

## Ferrovial 2022: superan previsiones operativas, pero por debajo en generación de caja.

Martes, 28 de febrero de 2023

Ángel Pérez Llamazares, CIIA - *Equity Research Analyst*

Ventas comparables +4,2% siguen mostrando recuperación en todas las áreas, EBITDA comparable +7,7% gracias a la mayor aportación del área de autopistas. Las cifras mejoran nuestras expectativas y las de consenso. Las autopistas mejoran por recuperación de tráfico y mayores tarifas. Presión en los márgenes de construcción a consecuencia de la inflación en suministros y la mayor subcontratación, aunque la cartera cerca de máximos históricos. El tráfico de los aeropuertos se ha recuperado significativamente.

La posición neta de tesorería se reduce más de lo previsto, a consecuencia del pago de dividendos, las inversiones llevadas a cabo (I-66, NTO, Dalaman, NTE35W, I-77) y las salidas de caja de los proyectos en construcción en Estados Unidos, pese a las desinversiones.

Se propone el pago de dos dividendos por un total de 0,715 eur/acc (en línea con nuestras expectativas) y se mantiene el programa de recompra de acciones por un máximo de 500 mln eur o 34 mln de acciones.

La compañía inicia un proceso de fusión inversa a través del cual cambia su domicilio social de España a los Países Bajos con el fin de iniciar su cotización en dicho mercado, para posteriormente buscar la cotización en Estados Unidos. El motivo de este proceso es la búsqueda de un mayor volumen de inversores que permitan potenciar la liquidez del valor, sin que tenga impacto a nivel operativo.

Reiteramos la visión positiva de largo plazo, apoyada en su estrategia de crecimiento, tanto orgánico como inorgánico, y las expectativas de recuperación del tráfico, tanto en autopistas como en aeropuertos. No obstante, no le vemos un atractivo potencial a corto plazo por lo que reiteramos la recomendación de mantener, precio objetivo 29,65 eur.

ferrovial						Mantener
(mln de euros)	2021	2022	Var %	Real vs R4e	Real vs consenso	
<b>Ventas netas</b>	<b>6.910</b>	<b>7.551</b>	<b>9,3%</b>	<b>9,5%</b>	<b>2,7%</b>	
Construcción	6.077	6.463	6,4%	5,6%	0,5%	
Autopistas	588	780	32,7%	11,1%	1,4%	
<b>EBITDA</b>	<b>610</b>	<b>728</b>	<b>19,3%</b>	<b>12,2%</b>	<b>2,1%</b>	
Construcción	245	175	-28,6%	22,4%	9,4%	
Autopistas	415	550	32,5%	7,4%	-2,7%	
<b>Margen EBITDA</b>	<b>8,8%</b>	<b>9,6%</b>	<b>0,8pp</b>	<b>0,2pp</b>	<b>-0,1pp</b>	
<b>EBIT</b>	<b>340</b>	<b>423</b>	<b>24,4%</b>	<b>7,4%</b>	<b>-0,7%</b>	
Construcción	132	63	-52,3%	293,8%	34,0%	
Autopistas	275	390	41,8%	-6,7%	-3,9%	
<b>Beneficio neto</b>	<b>1.198</b>	<b>186</b>	<b>n.r.</b>	<b>-6,1%</b>		
<b>Caja neta ex infra*</b>	<b>2.182</b>	<b>1.439</b>	<b>-34,1%</b>	<b>-10,1%</b>		
<b>Deuda neta total*</b>	<b>4.451</b>	<b>5.781</b>	<b>29,9%</b>			

Consenso compañía \* Caja neta a 31/12/2021

## Destacamos:

Ventas comparables +4,2% siguen mostrando recuperación en todas las áreas, EBITDA comparable +7,7% gracias a la mayor aportación del área de autopistas. Las cifras mejoran nuestras expectativas y las de consenso. Las autopistas mejoran por recuperación de tráfico y mayores tarifas. Presión en los márgenes de construcción a consecuencia de la inflación en suministros y la mayor subcontratación, aunque la cartera cerca de máximos históricos. El tráfico de los aeropuertos se ha recuperado significativamente.

La posición neta de tesorería se reduce más de lo previsto, a consecuencia del pago de dividendos, las inversiones llevadas a cabo (I-66, NTO, Dalaman, NTE35W, I-77) y las salidas de caja de los proyectos en construcción en Estados Unidos, pese a las desinversiones.

Se propone el pago de dos dividendos por un total de 0,715 eur/acc (en línea con nuestras expectativas) y se mantiene el programa de recompra de acciones por un máximo de 500 mln eur o 34 mln de acciones.

La compañía inicia un proceso de fusión inversa (sujeta a la aprobación de los accionistas entre 2T y 3T, los que voten en contra podrán optar a su derecho de separación, y se llevará a cabo siempre que esos derechos no excedan los 500 mln eur) a través del cual cambia su domicilio social de España a los Países Bajos con el fin de iniciar su cotización en dicho mercado (si se aprueba, cotizará tanto en España como en Países Bajos y se llevará a cabo la recompra del híbrido de 500 mln eur), para posteriormente buscar la cotización en Estados Unidos (previsto para la segunda mitad del año). El motivo de este proceso es la búsqueda de un mayor volumen de inversores que permitan potenciar la liquidez del valor, sin que tenga impacto a nivel operativo. Una vez coticie en Estados Unidos y se conozca el resultado de la licitación de la SR-400 la compañía ofrecerá un día del inversor.

## Por divisiones:

- ▶ **Autopistas:** fuerte recuperación del tráfico en todos los activos, superando en algunos casos los niveles previos a la pandemia, pese a la mala climatología y algunas obras realizadas, así como las mayores festividades y cierto efecto del teletrabajo en las rutas más urbanas. Esta recuperación, junto a unas mayores tarifas, eleva las ventas un 22,4% en términos comparables y el EBITDA un 21,6%. La ETR registró cierta ralentización del tráfico en el 4T por festividades, teletrabajo y climatología, pero se prevé que de cara a los próximos trimestres siga evolucionando favorablemente. Se muestran confiados en que los crecimientos de población y la mayor actividad en las regiones donde están presentes sus activos permitan seguir incrementando el valor de los mismos. IRB ha mostrado una buena evolución y esperan que siga creciendo tras las últimas adjudicaciones y el sólido *pipeline* de proyectos, así como el crecimiento económico previsto en la región.

- ▶ **Construcción:** las ventas mejoran un 2,2% en términos comparables gracias al fuerte incremento en Polonia por el mix de los contratos en ejecución y la favorable climatología, con el margen estable en términos comparables. En Webber, donde las ventas disminuyeron un 6,4% en términos comparables por la venta del área de reciclado de áridos y la menor actividad en edificación pese a la mayor actividad en mantenimiento de infraestructuras, con erosión en los márgenes por la salida de reciclaje de áridos pese a cierta mejora por la fase final de proyectos de obra civil. Ferrovial construcción eleva ligeramente las ventas comparables ya que la finalización de un proyecto relevante es compensada por la mayor actividad en Australia, pero el margen se deterioró por los mayores costes de materias primas, salarios y energía. La cartera, sigue cerca de máximos históricos en 14.743 mln eur. Veremos si de cara a 2023 se sigue apreciando consumo de caja de esta actividad en los proyectos de Estados Unidos, tal y como se ha reflejado este 2022 (en general se ha visto una mejora en la generación de caja operativa por pagos adelantados de proyectos en Canadá y la buena marcha de Budimex). La compañía reitera su objetivo de alcanzar un margen EBIT en 2024 de 3,5% (en línea con nuestras previsiones).
- ▶ **Aeropuertos:** fuerte recuperación del tráfico de Heathrow permite un fuerte incremento de los ingresos (+140% vs 2021) que, pese al incremento de los costes por las reconstrucciones, eleva el EBITDA significativamente (1.684 mln gbp vs 384 mln gbp en 2021). Por el momento se sigue esperando la decisión final del regulador sobre las tarifas, donde ya mostraron su desacuerdo respecto a la decisión preliminar que apuntaba a una bajada, veremos si los recursos pudieran resultar exitosos. De cara a 2023 se espera que el tráfico siga evolucionando positivamente, pero aun un 17% por debajo de los niveles de 2019, veremos si se vuelve al pago de dividendos. AGS y Dalaman, también mostraron una fuerte recuperación del tráfico, llevando a una mejora tanto de ventas como de EBITDA.

## DISCLAIMER

El presente informe no presta asesoramiento financiero personalizado. Ha sido elaborado con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciben. El inversor que tenga acceso al presente informe debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que éstos no han sido tomados en cuenta para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario.

El contenido del presente documento así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Grupo Renta 4, con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y está sujeto a cambios sin previo aviso. Este documento está basado en informaciones de carácter público y en fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por Grupo Renta 4 por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Grupo Renta 4 no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento. Ni el presente documento ni su contenido constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni puede servir de base a ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo. Grupo Renta 4 no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor tiene que tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

Recientemente se ha producido una reorganización en el equipo de analistas de Renta 4 Banco. Como consecuencia de ello, una parte de las sociedades emisoras sobre las que se efectúan informes se han asignado a nuevos analistas. Dado que las recomendaciones de los valores publicadas son opiniones de los analistas acerca de las perspectivas de negocio de cada uno de los emisores, la reasignación a otro miembro del equipo puede conllevar criterios diferentes a los publicados con anterioridad sobre este emisor.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes de los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

Cualquier Entidad integrante del Grupo Renta 4 o cualquiera de las IICs o FP gestionados por sus Gestoras, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable. El Grupo Renta 4 tiene implementadas barreras de información y cuenta con un Reglamento Interno de Conducta de obligado cumplimiento para todos sus empleados y consejeros para evitar o gestionar cualquier conflicto de interés que pueda aflorar en el desarrollo de sus actividades.

Grupo Renta 4 puede mantener posiciones o actuar como creador de mercado en los instrumentos financieros de cualquiera de los emisores aquí mencionados o actuar como asegurador, agente de colocación, asesor o prestamista de dichos emisores, liquidando honorarios por estos servicios.

Los empleados de Grupo Renta 4 pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opciones contrarias a las expresadas en el presente documento.

Renta 4 Banco tiene contratos de liquidez con Clínica Baviera, Castellana Properties (asesor registrado), Millenium Hotels (asesor registrado), Gigas (asesor registrado), Making Science (asesor registrado) e Inversa Prime Socimi (asesor registrado). Asimismo, tiene un contrato de servicios bancarios, inversión y/o gestión con Grupo Ezentis, S.A., Atrys Health, Repsol, Making Science, Inversa Prime Socimi y Enerside, y cobertura de Análisis en Azkoyen e Inmobiliaria del Sur, servicios por los que cobra honorarios, a la vez que presta servicios de inversión y colocación a Grupo Ecoener, S.A. y/o accionistas o consejeros, y a Opdenenergy.

Ninguna parte de este documento puede ser: (1) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (2) redistribuida o (3) citada, sin permiso previo por escrito de Grupo Renta 4. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

El sistema retributivo del autor/es del presente informe no está basado en el resultado de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

Grupo Renta 4 es una entidad regulada y supervisada por la CNMV.

Renta 4 Banco. Paseo de la Habana, 74, 28036 Madrid

Departamento de Análisis

Tel: 91 398 48 05 Fax 91 384 85 07. e-mail: [online@renta4.es](mailto:online@renta4.es)

Del total de recomendaciones elaboradas por el Departamento de Análisis de Renta 4 Banco: 61% Sobreponderar, 35% Mantener y 4% Infraponderar