciones de Hochtief: 75,2 millones, deducidas de neto operativo / BPA operativo [S003]. Participación de ACS: 80,15 %, deducida del reparto del dividendo [S001][S003] y coherente con el «alrededor del 80 %» de S&P [S004].

SIN VERIFICAR**, fuera de la valoración como cifra de mercado:** múltiplos EV/EBITDA de Mundys, Vinci Autoroutes y Ferrovial/407 ETR (el rango 8,5x–11,5x de Abertis es un supuesto SDN, contrastado solo con la rentabilidad por dividendo); minoritarios de Abertis (8–12 % del valor de empresa, supuesto); descuentos de holding

de los escenarios (6 %, 12 %, 25 %, supuestos); dividendo por acción de ACS; autocartera actual; fecha de los resultados a nueve meses; reparto del beneficio entre Dragados, Iridium y centros de datos (usamos el residual).

Decisiones dudosas. (a) El ingreso directo de Abertis se estima con dividendos (€180 M al 30 %), un suelo; si el contable es mayor, queda menos para el resto operativo. (b) La caja neta de ACS fuera de Hochtief (€934 M) se toma como libre, aunque parte esté en Dragados e Iridium, y es la de junio. (c) Turner y CIMIC no se valoran aparte porque no cotizan. (d) Waterford a coste es un suelo mientras no haya inquilino. (e) Sin descuento de liquidez ni impuestos sobre plusvalías latentes. Etiquetas: DATO (compañía y agencias), CÁLCULO (fórmula), ANÁLISIS y ESCENARIO (SDN), LIMITACIÓN (lo no verificado). Los escenarios no son precios objetivo.

AVISO LEGAL

Este documento ha sido elaborado por SDN Research con fines informativos y educativos. No constituye asesoramiento de inversión, ni oferta o recomendación de compra o venta de ningún instrumento financiero. Los escenarios de valoración no son precios objetivo. Las opiniones reflejan el criterio del autor a la fecha de publicación y pueden cambiar sin previo aviso. Las cifras proceden de fuentes públicas consideradas fiables, pero no se garantiza su exactitud. Rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras.