

Ferrovial: una empresa con un foso amplio

NOTA DEL EDITOR: Esta idea de inversión escrita por Luis García, gestor en Mapfre Asset Management, fue presentada en [Wide-Moat Investing Summit 2018](#).

* * *

Ferrovial [FER] es una empresa española de infraestructuras, servicios y construcción, con actividades en varios países. Fue fundada en 1952 por el empresario Rafael del Pino y Moreno. En la actualidad, la familia Del Pino ostenta una participación cercana al 30% en la compañía. A diferencia de sus competidores españoles, Ferrovial ha mantenido durante las últimas décadas un perfil conservador en cuanto al nivel de endeudamiento y cuenta en la actualidad con un balance sólido, con caja neta en la sociedad matriz.

La compañía tiene participaciones significativas en la autopista de peaje 407 ETR de Canadá (43%) y en el consorcio que gestiona el aeropuerto de Heathrow en Londres (25%). Además ha obtenido las concesiones para cuatro proyectos denominados “managed lanes” (carriles de peaje electrónicos, con tarifas variables) en los Estados Unidos, de los cuales dos ya están abiertos al tráfico y los otros dos pendientes de que comience su construcción. Su cartera de activos de infraestructuras maduros, con flujos de caja bastante predecibles, permite que la división de construcción pueda utilizar estos recursos en el desarrollo de nuevas concesiones.

Durante los últimos trimestres, unas condiciones de mercado desfavorables en la actividad de *Servicios* y una menor contribución de los proyectos de *Construcción*, con un par de ellos en pérdidas, han comprimido los márgenes operativos de la compañía en estas divisiones. Además, recientemente la incertidumbre política en España ha despertado un sentimiento negativo de algunos inversores sobre las acciones de empresas españolas en general.

La combinación de estos factores ha provocado una caída en la cotización de Ferrovial, que ha pasado de 20 euros por acción a mediados del año pasado a aproximadamente 17 euros por acción en mayo de este año. Sin embargo, pensamos que, en esta ocasión, el mercado está sobre-reaccionando a las noticias negativas y no está interpretando bien cuál es el peso relativo de cada una de las divisiones y activos en el valor intrínseco total de la compañía.

- En primer lugar, la situación política en España, que ha propiciado un cambio de gobierno, tiene un impacto muy limitado en la capacidad de generar caja de Ferrovial. Después del proceso de internacionalización de las últimas décadas, la gran mayoría de los recursos de la compañía se generan en otros países como Canadá, Estados Unidos, Reino Unido o Australia, entre otros.
- En segundo lugar, aunque el entorno competitivo es todavía muy difícil para la división de Servicios en Reino Unido, pensamos que lo peor debería de haber quedado ya atrás. Los márgenes operativos deberían comenzar a recuperarse en adelante, a medida que vaya desapareciendo el impacto negativo que ha causado el problemático contrato con la ciudad de Birmingham. Además, creemos que las provisiones que la compañía ha registrado ya en relación a este proyecto, las cuales restamos obviamente de nuestra valoración, son suficientes para reflejar el impacto negativo a futuro. En cualquier caso, aunque estuviéramos equivocados en este sentido, la valoración total de la división de Servicios en Reino Unido representa una parte muy pequeña de nuestra estimación del valor intrínseco total de Ferrovial, por lo que el

- riesgo a la baja derivado de este hecho es muy limitado en estos momentos.
- En tercer lugar, hay que destacar que el activo más relevante en términos de valoración para la compañía, la autopista canadiense 407 ETR (que representa aproximadamente el 50% del valor intrínseco que estimamos para Ferrovial), continúa reportando resultados muy sólidos trimestre tras trimestre. Este activo sigue generando importantes flujos de caja y batiendo las estimaciones de los analistas tanto en términos de incrementos de las tarifas, como de crecimiento del tráfico.

Precisamente por lo extraordinario de los términos de la concesión de esta autopista, pensamos que Ferrovial cuenta con una doble ventaja competitiva relevante frente a otras empresas del sector. Por un lado, se trata de una concesión a muy largo plazo, con un alto grado de libertad para subir tarifas y en una zona en la que es relativamente difícil construir carreteras alternativas. Pero, además, aporta a la compañía experiencia en la gestión de este tipo de autopistas, lo que le ha permitido obtener otras concesiones, como las de las “managed lanes” de Estados Unidos a las que antes hacíamos referencia y en las que creemos que existe cierta capacidad de generar valor adicional. A continuación, trataremos de explicar estas dos vertientes de la ventaja competitiva de Ferrovial con más detalle.

La ETR 407 se encuentra en Toronto, Ontario (Canadá) y recorre los núcleos de mayor población de la ciudad, de manera paralela a la autopista 401. La 401 es una de las carreteras más congestionadas de toda América del Norte, lo que explica el atractivo de la 407 ETR para los conductores y hace que ésta autopista de peaje capte casi cualquier incremento adicional en el tráfico de la zona. En la actualidad la longitud de la 407 ETR es de 108 kilómetros. Ferrovial obtuvo la adjudicación de la concesión en 1999, formando parte de un consorcio en el que a día de hoy tiene una participación del 43%. El consorcio tiene la gestión de la autopista en exclusividad hasta el año 2099 (¡para lo que quedan más de ochenta años!).

Se trata de la primera autopista completamente electrónica y sin barreras del mundo, contando con un sistema de peaje que no requiere que los conductores se detengan ni a la entrada ni a la salida. En su lugar, el sistema detecta el vehículo, calcula la ruta que se va a realizar y gestiona el cobro de manera automática. Sin embargo, lo que es más importante para Ferrovial es que las tarifas pueden modificarse con casi total libertad, siempre que se cumpla con unos requerimientos mínimos de tráfico. Esto significa que, en cada momento, los conductores pagan en función al ahorro de tiempo que les aporta la entrada en la autopista, frente a las vías alternativas.

En nuestra opinión, la gran pregunta y el factor que mueve la valoración de esta autopista (y, por tanto, la de Ferrovial, dado el gran peso de este activo) es la elasticidad de la demanda ante subidas de las tarifas. Como resulta lógico, un incremento en las tarifas reduce el tráfico esperado en la carretera. Sin embargo, en el caso de la 407 ETR, crecimientos anuales de tarifas del 9% a lo largo de la última década han venido acompañados de incrementos anuales del 10.5% en el beneficio operativo. Creemos que, por tanto, la elasticidad de la demanda continúa siendo baja y consideramos que puede seguir siéndolo a medio plazo, lo que tendría un impacto muy significativo en términos de creación de valor, dada la elevada duración de la concesión.

Ferrovial ha gestionado la autopista ETR 407 de manera exitosa durante ya casi veinte años. Esto constituye, en nuestra opinión, la segunda vertiente de la ventaja competitiva de la compañía: durante este tiempo, Ferrovial ha podido probar la elasticidad del tráfico a los cambios en las tarifas. Esta elasticidad es el principal determinante de la capacidad para generar caja en activos con altos costes fijos como las autopistas. Ferrovial tiene acceso

privilegiado a la gran cantidad de información que ha podido recoger sobre este aspecto a lo largo de dos décadas.

Otros competidores simplemente no cuentan con esta información, dado lo específico de los términos de la concesión de la 407 ETR. Esto crea una ventaja para Ferrovial, ya que le permite ajustar mejor sus estimaciones a la hora de presentar ofertas competitivas para nuevas concesiones que se están impulsando en algunos países (fundamentalmente Estados Unidos) y en las que existe la capacidad de variar las tarifas dentro de unos límites.

La experiencia con la 407 ETR ha ayudado a la compañía a ganar recientemente proyectos como las cuatro “managed lanes” en Estados Unidos, que consisten en la construcción y gestión de carriles adicionales, de peaje electrónico y sin barreras, con tarifas variables que dependen de la congestión en la vía. Aunque todavía es pronto para conocer el verdadero potencial de estos contratos, por lo que preferimos mantenernos cautos en nuestra valoración, sí creemos que pueden representar una oportunidad relevante de creación de valor adicional a largo plazo para los accionistas de Ferrovial.