

ANÁLISIS Y MERCADOS

Ferrovial

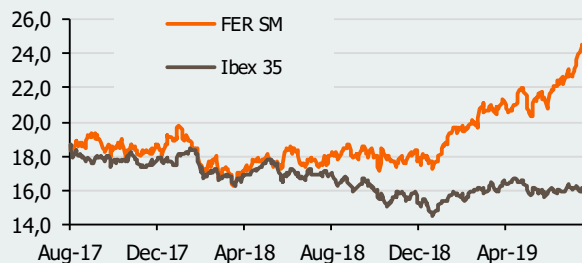
Comprar

Buen *momentum* para infraestructuras

Principales Magnitudes (06/08/2019; 18:00h)

Precio (€)	23.98	Nº acciones (Mn)	744.4	
P. Objetivo (€)	24.9	Capitalización	17,850.5	
Potencial (%)	3.8	Volumen día (Mn€)	42.5	
Ticker Bloomberg	FER SM	Free-float (%)	30.0	
(Mn€)	2018	2019e	2020e	2021e
Bº neto atribuible	-448.0	599.9	571.5	707.9
% inc.	n.a.	n.a.	-4.7	23.9
EBITDA	484.0	508.8	540.5	648.3
% inc.	-48.1	5.1	6.2	19.9
BPA (€)	-0.61	0.81	0.77	0.95
% inc.	n.a.	n.a.	-4.7	23.9
DPA (€)	0.72	0.72	0.72	0.72
% inc.	0.0	0.0	0.0	0.0
PER (x)	n.a.	29.8	31.2	25.2
VE/EBITDA	30.6	37.9	36.5	30.9
Rentab. divdo.	4.1	3.0	3.0	3.0
P/V (x)	2.3	3.1	3.0	3.0

Evolución bursátil (€)



Comportamiento (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	5.2	15.3	33.1
Relativo	11.5	21.1	43.6

Fuente: Bloomberg y Bankinter Securities Research

Bien posicionada para beneficiarse del entorno de tipos bajos.

Las políticas acomodaticias de los Bancos Centrales abonan un terreno ideal para las infraestructuras. El exceso de liquidez y la escasez de alternativas de inversión de bajo riesgo incrementan el interés inversor y generan un entorno inflacionista sobre el valor de los activos de infraestructuras, sobre todo proyectos *brownfield* con gran visibilidad de flujos de caja. Además, las cómodas condiciones de financiación incrementan los efectos del apalancamiento, resultando en un mayor flujo de caja y dividendos para el accionista. Ferrovial es una de las grandes beneficiadas de este entorno, ya que cerca del **75% de su valoración corresponde a infraestructuras** (de las cuales el 90% son autopistas y el 92% son proyectos *brownfield*). Además, **el 85% de las infraestructuras de Ferrovial están en Norte América**, dónde se está viendo además beneficiada por incrementos de tarifa superiores a la inflación.

Recomendamos Comprar con un precio objetivo de 24,9€/acción.

Esperamos que la **DFN de la compañía se reduzca hasta 3.081M€ en 2019e** desde 3.665M€ en 2018. Además, excluyendo la financiación de proyectos de infraestructura (deuda sin recurso), Ferrovial debería cerrar el año con una posición de caja neta de 1.013M€ en 2019e, que supone una cómoda situación financiera. **Nuestra valoración de Ferrovial (24,9€/acción)** implica valorar Autopistas en 12.480M€, que se sitúa en la **parte baja del rango** de valoración publicado por la propia compañía (12.232/15.292M€). La parte alta de dicho rango implicaría valorar Ferrovial en 28,7€/acción. Por otra parte, la compañía ofrece una **rentabilidad por dividendo sostenible del 3,0%**. Recomendamos **Comprar** con un precio objetivo de 24,9€/acción.

Además, esperamos flujo de noticias positivo.

Ferrovial está en proceso de **venta de su negocio de servicios**, que esperamos que concluya antes de final de año. Valoramos la división en 2.952Mn€, importe que debería destinarse en gran medida a nuevos proyectos de infraestructuras. Sin embargo, la compañía abrió la posibilidad en la presentación de resultados del 2T19 de repartir parte del importe a los accionistas en forma de dividendo extraordinario.

Juan Moreno

Valoración

Cuadro 1. Valoración de Ferrovial

	Valor 100% (M€)	Participación Ferrovial	Valor proporcional (M€)	Metodología
Construcción	1.568,9	100%	1.568,9	DCF
Servicios	2.952,4	100%	2.952,4	DCF
Caja Neta ex-proyectos de infraestructuras 2019e			1.013,4	
Factoring y Confirming			-68,0	
Provisiones			-263,0	
Minoritarios (44.9% de Budimex)			-673,5	
Equity ex- proyectos de infraestructuras			4.530,2	
Heathrow	19.417,6	25,0%	4.854,4	DCF
Deuda Neta Heathrow 2019e	-15.217,6	25,0%	-3.804,4	
SAG (Southampton, Aberdeen & Glasgow)	1.222,1	50,0%	611,0	10* Ebitda 2019e
Deuda Neta resto de SAG	-732,6	50,0%	-366,3	
Equity Aeropuertos	4.689,4		1.294,7	
407 ETR	21.604,4	43%	9.339,6	DCF
NTE	1.725,1	63%	1.086,8	DCF
LBJ	1.816,3	55%	999,0	DCF
Norte América	25.145,8		11.425,4	
Ausol	687,7	15%	103,2	Última transacción
Autema	284,5	76%	217,0	DCF
Serrano Park	11,1	50%	5,6	DCF
A-66	98,1	25%	24,5	DCF
España	1.081,5		350,3	
M4	44,6	20%	8,9	DCF
M3	55,6	20%	11,1	DCF
M8	62,0	20%	12,4	
Reino Unido e Irlanda	162,2		32,4	
Algarve	120,6	48%	57,9	Última transacción
Norte Litoral	196,0	49%	96,0	Última transacción
Portugal	316,6		153,9	
Grecia	333,3	24%	80,0	
Activos en construcción	857,5	51%	438,0	Capital invertido 2019e
Equity Autopistas	27.897,0		12.480,0	
Total Equity Ferrovial			18.305,0	
Número de acciones			744,4	
Acciones en Autocartera			-9,4	
Precio objetivo (€/acción)			24,9	

Fuente: Análisis y Mercados Bankinter

Cuadro 2. Análisis de sensibilidad a valoración de Autopistas y Servicios

€/acción	Equity Autopistas (M€)				
	10.314	11.345	12.480	13.728	15.238
2.218	21,0	22,4	23,9	25,6	27,7
2.440	21,3	22,7	24,2	25,9	28,0
2.684	21,6	23,0	24,5	26,2	28,3
2.952	22,0	23,4	24,9	26,6	28,7
3.248	22,4	23,8	25,3	27,0	29,1
3.572	22,8	24,2	25,7	27,4	29,5
3.930	23,3	24,7	26,2	27,9	30,0

Fuente: Análisis y Mercados Bankinter

Método de Valoración

Valoramos Ferrovial por suma de partes. Los distintos activos se valoran de forma individual por descuento de flujos de caja o valor de transacciones recientes. Nuestro precio objetivo es para Diciembre de 2019.

Principales asunciones

Para el DCF de los distintos activos asumimos tasas libres de riesgo normalizadas (3%), y aplicamos distintos criterios en función del país y perfil de riesgo del activo. Las autopistas en fase de construcción las valoramos a capital invertido.

Cuadro 3. Cuenta de resultados

(Mn€)	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Cuenta de resultados						
Ventas	10,759.0	12,208.1	5,737.0	5,403.6	5,594.6	5,819.5
% inc.	10.9	13.5	-53.0	-5.8	3.5	4.0
Coste de las mercancías vendidas	-1,512.9	-1,738.1	-809.7	-754.5	-779.0	-797.1
Margen bruto	9,246.1	10,470.0	4,927.3	4,649.1	4,815.6	5,022.4
Costes de explotación	-8,302.1	-9,538.2	-4,443.3	-4,140.4	-4,275.1	-4,374.2
EBITDA	944.0	931.8	484.0	508.8	540.5	648.3
% inc.	-8.0	-1.3	-48.1	5.1	6.2	19.9
Amortización del inmovilizado	-341.9	-294.2	-46.0	-388.9	-47.0	-50.2
EBIT	602.1	637.7	438.0	119.9	493.5	598.0
% inc.	-21.8	5.9	-31.3	-72.6	311.6	21.2
Resultado financiero	-391.0	-311.0	-192.0	-231.1	-224.2	-214.4
Puesta en equivalencia	82.0	250.8	239.0	294.9	308.3	322.2
Otros resultados	324.0	0.0	-851.0	485.5	86.5	104.4
Beneficio antes de impuestos	617.1	577.5	-366.0	669.2	664.1	810.2
Impuesto de sociedades	-233.0	-71.0	-25.0	-9.5	-29.8	-36.4
Operaciones discontinuadas	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Minoritarios	-7.0	-52.9	-57.0	-59.9	-62.8	-66.0
Beneficio neto atribuible	377.1	453.6	-448.0	599.9	571.5	707.9
% inc.	-47.6	20.3	n.a.	n.a.	-4.7	23.9
BPA (€)	0.51	0.62	-0.61	0.81	0.77	0.95
% inc.	-47.6	20.3	n.a.	n.a.	-4.7	23.9
DPA (€)	0.72	0.72	0.72	0.72	0.72	0.72
% inc.	2.9	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0
Estado de flujo de caja						
Cash flow neto	719.0	747.8	-402.0	988.8	618.5	758.1
% inc.	-26.3	4.0	n.a.	n.a.	-37.5	22.6
Variaciones de NOF	-192.0	403.9	-31.9	-110.1	-24.8	-23.8
Capex	-1,323.0	-672.0	-317.0	-404.1	-395.5	-387.9
Cash flow libre	-796.0	479.7	-750.9	474.6	198.1	346.4
Remuneración al accionista	-527.4	-530.3	-532.3	-536.3	-538.2	-538.2
Otras variaciones	1,599.4	765.3	727.6	646.0	224.5	227.4
Variación de caja	276.0	714.7	-555.7	584.2	-115.6	35.6

Fuente: Compañía y Análisis Bankinter

Cuadro 4. Balance y márgenes

(Mn€)	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Balance						
Activo fijo neto	12,242.0	11,471.0	8,847.0	8,965.6	9,410.6	9,862.7
Inmovilizado financiero	3,277.0	3,455.7	3,209.0	3,503.9	3,812.3	4,134.5
Necesidades operativas de fondos (NOF)	-618.0	-1,021.9	-990.0	-879.9	-855.0	-831.2
Otros activos/(pasivos) neto	-3,203.0	-3,082.6	-355.0	-802.0	-802.0	-802.0
Capital empleado	11,698.0	10,822.2	10,711.0	10,787.7	11,565.9	12,364.0
Recursos propios	6,715.0	6,539.6	5,771.0	5,834.6	5,867.8	6,037.5
Minoritarios	717.0	731.3	833.0	1,430.4	2,059.7	2,723.7
Deuda financiera neta	4,266.0	3,551.3	4,107.0	3,522.8	3,638.4	3,602.7
Márgenes (%)						
Margen bruto/Ventas	85.9	85.8	85.9	86.0	86.1	86.3
EBITDA/Ventas	8.8	7.6	8.4	9.4	9.7	11.1
EBIT/Ventas	5.6	5.2	7.6	2.2	8.8	10.3
Ventas/Capital empleado	92.0	112.8	53.6	50.1	48.4	47.1
EBITDA/Capital empleado	8.1	8.6	4.5	4.7	4.7	5.2
ROCE	5.1	5.9	4.1	1.1	4.3	4.8
ROE	5.6	6.9	-7.8	10.3	9.7	11.7
Endeudamiento (x)						
Deuda financiera neta/Capital empleado	0.4	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
Deuda financiera neta/EBITDA	4.5	3.8	8.5	6.9	6.7	5.6
EBIT/Resultado financiero	1.5	2.1	2.3	0.5	2.2	2.8

Fuente: Compañía y Análisis Bankinter

Cuadro 5. Accionistas principales

Familia Del Pino:	36.0%
Blackrock:	3.1%
TCI:	3.0%
Fidelity:	2.0%
Autocartera	1.3%

Fuente: Compañía y Análisis Bankinter

Cuadro 6. Información de la compañía

Dirección:	Príncipe de Vergara,135 28002 Madrid España
Página Web:	www.ferrovial.es
Presidente:	Rafael del Pino y Calvo Sotelo
Consejero delegado:	Íñigo Meirás Amusco
IR:	Ricardo Jiménez

Fuente: Compañía y Análisis Bankinter

Cuadro 7. Ratios de mercado

(€)	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
BPA (€)	0.51	0.62	-0.61	0.81	0.77	0.95
% inc.	-47.6	20.3	n.a.	n.a.	-4.7	23.9
CFPA (€)	0.98	1.02	-0.55	1.33	0.83	1.02
% inc.	-26.3	4.0	n.a.	n.a.	-37.5	22.6
DPA (€)	0.72	0.72	0.72	0.72	0.72	0.72
% inc.	2.9	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0
VC/acción (€)	9.15	8.92	7.81	7.84	7.88	8.11
% inc.	-6.0	-2.6	-12.3	0.3	0.6	2.9
ROE (%)	5.6	6.9	-7.8	10.3	9.7	11.7
Precio (€)						
Máximo	20.70	20.75	19.78	n.a.	-	-
Mínimo	15.95	16.75	16.20	n.a.	-	-
Último	17.00	18.92	17.69	23.98	23.98	23.98
PER (x)						
Máximo	40.3	33.6	-	-	-	-
Mínimo	31.0	27.1	-	-	-	-
Último	33.1	30.6	-	29.8	31.2	25.2
Relativo	2.0	1.9	n.a.	1.8	1.9	1.5
P/CF (x)						
Máximo	21.1	20.4	-	-	-	-
Mínimo	16.3	16.4	-	-	-	-
Último	17.3	18.6	-	18.1	28.9	23.5
Relativo	1.6	1.7	n.a.	1.7	2.7	2.2
Rent. Dividendo (%)						
Máxima	4.5	4.3	4.5	-	-	-
Mínima	3.5	3.5	3.7	-	-	-
Última	4.2	3.8	4.1	3.0	3.0	3.0
Relativo	1.3	1.2	1.2	0.9	0.9	0.9
P/VC (x)						
Máximo	2.3	2.3	2.5	-	-	-
Mínimo	1.7	1.9	2.1	-	-	-
Último	1.9	2.1	2.3	3.1	3.0	3.0
Relativo	1.2	1.4	1.5	2.0	2.0	2.0

Fuente: Compañía y Análisis Bankinter

INFORMACIÓN IMPORTANTE

Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website: <https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis> de valoración más frecuentemente aplicadas en nuestro análisis de compañías son las siguientes (lista no exhaustiva): VAN FCF, Descuento de Dividendos, Neto Patrimonial, ratios comparables, Valor Neto Liquidativo, Warranted Equity Value, PER teórico,

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos

NOTAS DE COMPAÑÍAS PUBLICADAS EN LOS ÚLTIMOS 30 DÍAS:

Todas nuestras notas de compañías se encuentran disponibles en: [Link a informes de compañías,](#)

EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada – Director	Rafael Alonso – Bancos	Marisa Mazo – Bancos	Pedro Echeguren – Farma & Salud
Javier Hombria – <i>Telecos</i>	Ana de Castro – Seguros	Aránzazu Bueno – Eléctricas	Juan Tuesta – Construcción & Tecnología
Pilar Aranda – Petróleo	Aránzazu Cortina – Industriales	Esther Gutiérrez de la Torre – Autos	Elena Fernández – Trapiella – Consumo
Juan Moreno – Inmobiliarias	Luis Piñas – Consumo		

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por todo el equipo:

Macroeconomía

Estrategia de Inversión

Bonos

Divisas

Fondos de Inversión

ETFs

Carteras Modelo de Fondos de Inversión y de Renta Variable.