

**SECTOR : Construcción**RECOMENDACIÓN : **Neutral**PRECIO OBJETIVO : **21,4€****SÍNTESIS DE NUESTRA OPINIÓN:**

La compañía destaca positivamente por la calidad de sus activos de infraestructuras (autopista ETR 407 en Canadá, autopistas NTE y LBJ en EE.UU. y 25% del aeropuerto de Heathrow en Reino Unido, que aportan resultados por puesta en equivalencia y unos dividendos muy estables. No obstante, resultados 2016 penalizados por exposición al Reino Unido y descenso de márgenes en negocios de Servicios y Construcción.

Compañía incluida en nuestras [Carteras modelo](#).

A continuación se ofrecen los comentarios más relevantes y notas publicadas por el Equipo de Análisis de Bankinter sobre **Ferrovial**.

En este documento encontrará la perspectiva más actualizada, en base a la información más reciente y públicamente disponible, incluyendo los comentarios publicados en nuestro *Informe Diario*. El primer comentario es el más reciente en términos cronológicos y es el que contiene la información más actualizada, por lo tanto recoge la información que más debe ser tenida en cuenta, ya sea en relación a la recomendación sobre el valor, su precio objetivo o cualquier otro aspecto relevante afectado.

---

## NOTAS RECIENTES PUBLICADAS SOBRE FERROVIAL

---

29/07/2016

**FERROVIAL (Neutral; Pr. Objetivo: 21,4€; Cierre: 18,95€): Resultados inferiores a las expectativas en 2T16, con márgenes más débiles en Servicios y Construcción** .- Cifras principales comparadas con el consenso de mercado (Bloomberg): Ingresos 4.697 (-0,8%) vs. 4.592 M€ estimado; Ebitda 421M€ (-21,8%) vs. 443,5 M€ estimado; BNA 189 M€ (-29,1%) frente a 226 M€ estimado. Los resultados reflejan el impacto negativo de la depreciación de la libra esterlina, compensado en parte por la integración de Broadspectrum desde junio. En términos comparables, los ingresos habrían descendido -1,8% y el Ebitda -17,6%. El resultado de explotación incluyendo el deterioro y la enajenación de inmovilizado asciende a 557 M€ (+21,1%) debido fundamentalmente a la plusvalía de 259 M€ antes de impuestos en la venta de Chicago Skyway. Sin embargo, esta mejora del resultado de explotación no repercute en un aumento del BNA, que retrocede penalizado por 2 efectos: (i) Descenso de -90% en el resultado por puesta en equivalencia por los ajustes a fair value de la cartera de derivados de tipos de interés e inflación de Heathrow y un aumento del Impuesto de Sociedades hasta una tasa efectiva del 48,2% por la venta de Chicago Skyway. En el análisis por áreas de negocio, los ingresos de Construcción registran un descenso de -11% por la finalización de proyectos en EE.UU. y el Ebitda de Servicios retrocede -23,2% en términos comparables (-20,1% considerando la contribución positiva de Broadspectrum) por la reducción de márgenes en los contratos con el sector público en el Reino Unido. Por el contrario, destaca positivamente el buen comportamiento del tráfico en los principales activos de infraestructuras: +2,9% en ETR407; +31,9% en NTE y +259% en NTE, que fue abierta en septiembre de 2015 y se encuentra en fase de ramp up. Los aeropuertos de Heathrow y AGS registran incrementos más modestos del tráfico (+0,6% y +1,6% respectivamente. La cartera total de Construcción y Servicios asciende a 36.486 M€ (+15,6%) y la deuda neta consolidada asciende a 5.571 (+22,6% con respecto a Dic 15 como consecuencia de la adquisición de Broadspectrum por un EV de 934 M€. **OPINIÓN:** Los resultados tendrán un impacto negativo en la cotización en la jornada de hoy ya que han sido

Bankinter Análisis (sujetos al RIC):

Ramón Forcada

Ramón Carrasco

Rafael Alonso

Jesús Amador

Belén San José

Eva del Barrio

Ana de Castro

Esther G. de la Torre

Ana Achau (Asesoramiento)

Todos los informes disponibles en:

<http://broker.bankinter.com/www/les-es/cgi/broker+asesoramiento?secc=NRAP&subs=NRAP>

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/analisis/responsabilidad\\_legal](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal)

\* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción *open weblink in Browser* con el botón derecho de su ratón.

<http://broker.bankinter.com/>

<http://www.bankinter.com/>

Paseo de la Castellana, 29

28046 Madrid

inferiores a las expectativas y muestran debilidad en 3 ámbitos: (i) El margen Ebitda del negocio de Construcción se reduce desde 9,4% hasta 7,4%. (ii) El margen Ebitda del negocio de Servicios se estrecha desde 7,5% hasta 5,5%. Aunque la contribución del negocio de servicios de Broadpectrum contribuirá a mejorar los resultados durante 3T16, el margen Ebitda se verá negativamente afectado por los costes de reestructuración y reducción de plantilla en Reino Unido. (iii) El mercado puede descontar que las consecuencias negativas del Brexit en términos de depreciación de la libra y desaceleración del PIB pueden tener sobre la actividad en Reino Unido, hecho sobre el que ya advertimos en nuestro informe de mayo cuando rebajamos la recomendación de la compañía desde Comprar a Neutral. En nuestra opinión, estos efectos negativos no podrán ser compensados en su totalidad por factores positivos como el incremento del tráfico en las autopistas de Canadá y EE.UU. y el incremento del +10,7% en el dividendo de ETR 407 en 3T16.

13/06/2016

**FERROVIAL (Neutral; Pr. Objetivo: 21,4€; Cierre: 18,08€): Se adjudica 3 contratos en Polonia por 100 M.€.-** La compañía se ha adjudicado a través de su filial Budimex 3 contratos que comprenden la construcción de un centro médico en Gdansk, un edificio de oficinas en Wroclaw y un edificio comercial para Ikea en Poznan. **OPINIÓN:** Se trata de una noticia positiva que refuerza la posición de Ferrovial en Polonia y confirma la tendencia positiva de los resultados de Budimex, aunque el impacto en la cotización no debería ser relevante ya que esta adjudicación sólo supone un 1,1% de la cartera de construcción de la compañía.

Bankinter Análisis (sujetos al RIC):

Ramón Forcada  
Eva del Barrio

Ramón Carrasco  
Ana de Castro

Rafael Alonso  
Esther G. de la Torre

Jesús Amador  
Ana Achau (Asesoramiento)

Belén San José

<http://broker.bankinter.com/>

<http://www.bankinter.com/>  
Paseo de la Castellana, 29

Todos los informes disponibles en:

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<http://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+asesoramiento?secc=NRAP&subs=NRAP>

28046 Madrid

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativas/cumplimiento\\_normativo/analisis/responsabilidad\\_legal](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativas/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal)

\* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción *open weblink in Browser* con el botón derecho de su ratón.

Sector: Concesiones y Construcción

Repliegue táctico en el corto plazo, a la espera de menor incertidumbre en Reino Unido

## Ferrovial

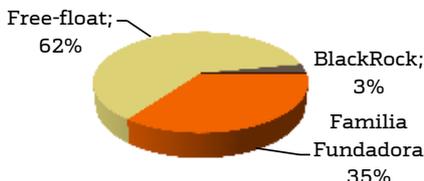
Precio Objetivo: 21,4 €

Recomendación: Neutral

### Datos Básicos

Capitalización (M €): 13.941 M€  
 Último: 19,04 €/acc.  
 N° Acciones: 732 M acc.  
 Min / Max (52 sem): 17,29 / 23,37 €/acc.

### Accionariado



Resultados	2015r	2016e	2017e	2018e	TAMI(%)
Ingresos	9.709	10.205	10.901	11.239	5,0%
Ebitda	1.027	1.032	1.102	1.140	3,6%
Ebit	901	1.049	831	858	-1,6%
BAI	577	1.000	776	834	13,1%
BNA	720	800	635	682	-1,8%

Principales ratios	2015r	2016e	2017e	2018e
BPA (€/acc)	0,98	1,09	0,87	0,93
DPA (€/acc)	0,70	0,71	0,73	0,75
Dividend yield	3,7%	3,7%	3,8%	4,0%
PER	19,4x	17,4x	21,9x	20,4x
ROE	11,0%	11,7%	9,2%	9,7%
Deuda neta / Ebitda <sup>1</sup>	4,7 x	6,2 x	6,3 x	6,3 x
Deuda Neta/FFPP	0,7 x	0,9 x	1,0 x	1,0 x

Evolución bursátil	2013	2014	2015	2016
ACS	31%	16%	-7%	7%
Abertis	37%	7%	-8%	1%
OHL	34%	-37%	-52%	-2%
Eiffage	25%	1%	41%	14%
Vinci	33%	-5%	30%	14%
FCC	74%	0%	-41%	-9%
Ferrovial	26%	17%	27,0%	-4,9%

### Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

<sup>1</sup> Deuda total grupo incluyendo proyectos de infraestructura

Revisamos de forma táctica nuestra recomendación desde "Comprar" hasta "Neutral" y actualizamos nuestro precio objetivo desde 24,6€ hasta 21,4€ (potencial de +12,4%), porque los resultados del 2T16 en Reino Unido se verán negativamente afectados por la menor rentabilidad del negocio de Servicios y la depreciación de la libra durante 1S16 por el riesgo del "Brexit". La solidez de los activos clave (ETR407 y Heathrow), el fuerte crecimiento del tráfico en las nuevas autopistas NTE y LBJ y la integración de Broadpectrum serán nuevos factores de respaldo, pero su visibilidad puede ser reducida hasta mediados del 3T16.

### Resultados 1T16: Cifras operativas más débiles, compensadas por las plusvalías en las ventas de activos.

Las principales magnitudes operativas del 1T16 cumplieron en líneas generales las expectativas del consenso, a pesar de mostrar descensos tanto en Ingresos (2.083 M.€; -3,0%) como en Ebitda (194 M.€; -7,4%). Por el contrario, el Beneficio Neto Atribuible repuntó con fuerza hasta 157 M.€ (+32,3%) por las plusvalías en la venta de activos. La deuda neta consolidada ascedió a 4.647 M.€ (+2,3% con respecto a Dic 15), debido a la estacionalidad del negocio y el fondo de maniobra.

A pesar de que el descenso de los ingresos se debe en parte a la depreciación de la libra esterlina y el zloty polaco (en términos comparables las variaciones de Ingresos y Ebitda serían +0,4% y -2,8% respectivamente), los resultados transmiten una impresión menos favorable que en anteriores trimestres en los siguientes ámbitos: (i) El Ebitda de la división de Servicios registra un descenso de -21,2% por los tipos de cambio, los menores resultados en contratos del Reino Unido por bajos volúmenes de actividad en contratos con las Administraciones Locales (impacto de -10 M.€) y los costes del litigio con el ayuntamiento de Birmingham por el contrato de mantenimiento (impacto de -3 M.€). (ii) El Ebitda de Construcción sufre un retroceso de -9,3% debido a la ralentización del mercado doméstico y la finalización de autopistas *managed lanes* en EE.UU. efectos que no serán totalmente compensados en los próximos trimestres a pesar del incremento de +1,6% en la cartera de Construcción. (iii) Los resultados por puesta en equivalencia (19 M.€ vs. 26 M.€ en 1T'15) se vieron negativamente afectados por la contribución negativa del negocio de Aeropuertos (-5 M.€), lastrado por el *mark to market* de las coberturas en Heathrow.

Sin embargo, los resultados también muestran algunos aspectos positivos, entre los que destacamos: (i) Evolución positiva del negocio de Autopistas, con incrementos de +19% en Ingresos y +20,9% en Ebitda gracias al buen comportamiento de las concesiones recientemente abiertas como NTE y LBJ en EE.UU. (ii) Las plusvalías netas obtenidas en las ventas de Chicago Skyway (110 M.€) y las autopistas irlandesas M3 y M4 (21 M.€) demuestran la capacidad de la compañía para rotar activos maduros de forma rentable.

### La exposición a Reino Unido, un obstáculo en el corto plazo.

La presencia de Ferrovial en Reino Unido, que hasta ahora ha sido uno de los catalizadores de la compañía por su destacada presencia en el negocio de Servicios y los dividendos recibidos de sus infraestructuras (95 M.€ procedentes de Heathrow en 2015), es el principal factor que, en nuestra opinión, puede frenar los resultados de Ferrovial en 2 ámbitos:

### Equipo de Análisis de Bankinter:

Jesús Amador (analista principal de este informe) Ramón Forcada Eva del Barrio Rafael Alonso <http://broker.bankinter.com/>  
 Pilar Aranda Belén San José Ana de Castro Ramón Carrasco Esther Gutiérrez Ana Achau (Asesoramiento) <http://www.bankinter.com/> Avda. Bruselas 12  
 Por favor, consulte importantes advertencias legales en: 28108 Alcobendas, Madrid  
[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento/normativo/analisis/responsabilidad legal](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento/normativo/analisis/responsabilidad%20legal)

(i) La evolución del **negocio de Servicios** seguirá presionada a la baja por las restricciones presupuestarias de las Administraciones Locales, mientras que la implementación de ajustes en la estructura de costes para adaptarse a menores volúmenes de actividad podría no reflejarse todavía por completo en los resultados del 2T16.

(ii) El riesgo de un voto favorable al **Brexit** en el referéndum del 23-J es un factor de presión bajista sobre la **libra esterlina** con respecto al euro (0,769 actual frente a 0,722 de tipo de cambio medio durante 2T15). Esta depreciación continuará teniendo un impacto negativo sobre los ingresos de Servicios y los resultados por puesta en equivalencia que aporta la participación del 25% en Heathrow a lo largo de todo el 2T16. No obstante, en el caso de que se cumpla el escenario central de permanencia en la UE, este factor de riesgo puede convertirse en una oportunidad, junto con otros catalizadores que deberían ganar relevancia y visibilidad a finales de 2016 y que en el caso de materializarse, nos llevarían a revisar al alza la recomendación de la compañía.

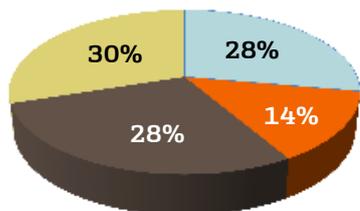
### ¿Factores de respaldo en el medio plazo?

**Elevado potencial en la división de Autopistas.** ETR-407, el activo de mayor valoración del grupo, continúa mostrando una evolución positiva con un crecimiento de Ebitda de +8,7%. Aunque el aumento del tráfico se ha ralentizado en 1T16 (+0,8%), la mejora de tarifas aplicada desde febrero contribuirá a mejorar los resultados a lo largo de 2T'16. Por otra parte, las autopistas abiertas en EE.UU. en 2014 y 2015 están mostrando fuertes crecimientos durante su fase de *ramp-up*, con incrementos de la IMD de +41,7% en North Terrant Expresss y +256,6% en LBJ. El creciente conocimiento por parte de los usuarios, la congestión de vías alternativas y la gestión dinámica de las tarifas en los *managed lanes* sugieren que los resultados continuarán mejorando en la segunda parte del año.

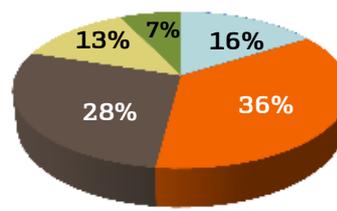
**Broadspectrum: más diversificación geográfica a un precio asumible.** Ferroviaria ha conseguido un porcentaje de aceptación del 92% en su oferta por Broadspectrum a un precio de 1,5 AUD por acción, lo que implica valorar el 100% de la compañía (*equity value*) en 769 M.AUD, equivalente a un ratio EV / EBITDA de 4,6x. La operación permite a Ferroviaria adquirir la compañía a un precio inferior a los 1.000 M. AUD ofrecidos a finales de 2014, ganar diversificación geográfica a través de una mayor presencia en Australia e incrementar su cartera en +21% (aumento focalizado en Servicios) sin comprometer su endeudamiento (S&P ha confirmado el *rating* BBB con perspectiva estable) ni su capacidad para pagar dividendos (*dividend yield* de 3,8%).

**Valoración.** El precio objetivo de Ferroviaria se obtiene a través de una suma de partes en la que se combinan diferentes métodos de valoración: descuento de dividendos y *equity* invertido para las autopistas, DCF para Construcción y Servicios, precios de mercado para Budimex y múltiplos sobre Ebitda y RAB en el caso de los aeropuertos, considerando operaciones recientes como la compra de los aeropuertos regionales por parte de Ferroviaria o la venta de una parte de la participación en Heathrow a USS.

### Desglose del flujo de caja operativo por negocios



### Desglose de los ingresos por países



■ Autopistas ■ Aeropuertos ■ Construcción ■ Servicios

■ EEUU + CAN ■ R. Unido ■ España ■ Polonia ■ Otros

### Valoración por suma de partes

Activo	Método valoración	% partici	Valor	Valor por acción	EV /Ebitda implícito
Autopista 407ETR	DDM	43%	5.527	7,5	24x
Autopistas EEUU.	Equity invertido	>50%	1.609	2,2	n.r.
Resto autopistas	Equity invertido		424	0,6	n.r.
Heathrow	Múltiplo sobre Ebitda y RAB	25%	1.512	2,1	10x
Aeropuertos AGS	Múltiplo sobre Ebitda y RAB	50%	445	0,6	10x
Construcción	DCF (WACC 7,4%)	n.r.	1.631	2,2	5,2x
Budimex	Precio mercado	59%	648	0,9	7,6x
Servicios	DCF (WACC 6,5%)		3.344	4,6	9,2x
<b>Total EV</b>			<b>15.139</b>		
Tesorería ex-proyectos <sup>1</sup>			1.017		
Minoritarios			-480		
<b>Equity value</b>			<b>15.676</b>		
nº acciones (mill.)			732,2		
<b>Precio objetivo</b>				<b>21,4</b>	

<sup>1</sup> Se incluye la cifra de Posición Neta de Tesorería excluyendo proyectos de infraestructuras en Mar16, deduciendo el importe de adquisición de Broadspectrum.

### Equipo de Análisis de Bankinter:

Jesús Amador (analista principal del informe) Ramón Forcada Eva del Barrio Rafael Alonso <http://broker.bankinter.com/>  
 Pilar Aranda Belén San José Ramón Carrascó Esther Gutiérrez de la Torre Ana de Castro <http://www.bankinter.com/>  
 Avda. Bruselas 12  
 Por favor, consulte importantes advertencias legales en: Ana Achau (Asesoramiento) 28108 Alcobendas, Madrid

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/analisis/responsabilidad\\_legal](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal)

\* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser"

PYG Resumida (M€)	2014r	2015r	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	TAMI 2015/20
<b>Total ingresos</b>	8.811	9.709	10.205	10.901	11.239	11.576	11.900	<b>4,2%</b>
Gastos de explotación	-7828	-8683	-9173	-9799	-10099	-10386	-10649	
<b>EBITDA</b>	983	1.027	1.032	1.102	1.140	1.189	1.251	<b>4,0%</b>
<i>Mg Ebitda</i>	11%	11%	10%	10%	10%	10%	11%	
Amtz. Depr. y deterioro activos	-239	-256	-257	-271	-283	-294	-305	
<b>EBIT</b>	744	901	1.049	831	858	896	946	<b>1,0%</b>
Resultado Financiero	-377	-637	-376	-398	-385	-392	-401	
Resultado puesta en equivalencia	138	312	328	344	362	390	422	
<b>BAI</b>	505	577	1.000	776	834	894	967	<b>10,9%</b>
<b>BNA</b>	403	720	800	635	682	730	788	<b>1,8%</b>
<b>BPA</b>	0,71	0,98	1,09	0,87	0,93	1,00	1,08	<b>2,0%</b>
<b>DPA</b>	0,66	0,70	0,71	0,73	0,75	0,78	0,80	

Balance Resumido (M€)	2014r	2015r	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Inmovilizado material	2.205	2.119	2.383	2.478	2.577	2.681	2.788
Concesiones y F.de comercio	14.074	11.781	13.278	13.925	14.582	15.251	15.931
Otro activo inmovilizado	3.147	2.921	3.543	3.549	3.656	3.765	3.878
<b>Total activo inmovilizado</b>	<b>19.426</b>	<b>16.821</b>	<b>19.204</b>	<b>19.953</b>	<b>20.816</b>	<b>21.697</b>	<b>22.597</b>
Deudores	2.170	2.320	2.631	2.801	2.883	2.823	2.869
Tesorería y equivalentes	3.439	3.279	3.610	3.718	3.830	3.944	4.063
Otro circulante	437	546	668	668	668	668	668
<b>Total activo circulante</b>	<b>6.048</b>	<b>8.563</b>	<b>6.909</b>	<b>7.187</b>	<b>7.381</b>	<b>7.435</b>	<b>7.600</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>25.474</b>	<b>25.384</b>	<b>26.113</b>	<b>27.140</b>	<b>28.197</b>	<b>29.132</b>	<b>30.198</b>
<b>Patrimonio neto</b>	<b>6.021</b>	<b>6.541</b>	<b>6.820</b>	<b>6.920</b>	<b>7.049</b>	<b>7.211</b>	<b>7.413</b>
Pasivo a LP	5.310	3.705	4.151	4.442	4.797	5.181	5.647
Pasivo Circulante	631	1.020	1.237	1.272	1.309	1.347	1.386
Deuda financiera	10.075	8.082	10.059	10.637	11.053	11.322	11.579
<b>TOTAL PASIVO Y PAT. NETO</b>	<b>25.474</b>	<b>25.384</b>	<b>26.113</b>	<b>27.140</b>	<b>28.197</b>	<b>29.132</b>	<b>30.198</b>

Nota: Se asume que Broadpectrum se consolida partir del 3T16, con impacto en los resultados del segundo semestre de 2016 en el Ebitda del negocio de Servicios e integración global en el balance estimado de cierre de 2016.

Flujos de Caja Libre	2015r	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
<b>+ BNA</b>	<b>705</b>	<b>784</b>	<b>619</b>	<b>664</b>	<b>712</b>	<b>769</b>
+ Amortizaciones & Provisiones	256	257	271	283	294	305
= Cash Flow Neto	961	1.041	890	947	1.006	1.074
+ Gastos Financieros Netos x (1 - T)	264	282	299	289	294	301
+Dividendos de proyectos	399	419	440	462	485	509
<b>= Cash Flow Operativo</b>	<b>1.624</b>	<b>1.742</b>	<b>1.629</b>	<b>1.698</b>	<b>1.785</b>	<b>1.884</b>
- Inversiones	-810	-1.405	-830	-848	-867	-887
<b>+/- Variación de Circulante</b>	<b>-241</b>	<b>189</b>	<b>-146</b>	<b>36</b>	<b>143</b>	<b>54</b>
<b>= Cash Flow Libre Operativo</b>	<b>573</b>	<b>526</b>	<b>652</b>	<b>886</b>	<b>1.061</b>	<b>1.052</b>

### Equipo de Análisis de Bankinter:

Jesús Amador (analista principal del informe) Ramón Forcada

Eva del Barrio

<http://broker.bankinter.com/>

Ramón Carrasco Pilar Aranda Esther Gutiérrez de la Torre

Belén San José

<http://www.bankinter.com/>

Ana de Castro Avda. Bruselas 12

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

Ana Achau (Asesoramiento)

28108 Alcobendas, Madrid

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/analisis/responsabilidad\\_legal](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal)

\* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser"