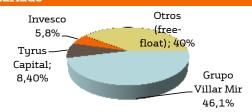
La visibilidad mejora, los riesgos están más acotados.

bankinter.

#### **Datos Básicos**

Capitalización (M €): 1.425 M€ Último: 4,77 €/acc. Nº Acciones: 299 M acc. Min / Max (52 sem): 2,11 / 6,35 €/acc.

#### Accionariado



Ingresos		2016r	2017e	2018e	TAMI(%)	
Concesiones		520	593	860	28,6%	
Ingeniería y Co	Ingeniería y Construcció		4.160	4.933	23,9%	
Desarrollos		131	15	68	-27,9%	
Total		3.863	4.768	5.861	23,2%	
Resultados	2016r	2017e	2018e	2019e	TAMI(%)	
Ingresos	3.863	4.768	5.861	6.076	16,3%	
Ebitda	223	712	1.089	1.155	73,0%	
Ebit	22	524	911	982	n.a.	
BNA	-432	112	414	453	n.a.	
Principales ra	tios	2016r	2017e	2018e	2018e	
BPA (€/acc)		-1,45	0,38	1,39	1,51	
DPA (€/acc)		0,00	0,00	0,28	0,30	
PER		n.a.	12,7x	3,4x	3,1x	
ROE		n.a.	2,7%	9,3%	9,5%	
Deuda neta / Eb	itda	13,1 x	2,8 x	1,6 x	1,3 x	
Deuda Neta/FFI	PP	0.7 x	0,5 x	0,4 x	0.3 x	
Precio / VC		0,6 x	0,6 x	0,5 x	0,0 x	
Evolución bur	sátil	2014	2015	2016	2017	
ACS		16%	-7%	11%	11%	
Ferrovial		17%	27%	-19%	12%	
		±7,70	27 /0			
Abertis		7%	-8%	-3%	13%	
Abertis Vinci						
_		7%	-8%	-3%	13%	

## Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



# OHL

Precio Objetivo: 5,1€

Recomendación: Comprar

Mejoramos nuestra recomendación desde Neutral a Comprar y revisamos al alza el precio objetivo desde 2,80 hasta 5,1€  $\tilde{l}$ acc. (potencial +6,0%). El sanamiento del balance y la cartera de Construcción en 2016 y la revalorización de OHL México en 1T17 son 2 efectos positivos ya reflejados en buena medida en el precio. Sin embargo, creemos que la estrategia 2017-18 centrada en la generación de caja y la reducción de la deuda otorgan un recorrido al alza atractivo para los inversores con menor aversión al riesgo.

### La visibilidad mejora en Construcción.

Valoramos positivamente que la incertidumbre en el negocio de Construcción se hayan reducido, tras el reconocimiento de pérdidas por importe de 476 M€ de Ebitda en los *legacy projects* en el año 2016. Asimismo, la salida de caja derivada de estos proyectos parece limitada a 165 M€ hasta finales de 2018. Nuestras estimaciones de ingresos son inferiores en un 9% al *guidance* facilitado por OHL en su Plan Estratégico 2018, que consideramos optimista considerando la reducción de la cartera en 2016. Sin embargo, creemos que las perspectivas de la división de Construcción mejoran con respecto a finales de 2016 por el recorte de costes derivado de la reestructuración de personal y la visibilidad derivada de que un 78% de las ventas estimadas provenga de contratos ya adjudicados como la I-405 y el Carnasie Tunnel en EE.UU.

#### Cristalizando el valor en Concesiones.

Uno de los principales catalizadores está siendo la mayor valoración de la división de Concesiones en una doble vertiente: (i) El peso mexicano se ha apreciado +15% frente al euro desde sus mínimos de Ene-17. Las dificultades de Trump para aprobar en el Congreso sus propuestas más radicales sugieren que la divisa mexicana ha pasado ya su momento de mayor debilidad. (ii) La posibilidad de que IMF adquiera una participación en OHL Mexico pagando una prima cercana al 10% ha impulsado la cotización de la filial mexicana +27% durante 1T17. Una hipotética venta del 6,4% de OHL México permitiría a la matriz mantener el control y obtener fondos adicionales por importe de 130 M€ para seguir reduciendo deuda.

## <u>La reducción de la deuda sigue siendo un factor clave.</u>

Tras las ventas de un 17,5% del Proyecto Canalejas por 79 M€ y una participación entre el 51% y el 80% de Mayakoba por un máximo de 218 M€, consideramos factible que la Compañía consiga la entrada de un socio en alguna de las 5 concesiones de LatAm en fase de desarrollo, lo que reduciría el compromiso inversor de OHL. Las desinversiones y la mejora del *working capital* permitirían recortar la deuda financiera neta total hasta niveles cercanos a 2.000 M€ a finales de 2017 (2,8x Ebitda 2017e) y una mejora del rating (Caa1 actual). El menor endeudamiento y la amortización anticipada del pasivo más caro (bono vcto. 2020 con un cupón de 7%) generarán un ahorro en costes financieros cercano a 200 M€, lo que debería ser un respaldo para la cotización.

## Riesgos acotados, pero no neutralizados. ¿Qué podría salir mal?

A pesar de la prudencia en nuestras estimaciones, conviene tener en cuenta algunos factores de incertidumbre que, en el caso de materializarse, pueden frustrar la trayectoria de mejora de la compañía. Los riesgos intrínsecos a la actividad de construcción (sobrecostes, demora en la ejecución o el cobro de proyectos), crecimientos del tráfico inferiores a lo estimado y falta de acuerdo para la entrada de nuevos socios en Concesiones son factores que complicarían la reducción de la deuda y pueden provocar fuertes oscilaciones en una acción caracterizada por una volatilidad muy elevada.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Jesús Amador (analista principal de este informe) Belén San José Esther Gutiérrez de la Torre

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

Ramón Forcada Ramón Carrasco

Eva del Barrio Aránzazu Bueno Ana Achau (Asesoramiento)

Joao Pisco Susana André (Mkt&Suppo2t) 108 Alcobendas, Madrid

Rafael Alonso Ana de Cashtop://www.bankinter.com/ Avda. Bruselas 12

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\_normativo/analisis/responsabilidad\_legal

# bankinter.

## Nota Compañía: OHL

PYG Resumida (M€)	2015r	2016r	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	TAMI (%)
Ingresos	4.369	3.863	4.768	5.861	6.076	6.272	6.418	10,7%
Otros ingresos de explotación	849	776	764	745	760	779	799	
Gastos de explotación	-4251	-4416	-4820	-5517	-5681	-5852	-6007	
<i>EBITDA</i>	967	223	712	1.089	1.155	1.199	1.209	40,2%
Amtz. Depr. y deterioro activos	-282	-201	-188	-178	-173	-168	-163	
EBIT	685	22	524	911	982	1.031	1.047	116,3%
Resultado Financiero	-462	-429	-246	-177	-158	-138	-125	
Resultado puesta en equivalencia	227	-35	20	0	22	23	0	
BAI	449	-442	298	734	846	917	922	n.a.
Minoritarios	-203	-197	-125	-153	-183	-230	-237	
BNA	56	-432	112	414	453	488	490	n.a.
BPA	0,19	-1,45	0,38	1,39	1,51	1,63	1,64	
DPA	0,15	0,00	0,00	0,28	0,30	0,33	0,33	
Balance Resumido (M€)	2015r	2016r	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	
Concesiones y F.de comercio	8.184	6.953	6.747	6.790	6.841	6.892	6.951	
Otro activo inmovilizado	2.050	1.636	1.655	1.708	1.755	1.798	1.842	
Total activo inmovilizado	10.234	8.589	8.402	8.498	8.596	8.690	8.793	
Deudores	2.462	2.103	2.351	2.874	2.963	3.059	3.130	
Tesorería y equivalentes	1.432	1.481	1.190	1.214	1.238	1.263	1.289	
Otro circulante	1.161	746	270	280	290	300	310	
Total activo circulante	5.055	4.331	3.811	4.368	4.492	4.622	4.729	
TOTAL ACTIVO	15.289	12.920	12.213	12.867	13.088	13.312	13.522	
Patrimonio neto	4.812	4.043	4.155	4.454	4.770	5.098	5.428	
Pasivo a LP	1.860	1.677	1.729	1.772	1.816	1.862	1.908	
Pasivo Circulante	3.177	2.808	3.148	3.656	3.752	3.852	3.930	
Deuda financiera	5.440	4.392	3.181	2.985	2.750	2.500	2.255	
TOTAL PASIVO Y PAT. NETO	15.289	12.920	12.213	12.867	13.088	13.312	13.522	
Flujos de Caja Libre	2016r	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e		
BNA	-432	112	414	453	488	490		
Amortiz. & Prov.	137	148	143	143	143	143		
Ajuste por rentab. garantizada <sup>1</sup>	-219	-212	-206	-200	-194	-174		
Proyectos legacy Construcción	-269	-64	-101	70	40	0		
+Intereses x (1-t)	240	185	133	118	103	94		
(-)Inversiones netas <sup>1</sup>	1.315	519	-158	-160	-155	-163		
+/- Var. Fondo maniobra	353	44	-41	-18	-21	-19		
CFLO	1.125	732	185	407	404	370		
CILO	1.140	/34	103	407	404	370		

<sup>1</sup> Ajuste para reflejar el Ebitda por TIR garantizada de Concesiones en aquelos activos con garantía de tráfico, que no genera efectivo por peajes sino una compensación por parte de la entidad concedente en forma de subida de tarifas o ampliación del

 $<sup>^2</sup>$  Incluyen el importe de las desinversiones de Abertis, Conmex, Mayakoba y Canalejas durante 2016 y 2017

Valoración por suma de partes						
Activo	Método	Valor				
Concesiones México	Valor mercado participación (56,5%)	1.282				
Otras concesiones <sup>1</sup>	Book value l inversión comprometida	675				
Construcción	DCF	1.196				
Desarrollos <sup>2</sup>	Valor contable	450				
Total EV		3.603				
Deuda financiera neta 2017e		-1.991				
Minoritarios		-102				
Equity value		1.510				
nº acciones (mill.)		299				
Precio objetivo		5,1€				

<sup>&</sup>lt;sup>1</sup> En Otras Concesiones se incluye el Equity invertido en las Concesiones de Colombia (Río Magdalena), Perú (Autopista Norte, Conexión La Molina-Angamos, Evitamiento de Chimbote), Chile (Nogales, Américo Vespucio, Puente Industrial y Puerto Valparaíso) y España.

## Equipo de Análisis de Bankinter:

**Jesús Amador (analista principal del informe)** Esther Gutiérrez de la Torre Rafael Alonso Ramón Forcada Ana de Castro

Eva del Barrio Ramón Carrasco Aránzazu Bueno

http://broker.bankinter.com/ Belén San Jusé://www.bankinter.com/ Joao Pisco Avda. Bruselas 12

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

Ana Achau (Asesoramiento)

Susana André (Mkt& Support)

Alcobendas, Madrid

 $<sup>^2</sup>$   $\it Valor contable a justado por el valor de las participaciones vendidas en Canalejas y Mayakoba.$ 

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"