Sector: Construcción

Limitada visibilidad en Construcción y escenario más adverso en México como principales amenazas

OHL

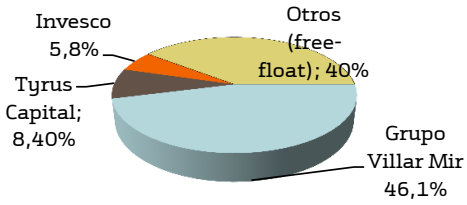
Precio Objetivo: 2,8 €

Recomendación: Neutral

Datos Básicos

Capitalización (M €):	804 M€
Último:	2,69 €/acc.
Nº Acciones:	299 M acc.
Min / Max (52 sem):	1,73 / 7,05 €/acc.

Accionariado



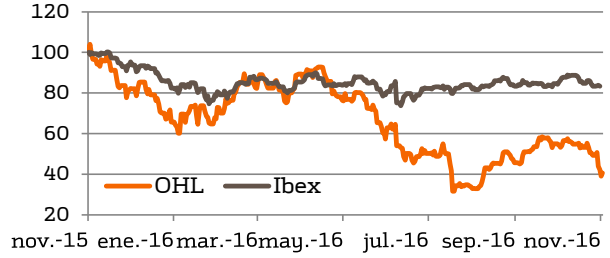
Ebitda (9M16)	Mill.€	%	Var a/a
Concesiones	514	90,1%	-4,9%
Ingeniería y Construcción	38	6,7%	-72,8%
Desarrollos	19	3,3%	127%
Total	**571**	**100%**	**-17,2%**

Resultados	2015r	2016e	2017e	2018e	TAMI(%)
Ingresos	4.369	4.338	4.405	4.613	1,8%
Ebitda	967	856	912	959	-0,3%
Ebit	685	611	738	804	5,5%
BNA	56	183	123	195	52,0%

Principales ratios	2015r	2016e	2017e	2018e
BPA (€/acc)	0,19	0,61	0,41	0,65
DPA (€/acc)	0,15	0,05	0,05	0,05
PER	14,5x	4,4x	6,5x	4,1x
ROE	1,2%	3,5%	2,3%	3,6%
Deuda neta / Ebitda	4,5 x	2,6 x	2,4 x	2,2 x
Deuda Neta/FFPP	0,9 x	0,4 x	0,4 x	0,4 x
Precio / VC	0,4 x	0,2 x	0,2 x	0,2 x

Evolución bursátil	2013	2014	2015	2016
ACS	31%	16%	-7%	0%
Ferrovial	26%	17%	27%	-20%
Abertis	37%	7%	-8%	-10%
Vinci	33%	-5%	30%	4%
FCC	74%	0%	-41%	15%
OHL	34%	-37%	-52%	-49%

Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



Rebajamos nuestra recomendación desde Comprar (para inversores con perfil dinámico) hasta Neutral y revisamos a la baja nuestro precio objetivo desde 4,2€ hasta 2,8€ por acción. El deterioro del valor de mercado de su filial mexicana tras la victoria de Trump y unos resultados del 3T16 inesperadamente débiles en términos de márgenes, generación de caja libre y deuda nos sitúan en un escenario más adverso. La generación de caja en Construcción y la rotación de Concesiones hacia nuevos activos *greenfield* ofrecen todavía una visibilidad limitada.

3 impactos negativos que configuran un contexto más adverso.

:: La **victoria de Trump** ha provocado un **deterioro del valor de mercado de su filial mexicana superior a 1,2 € /acc. de OHL** desde las elecciones en EE.UU. Las menores expectativas de crecimiento en México, y especialmente, la depreciación del peso mexicano (-10% frente al euro) tendrán un impacto negativo en el negocio de Concesiones durante los próximos trimestres.

:: La **rebaja de *rating* por parte de Moody's** desde B3 hasta Caa1 supone un castigo adicional para la cotización y tal vez haya provocado una sobrerreacción del mercado, a pesar de que la compañía ha confirmado sus objetivos de reducción del apalancamiento: deuda neta con recurso de 600 M€ a finales de 2016 (equivalente a 2,0x Deuda Neta con recurso/Ebitda con recurso), que se reducirían a 300 M€ (1,0x Deuda Neta con recurso/Ebitda con recurso) incluyendo los fondos que se espera obtener con la desinversión de activos (Mayakoba y Canalejas).

:: Los **resultados del 3T16** fueron inferiores a nuestras expectativas y mostraron **debilidades en 3 ámbitos**: (i) El **margen Ebitda** del negocio de **Ingeniería y Construcción** continúa siendo muy reducido (1,5% frente a 5,3% en 9M15), debido a las pérdidas en *legacy projects*, menores márgenes en nuevos proyectos y retraso en la puesta en marcha de nuevas obras para concesiones. **(ii)** La generación de **caja operativa** en el 3T16 (trimestre estanco) continúa siendo **negativa** (-181,5 M€) por el deterioro del *working capital*, lo que ha provocado un incremento de la deuda financiera neta. **(iii)** El aumento de tráfico y tarifas en las autopistas mexicanas no han compensado el **efecto negativo del tipo de cambio**, de forma que el Ebitda por peajes retrocede -12,2%.

Perspectivas 2017: limitada visibilidad.

Los 3 factores descritos anteriormente nos sitúa en un escenario más negativo para la compañía que ofrece una **visibilidad** todavía muy **limitada** en 3 ámbitos: **(i) Calendario** de impactos negativos o cobro de reclamaciones en los *legacy projects*, cuyo impacto negativo en caja podría ascender a -300 M€ en el escenario más pesimista durante los próximos 18-24 meses. **(ii)** Ritmo de mejora de los **márgenes y flujos de caja de Construcción**, teniendo en cuenta que la construcción – y por ello primeras certificaciones - de la I-405 no comenzará hasta bien avanzado 2017. **(iii)** Evolución del **peso mexicano** y su impacto sobre el valor de mercado de su filial en México y generación de caja de **nuevas concesiones *greenfield*** tras la venta de participaciones en activos maduros y estables como Abertis y ConMex.

En consecuencia, creemos que el binomio rentabilidad – riesgo queda desequilibrado incluso para un inversor de perfil dinámico-agresivo al que dirigíamos nuestra anterior recomendación de Comprar, a pesar de que la cotización ha retrocedido hasta niveles cercanos a los mínimos de agosto. En los próximos meses evaluaremos si los avances en las desinversiones de activos, reducción de la deuda y generación de caja en Construcción permiten situarnos en un escenario más positivo para la compañía.

Equipo de Análisis de Bankinter:
Jesús Amador (analista principal de este informe) Ramón Forcada Eva del Barrio Rafael Alonso
Belén San José Esther Gutiérrez de la Torre Ramón Carrasco Aránzazu Bueno
Ana Achau (Asesoramiento)
http://broker.bankinter.com/
http://www.bankinter.com/
Avda. Bruselas 12
28108 Alcobendas, Madrid

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:
https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal

PYG Resumida (M€)	2015r	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	TAMI 2015/21
Ingresos	4.369	4.338	4.405	4.613	4.765	4.895	5.004	**2,3%**
Gastos de explotación	-4251	-4212	-4245	-4425	-4561	-4686	-4790	
EBITDA	967	856	912	959	990	1.015	1.040	**1,2%**
Mg Ebitda	*22%*	*20%*	*21%*	*21%*	*21%*	*21%*	*21%*	
Amtz. Depr. y deterioro activos	-166	-155	-153	-154	-156	-156	-155	
EBIT	685	611	738	804	834	859	885	**4,4%**
Resultado Financiero	-462	-443	-226	-202	-189	-173	-163	
Resultado puesta en equivalencia	227	9	30	0	32	35	0	
BAI	449	177	542	602	678	721	722	**8,2%**
Minoritarios	-203	-180	-270	-281	-292	-181	-191	
BNA	56	183	123	195	218	239	256	**29,0%**
BPA	0,19	0,61	0,41	0,65	0,73	0,80	0,86	
DPA	**0,15**	**0,05**	**0,05**	**0,05**	**0,06**	**0,06**	**0,07**	

Balance Resumido (M€)	2015r	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Inmovilizado material	636	366	366	368	367	361	354
Concesiones y F.de comercio	8.184	7.167	7.235	7.321	7.382	7.387	7.378
Otro activo inmovilizado	1.414	1.154	1.171	1.189	1.207	1.225	1.243
Total activo inmovilizado	10.234	8.687	8.772	8.878	8.956	8.973	8.975
Deudores	2.462	2.674	2.691	2.793	2.885	2.951	3.016
Tesorería y equivalentes	1.098	1.350	1.240	1.271	1.303	1.335	1.369
Otro circulante	1.161	450	460	470	480	490	500
Total activo circulante	5.055	5.224	5.156	5.314	5.464	5.588	5.713
TOTAL ACTIVO	**15.289**	**13.911**	**13.928**	**14.192**	**14.419**	**14.561**	**14.688**
Patrimonio neto	**4.812**	**5.186**	**5.304**	**5.489**	**5.695**	**5.918**	**6.155**
Pasivo a LP	1.860	1.879	1.898	1.917	1.936	1.955	1.975
Pasivo Circulante	1.256	1.281	1.307	1.333	1.360	1.387	1.414
Deuda financiera	5.440	3.559	3.394	3.334	3.240	3.058	2.859
TOTAL PASIVO Y PAT. NETO	**15.289**	**13.911**	**13.928**	**14.192**	**14.419**	**14.561**	**14.688**

Flujos de Caja Libre	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
BNA	**183**	**123**	**195**	**218**	**239**	**256**
Amortiz. & Prov.	155	153	154	156	156	155
Ajuste por rentab. garantizada	-180	-173	-166	-156	-143	-129
+Intereses x (1-t)	250	169	151	142	130	122
(-)Inversiones netas [1]	-240	-190	-210	-185	-130	-115
+/- Var. Fondo maniobra	-128	4	-8	-22	-13	-23
CFLO	**40**	**87**	**117**	**152**	**238**	**266**

Valoración por suma de partes		
Activo	Método	Valor
Concesiones México	Valor mercado participación (56,5%)	906
Abertis	Valor mercado participación (2,5%)	310
Otras concesiones[1]	*Book value* / inversión comprometida	739
Construcción	DCF; 5,5x Ebitda 17e	843
Desarrollos (Mayakoba y Canalejas)	*Book value*	340
Total EV		**3.137**
Deuda financiera neta 2016e		-2.209
Minoritarios y provisiones		-103
Equity value		**825**
nº acciones (mill.)		**299**
Precio objetivo		**2,8 €**

[1] *En Otras Concesiones se incluye el Equity invertido en las Concesiones de Colombia (Río Magdalena), Perú (Autopista Norte y Conexión La Molina-Angamos), Chile (Nogales, Américo Vespucio, Puente Industrial y Puerto Valparaíso) y España.*

La Compañía ha sido informada sobre esta recomendación antes de la publicación de esta nota.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Jesús Amador (analista principal del informe) Ramón Forcada Eva del Barrio Ramón Carrasco

Esther Gutiérrez de la Torre Rafael Alonso Belén San José Ana de Castro Aránzazu Bueno

Ana Achau (Asesoramiento)

http://broker.bankinter.com/

http://www.bankinter.com/

Avda. Bruselas 12

28108 Alcobendas, Madrid

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

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"*