

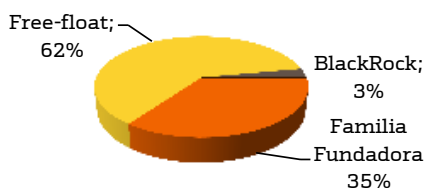
Sector: Concesiones y Construcción

Las Infraestructuras ganan *momentum* favorecidas por el ciclo expansivo en Canadá y EE.UU.

### Datos Básicos

Capitalización (M €): 12.682 M€  
 Último: 17,32 €/acc.  
 Nº Acciones: 732 M acc.  
 Min / Max (52 sem): 16,12 / 20,81 €/acc.

### Accionariado

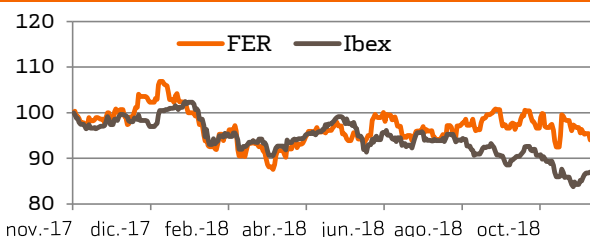


Resultados	2017r	2018e	2019e	2020e	TAMI(%)
Ingresos	12.218	11.939	12.277	12.659	1,2%
Ebitda	932	556	837	965	1,2%
Ebit	638	299	563	684	2,3%
BAI	578	307	577	705	6,8%
BNA	454	182	382	475	1,5%

Principales ratios	2017r	2018e	2019e	2019e
BPA (€/acc)	0,62	0,25	0,52	0,65
DPA (€/acc)	0,74	0,71	0,73	0,75
Dividend yield	4,3%	4,1%	4,2%	4,3%
PER	27,9x	69,6x	33,2x	25,6x
ROE	7,3%	3,1%	6,7%	8,4%
Deuda neta / Ebitda <sup>1</sup>	4,0 x	6,8 x	4,6 x	4,2 x
Deuda Neta/FFPP	0,6 x	0,6 x	0,7 x	0,7 x

Evolución bursátil	2015	2016	2017	2018
ACS	-7%	11%	9%	3%
Vinci	30%	9%	32%	-8%
Eiffage	41%	11%	38%	-5%
OHL	-52%	-37%	51%	-77%
FCC	-41%	11%	14%	38%
Sacyr	-37%	22%	9%	-5%
Ferrovial	27,0%	-18,5%	11,4%	-8,1%

### Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



Fuentes: Bloomberg, Reuters, CNMV y propia compañía

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

## Ferrovial

Precio Objetivo: 22,4 €

Recomendación: Comprar

:: Mantenemos nuestra recomendación en Comprar y revisamos levemente a la baja el precio objetivo desde 22,7€ hasta 22,4€ (potencial de +29,6%) .

:: Los resultados de 3T18 han mostrado una recuperación gradual en Servicios y han confirmado la solidez de los activos de infraestructuras.

:: La excelente evolución de tráfico, tarifas y márgenes en las autopistas de Canadá y EE.UU. y su capacidad de generación de dividendos refuerzan el atractivo de la compañía en un contexto de mayor volatilidad en mercado y desaceleración del ciclo en Europa.

### Resultados 3T18: Sólidas cifras operativas que compensan un comienzo de año más débil.

Las principales cifras operativas al cierre de 9M2018 superaron levemente las expectativas del mercado, después de que la **caída de ingresos y Ebitda se haya moderado con respecto a los trimestres iniciales del año**: Ingresos 9.114 M€ (-0,9%) vs. 9.036 M€ estimado; Ebitda 344 M€ (-51,6%) vs. 317,8 M€ estimado; BNA 59 M€ (-84,8%). El **descenso de los ingresos** se concentra en la **división de Servicios** (menor actividad en Reino Unido y la finalización de contratos de servicios de inmigración en Australia), mientras que los ingresos de Autopistas se mantienen estables debido a que el **crecimiento en las managed lanes de EE.UU.** (autopistas con peaje flexible) es neutralizado en parte por la desconsolidación de las autopistas portuguesas en 2017. Tanto el **Ebitda** como el **BNA** están **distorsionados por la provisión de 237 M€** contabilizada en 1T18 por el **contrato de servicios en Birmingham**. Excluyendo esta provisión, el Ebitda habría ascendido a 580 M€ (-12,8% comparable). Por el contrario, los principales activos de infraestructuras muestran un buen comportamiento, con **incrementos de tráfico de +1,8% en 407ETR y +2,5% en Heathrow** y crecimiento significativo en las **managed lanes** de EE.UU. (+8,0% en NTE y +6,8% en LBJ). La Deuda Neta se sitúa en 3.875 M€ (+11,8% con respecto a Dic17, debido a la variación de -595 M€ en el capital circulante y al pago de 302 M€ en dividendos a lo largo de 2018) y la posición neta de tesorería excluyendo proyectos de infraestructuras asciende a 906 M€.

### Perspectivas a corto plazo: márgenes reducidos en Construcción, mejora progresiva en Servicios y mayor velocidad en infraestructuras.

El principal **punto débil** de los resultados es la **ralentización en el proceso de mejora del margen de Construcción** (2,8% en 9M18 frente a 2,6% en 6M18 y 2,0% en 1T18), por lo que la compañía no superará su *guidance* de margen Ebitda del 3% para el conjunto del año en Construcción. El incremento de costes de mano de obra y materiales seguirá presionando a la baja los márgenes, que sólo mostrarán una leve recuperación una vez que las obras de EE.UU. entren en fases de mayor complejidad.

La **mejora** está siendo más tangible en **Servicios**, que mantiene su tendencia positiva (Ebitda de 89 M€ en 3T18 estanco frente a 79 M€ en 2T18 y -162 M€ en 1T18) y ya genera beneficios al cierre de 9M18 a pesar del impacto negativo del contrato de Birmingham. En el 4T18, estimamos una **leve recuperación de márgenes y un menor ritmo de caída de los ingresos**, una vez que la comparativa con las cifras de Australia sea homogénea tras la finalización del contrato de inmigración n 9M2017 y los contratos de defensa en Reino Unido adquiridos a Carrillion aumenten su contribución al resultado.

Equipo de Análisis de Bankinter: Jesús Amador (analista principal de este informe)

Ramón Forcada  
Ana de Castro

Rafael Alonso  
Aránzazu Bueno

Esther Gutiérrez de la Torre  
Elena Fernández-Trapiella

Aránzazu Cortina  
Joao Pisco

Pilar Aranda  
Susana André (Mkt&Support)

<http://broker.bankinter.com/>  
<http://www.bankinter.com/>  
 Avda. Bruselas 14  
 28108 Alcobendas, Madrid

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)

El principal catalizador de la compañía seguirán siendo los **activos de infraestructuras**. 407 ETR finalizará el año con **incrementos de Ebitda superiores a +10%** gracias a la evolución positiva del tráfico y el ingreso medio por viaje (+9,5%); mientras que las *managed lanes* North Tarrant Express y Lyndon B. Johnson de EE.UU. prosiguen su fase de *ramp-up*. Los **incrementos de tarifas de +13,2% y +16,5% respectivamente** han permitido una **ampliación de márgenes de +193 p.b. en NTE y +147 p.b. en LBJ** hasta alcanzar márgenes Ebitda superiores a 80%, que consideramos sostenibles a corto y medio plazo. En la división de Aeropuertos continúa destacando positivamente la resiliencia de los ingresos (+2,3% en Heathrow y +2,9% en AGS) a la incertidumbre derivada del *Brexit*.

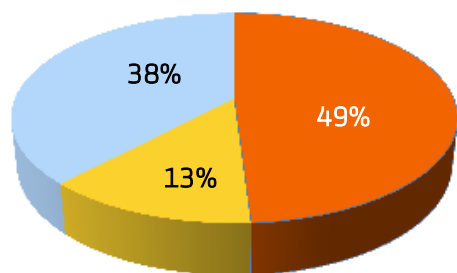
### Racional de inversión: activos de elevada calidad en países con un ciclo sólido.

En nuestra opinión, la cotización de Ferrovial debería mantenerse respaldada y mantener un **comportamiento relativo superior al del Ibex-35**. En un **contexto de mayor volatilidad en mercado y ralentización económica en Europa**, Ferrovial mantiene algunas **fortalezas diferenciales** entre las que destacamos: (i) **Exposición a mercados de gran seguridad jurídica en un momento óptimo del ciclo** como **Toronto** (crecimiento del PIB de +2,3% con incremento de la renta disponible de +5,2%) y **Dallas** (crecimiento del PIB cercano a +4%, con desempleo en niveles mínimos y una inflación en el entorno de +2%), cuya actividad económica seguirá respaldando los resultados de las infraestructuras de Ferrovial. (ii) **Capacidad de generación de caja de los proyectos**, que han aportado **429 M€ en dividendos 9M2018 (+17,2% interanual)** y proporcionan visibilidad a la **rentabilidad por dividendo** de la compañía (**4,1%**).

Por último, la **revisión estratégica acerca de la división de Servicios** que está llevado a cabo la compañía es un factor de respaldo, puesto que puede contribuir a sanear las áreas menos rentables o a realizar alguna desinversión puntual con la que financiar alguno de los proyectos que la compañía tiene en fase de licitación en EE.UU. y Australia.

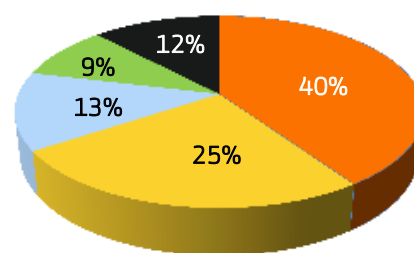
**Valoración.** El precio objetivo de Ferrovial se obtiene a través de una suma de partes en la que se combinan diferentes métodos de valoración: Las autopistas se valoran utilizando descuento de dividendos, equity invertido e importes pagados en adquisición de participaciones adicionales en dichos activos. Valoramos Budimex por su valor de mercado ya que cotiza en bolsa y aplicamos un Descuento de Flujos de Caja Libres para Construcción y para Servicios, contrastando la valoración con múltiplos comparables. Por último, se han utilizado múltiplos sobre Ebitda y RAB en el caso de los aeropuertos, considerando operaciones comparables del sector como la compra de los aeropuertos regionales por parte de Ferrovial.

Desglose del flujo de caja operativo por negocios



■ Infraestructuras ■ Construcción ■ Servicios

Desglose de los ingresos por países



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

### Valoración por suma de partes

Activo	Método valoración	% particip.	Valor	Valor por acción	EV /Ebitda implícito
Autopista 407ETR	DDM	43%	9.013	12,3	24x
Managed Lanes NTE	DCF	>50%	558	0,8	n.r.
Resto autopistas	Equity invertido		547	0,7	n.r.
Heathrow	Múltiplo sobre Ebitda y RAB	25%	749	1,0	n.r.
Aeropuertos AGS	Múltiplo sobre Ebitda y RAB	50%	1.809	2,5	12x
Construcción	DCF (WACC 9,0%)	n.r.	495	0,7	14x
Budimex	Precio mercado	55%	339	0,5	4,8x
Servicios	DCF (WACC 7,5%)		404	0,6	7x
Total EV			2.390	3,3	6,9x
Tesorería ex-proyectos			16.302		
Minoritarios			906		
<b>Equity value</b>			<b>16.430</b>		
nº acciones (mill.)			732,2		
<b>Precio objetivo</b>			<b>22,4</b>		

### Equipo de Análisis de Bankinter:

<b>Jesús Amador (analista principal del informe)</b>	Ramón Forcada	Esther Gutiérrez de la Torre	Rafael Alonso	<a href="http://broker.bankinter.com/">http://broker.bankinter.com/</a>
Aránzazu Cortina	Aránzazu Bueno	Elena Fernández-Trapiella	Ana de Castro	<a href="http://www.bankinter.com/">http://www.bankinter.com/</a>
Joao Pisco	Susana André (Marketing&Support)		Pilar Aranda	Avda. Bruselas 14

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"

28108 Alcobendas, Madrid

PYG Resumida (M€)	2016r	2017r	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	TAMI 2017/22
<b>Total ingresos</b>	10.759	12.218	11.939	12.277	12.659	12.989	13.319	<b>1,7%</b>
Gastos de explotación	-9.815	-11.286	-11.383	-11.440	-11.694	-11.961	-12.265	
<b>EBITDA</b>	944	932	556	837	965	1.028	1.054	<b>2,5%</b>
<i>Mg Ebitda</i>	9%	8%	5%	7%	8%	8%	8%	
Amtz. Depr. y deterioro activos	-342	-375	-313	-331	-340	-348	-357	
<b>EBIT</b>	926	638	299	563	684	740	759	<b>3,5%</b>
Resultado Financiero	-391	-311	-265	-303	-334	-348	-370	
Resultado puesta en equivalencia	82	251	274	317	355	384	415	
<b>BAI</b>	617	578	307	577	705	776	804	<b>6,8%</b>
<b>BNA</b>	376	454	182	382	475	525	542	<b>3,6%</b>
<b>BPA</b>	0,51	0,62	0,25	0,52	0,65	0,72	0,74	<b>3,6%</b>
<b>DPA</b>	<b>0,71</b>	<b>0,74</b>	<b>0,71</b>	<b>0,73</b>	<b>0,75</b>	<b>0,77</b>	<b>0,79</b>	

Balance Resumido (M€)	2016r	2017r	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Inmovilizado material	2.673	2.493	2.507	2.562	2.618	2.676	2.735
Concesiones y F.de comercio	10.019	9.604	9.912	10.216	10.526	10.843	11.166
Otro activo inmovilizado	2.955	2.830	2.883	2.937	2.991	3.047	3.104
<b>Total activo inmovilizado</b>	<b>15.647</b>	<b>14.927</b>	<b>15.301</b>	<b>15.714</b>	<b>16.136</b>	<b>16.566</b>	<b>17.004</b>
Deudores	2.828	2.635	2.911	2.825	2.913	3.025	3.138
Tesorería y equivalentes	3.578	4.601	4.684	4.768	4.854	4.941	5.030
Otro circulante	720	827	540	540	540	540	540
<b>Total activo circulante</b>	<b>7.750</b>	<b>8.063</b>	<b>8.135</b>	<b>8.133</b>	<b>8.307</b>	<b>8.506</b>	<b>8.708</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>23.397</b>	<b>22.990</b>	<b>23.436</b>	<b>23.848</b>	<b>24.443</b>	<b>25.072</b>	<b>25.713</b>
<b>Patrimonio neto</b>	<b>6.314</b>	<b>6.234</b>	<b>5.893</b>	<b>5.739</b>	<b>5.665</b>	<b>5.627</b>	<b>5.592</b>
Pasivo a LP	2.547	2.360	2.620	2.829	3.084	3.361	3.664
Pasivo Circulante	5.254	6.046	6.479	6.642	6.807	6.912	7.144
Deuda financiera	8.176	8.350	8.444	8.638	8.888	9.171	9.313
<b>TOTAL PASIVO Y PAT. NETO</b>	<b>23.397</b>	<b>22.990</b>	<b>23.436</b>	<b>23.848</b>	<b>24.443</b>	<b>25.072</b>	<b>25.713</b>

Flujos de Caja Libre	2017r	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
<b>+ BNA</b>	<b>438</b>	<b>165</b>	<b>364</b>	<b>456</b>	<b>505</b>	<b>542</b>
+ Amortizaciones & Provisiones	375	313	331	340	348	357
= Cash Flow Neto	813	477	695	795	853	899
+ Gastos Financieros Netos x (1 - T)	233	199	227	251	275	275
+ Dividendos de proyectos	543	586	630	675	718	765
<b>= Cash Flow Operativo</b>	<b>1.589</b>	<b>1.263</b>	<b>1.552</b>	<b>1.721</b>	<b>1.846</b>	<b>1.939</b>
- Inversiones	-436	-534	-527	-556	-575	-604
<b>+/- Variación de Circulante</b>	<b>-53</b>	<b>31</b>	<b>51</b>	<b>-25</b>	<b>-13</b>	<b>5</b>
<b>= Cash Flow Libre Operativo</b>	<b>1.100</b>	<b>760</b>	<b>1.076</b>	<b>1.139</b>	<b>1.258</b>	<b>1.340</b>

## Equipo de Análisis de Bankinter:

Jesús Amador (analista principal del informe)	Ramón Forcada	Rafael Alonso	<a href="http://broker.bankinter.com/">http://broker.bankinter.com/</a>
Aránzazu Cortina	Esther Gutiérrez de la Torre	Pilar Aranda	<a href="http://www.bankinter.com/">http://www.bankinter.com/</a>
Aránzazu Bueno	Elena Fernández-Trapiella	Susana André (Mkt & Support)	Avda. Bruselas 14

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)

28108 Alcobendas, Madrid

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