



NEGOCIOS

OBRASCÓN HUARTE LAIN

LOS CIMIENTOS DE BARRO

Las investigaciones en México por presuntos actos de corrupción toman a la matriz en España en un mal momento: el estancamiento de las ventas y la abultada deuda agotan la confianza de los inversionistas. En seis meses, OHL perdió 1,550 MDE de su valor de mercado, y la tormenta, parece que apenas comienza.

POR ÓSCAR GRANADOS



MADRID. EL ÚLTIMO AÑO HA SIDO DEMOLEADOR PARA LA ESPAÑOLA OHL: A LA VEZ QUE LOS INVERSIONISTAS LE COBRAN FACTURA POR sus

malos resultados, le han perdido la confianza y dejado de entusiasmarse con los planes de expansión de la que fuera, hasta hace poco, la decimocuarta mayor constructora de Europa y la tercera del país ibérico.

A medida que quedaba claro que las ganancias de OHL se quedarían cortas el año pasado, su valor en Bolsa se reducía hasta acumular más de 1,000 millones de euros (unos 1,124 millones de dólares) en los últimos 12 meses; hoy la acción cotiza en niveles cercanos a los de 2012.

La empresa que supo salir ilesa de los embates de la crisis española e incluso triplicó su valor en menos de un lustro, está atrapada entre malos resultados y escándalos de corrupción que involucran a su filial OHL México, una de las que más negocio aporta a la casa matriz. "OHL ha perdido el atractivo entre los inversionistas", afirma Jaime Díez, analista bursátil de XTB Casa de Bolsa. "Arrastra un alto endeudamiento y un débil rendimiento operativo".

ADEMÁS...

106 | MONEX, MÁS ALLÁ DE ESCÁNDALOS.

El campo de acción de la constructora se estrechó notablemente en la segunda mitad del año. Sus ganancias cayeron 91% y tiene una deuda que cerró el año pasado en 5,625 millones de euros (MDE) –que equivale a 5.2 veces el flujo operativo, también contraído en 11%, a 1,078 MDE. “Esto refleja poco margen para hacerse de nuevos proyectos, lo que significa un menor crecimiento para el futuro”, reitera Rafael Ojeda, analista independiente.

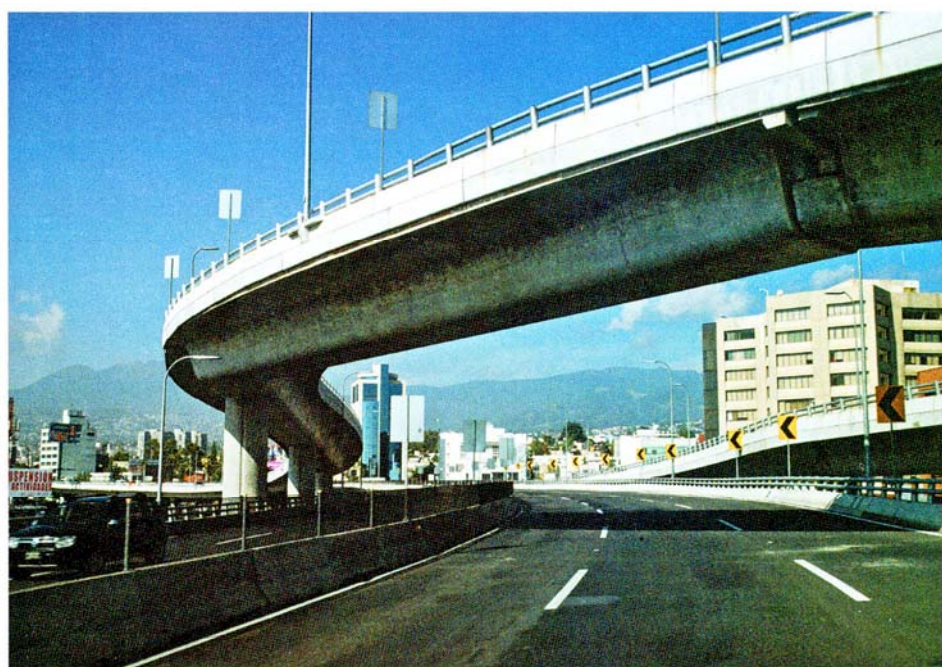
La reacción de los calificadores de deuda ante estos números no se hizo esperar. En noviembre pasado, Moody’s quitó un escalón a la calificación crediticia de OHL, de Ba3 la bajó a B1. “No hay perspectivas de recuperación”, dijo la calificadora en su reporte.

Hasta hace dos años, OHL tenía enfrente otro horizonte. Pese a que la recesión en España fue letal para el sector construcción al transformar, por ejemplo, el *boom* de la edificación de vivienda en una caída de 60% en 2008, OHL siguió montada en una ola expansiva. La compañía presidida por Juan Miguel Villa Mir fue una de las grandes triunfadoras durante la crisis, destaca Ojeda.

Su valor de capitalización pasó en seis años de 870 a 2,937 MDE en 2013, para completar así una década de ingresos al alza.

La clave para escapar de la recesión en España fueron los mercados externos, en especial los latinoamericanos. Los tres euros de cada 10 que en 2004 obtenía como ingresos procedentes del exterior, 10 años más tarde los había aumentado a ocho de cada 10. Cuando el mercado español dejó de ser un mercado boyante y el *boom* de la construcción había terminado, OHL puso el foco del otro lado del Atlántico, señala Díez.

América Latina se convirtió en el principal mercado de la firma española y México en una pieza angular. Al cierre de 2013, la empresa



inviertió en la región más de 4,200 MDE en 10 autopistas, un aeropuerto y un puerto, que representaron el 68% del gasto total de la compañía en todo el mundo.

OHL había sido considerada una de las mejores acciones para invertir durante el año pasado, de acuerdo con un análisis de Bankinter. Los títulos alcanzaron un precio récord de 34.16 euros el 19 de junio del año pasado, lo que daba a la compañía un precio de capitalización de 3,407 MDE.

Una de las razones de su buen momento era México, cuyo aporte a las ventas totales era de 17%. “México siempre ha sido un país estratégico para OHL”, dice Victoria Torre, analista de Self Bank.

Pero todo cambió en la segunda mitad del año pasado. Las ventas globales comenzaron a caer y la acción cerró el año a un precio de 18.60 euros, un retroceso de casi 46% que desembocó en la pérdida de valor de OHL de 1,550 MDE contra lo que valía apenas seis meses antes.

La Secretaría de la Función Pública en México investiga a la constructora española OHL por actos de corrupción.

OHL HA PERDIDO EL ATRACTIVO ENTRE LOS INVERSIONISTAS, ARRASTRA UN ALTO ENDEUDAMIENTO Y UN DÉBIL RENDIMIENTO OPERATIVO.

Previo a la baja de calificación de Moody’s, la compañía trató de reducir su deuda con la venta en 705 MDE de una parte de su posesión en Abertis, una empresa dedicada a la gestión de autopistas e infraestructuras de telecomunicaciones y en la que aún conserva el 13%. También vendió 7.5% en OHL México en 231

MDE, pero el mercado no aprobó las medidas. “Las desinversiones fueron el principio de la caída en bolsa de la firma”, indica Pérez Llamazares, analista de Renta4.

EL ESCÁNDALO

Precisamente cuando OHL trataba de endeuzar sus números, los escándalos que invo-

lucraban a su filial mexicana tomaban altura. En un par de audios divulgados anónimamente en distintos momentos de enero pasado, ejecutivos de la compañía acordaban supuestos aumentos de peaje en autopistas del Estado de México a cambio de pagar las vacaciones de un funcionario estatal, así como el pago de

América

- Canadá
- Estados Unidos
- Aruba
- Guatemala
- Honduras
- México
- Colombia
- Perú
- Chile
- Uruguay

Europa

- España
- Bosnia Herzegovina
- Croacia
- Eslovenia
- Polonia
- Reino Unido
- República Checa
- Eslovaquia
- Rumania

Asia

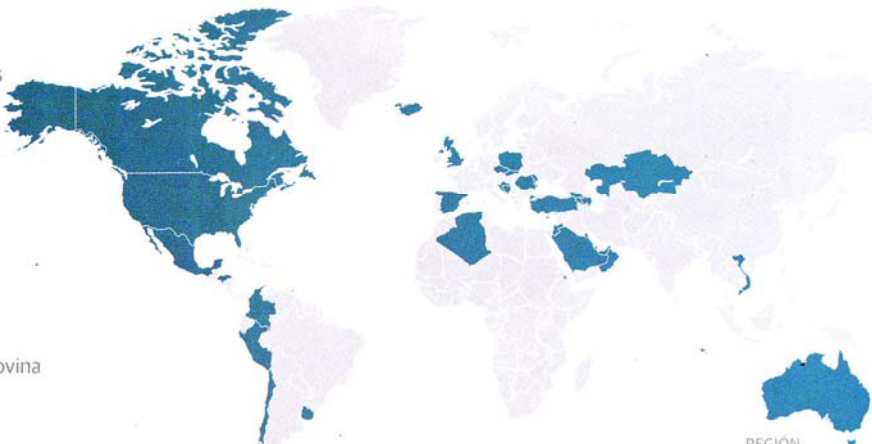
- Arabia Saudita
- Jordania
- Catar
- Kazajistán
- Kuwait
- Turquía
- Vietnam
- Omán

África

- Argelia

Oceanía

- Argelia



IMPORTANTE Y EQUILIBRADA DIVERSIFICACIÓN GEOGRÁFICA (30 PAÍSES EN CINCO CONTINENTES)
87% DE LA CARTERA FUERA DE ESPAÑA

REGIÓN	PIB 2015P	IPC 2015P
MUNDO	3.8%	3.7%
ECONOMÍAS AVANZADAS	2.3%	1.8%
ESTADOS UNIDOS	3.1%	2.1%
ZONA EURO	1.3%	0.9%
ECONOMÍAS EMERGENTES	5.0%	5.6%
MÉXICO	3.5%	3.6%
ESPAÑA	1.7%	0.6%

P: Pronósticos para finales de 2015.

sobornos en términos “usuales” a magistrados, sin especificar los nombres de los beneficiarios, ni los asuntos del litigio.

Aunque OHL México negó al principio la veracidad de las grabaciones, su director de Relaciones institucionales, Pablo Wallentin, tuvo que renunciar, así como el funcionario del Estado de México que se beneficiaría con las vacaciones pagadas por la empresa, Apolinar Mena.

Hoy, el asunto está bajo investigación por la Secretaría de la Función Pública de México. El escándalo en México podría ser un aprieto pasajero para OHL, dice Díez, pero no así sus problemas financieros.

Al menos eso muestra una experiencia similar vivida por Indra, una empresa también española dedicada a las tecnologías de la información. En el otoño del año pasado, Indra se vio vinculada a una trama de corrupción después de que se hizo de varias adjudicaciones en la comunidad de Madrid, a cambio de comisiones ilegales a

El escándalo en México aumentó el miedo entre los inversionistas, fue la gota que colmó el vaso para hundir el valor de la compañía.

manos de políticos.

Posterior al escándalo, la acción de Indra perdió 20% de su valor en el mercado, pero algunos piensan que la causante de esa baja fue el reporte de 90 MDE en pérdidas de la empresa tecnológica. “La vinculación al caso de corrupción fue temporal... lo que más pesó entre los inversores fueron los malos resultados de todo el año”, señala Díez.

Las prácticas “poco éticas” no son ninguna novedad para los empresarios españoles. Siete de cada 10 directivos ibéricos consideran habitual el soborno y la corrupción para hacer negocios, según una encuesta realizada por Ernst & Young. “Buscar un camino más corto resulta ser en muchas ocasiones la vía elegida por las empresas en un entorno donde han de abrirse paso en pleno proceso de recuperación económica, pero con unos mercados muy volátiles y crecientes requisitos de cumplimiento normativo, transparencia o endurecimiento de sanciones”, resalta la consultora.

El sondeo, realizado entre 3,800 empleados de empresas de 38 países de Europa, Oriente Medio y África (en España se cuestionó a 100), explica que 46% de los directivos españoles justifica los sobornos si contribuyen a la supervivencia del negocio. Conforme a ese sondeo, Croacia aparece a la cabeza de los países donde se percibe una mayor corrupción y Dinamarca en donde es menor, mientras que España figura en la posición 13, peor calificado que Italia, Egipto, Turquía o Rusia.

Eso no significa que el escándalo de corrupción en México sea inocuo. “Tan sólo el inicio de la investigación provocó que Fitch colocara en perspectiva negativa (BB-) la calificación de la compañía, lo que podría provocar un aumento de los costos financieros en el medio plazo”, resalta Torre.

Y podrían venir más. “El coleteo no lo podemos descartar”, dice Díez, quien advierte que con el escándalo, el miedo de los inversionistas se incrementó. La mala praxis fue la gota que colmó el vaso

para hundir el valor de la empresa, coincide Torre, y aún puede ser un factor determinante para los resultados de OHL al cierre del año.

También en casa hay algunos riesgos. “España está inmersa en un cambio político que puede afectar a todo el sector”, añade Pérez Llamazares, en referencia a la irrupción de Podemos y Ciudadanos, dos partidos que han ganado adeptos frente al Partido Popular y el Partido Socialista Obrero Español.

El cambio llegó al Ayuntamiento de Madrid y ha significado la revisión con lupa de las concesiones y los permisos que se otorgaron a grandes empresas durante administraciones pasadas, entre las cuales está OHL con uno de sus proyectos estrella.

La constructora adquirió en 2011, por 215 MDE, siete inmuebles de alto valor histórico, contiguos al centro de Madrid, para edificar un hotel de cinco estrellas. Las obras, cuyo costo asciende a 280 MDE, fueron detenidas hace tres meses, pues el Ayuntamiento argumentó daño a elementos considerados bienes de interés cultural.

“El nuevo gobierno deberá seguir con la investigación y decidir el futuro de la obra (que deberá concluirse a fines de 2016)”, destaca



Arriba, Juan Miguel Villar Mir, presidente de OHL España. Abajo, Sergio Hidalgo, CEO de OHL México.

Ojeda. A su juicio, la continuidad de los trabajos es incierta, dada la auditoría que realizará Ahora Madrid, la organización política que gobierna la ciudad.

En tanto, las acciones de OHL pasan por una mala racha. La

cotización va en sentido contrario al del mercado. Durante el primer trimestre de 2015, el Ibex 35 creció 12.1%; en cambio, el precio de la acción de OHL siguió en picada, cayó a 14.22 euros y acumula una depreciación de 58% en un año.

El sector de la construcción ha sido muy golpeado por el alto endeudamiento, pero ninguna acción ha sido más castigada como OHL, dice Torre. Los títulos de FCC han caído 21.28%, pero Sacyr ha ganado 27% en el año, Ferrovial 23% y ACS 4.4%.

Pese a todo, OHL mantiene su plan estratégico 2015-2020 de duplicar su tamaño, llevar sus ventas a 8,000 MDE y el flujo operativo a 2,000 MDE.

También es parte del plan que México sustituya a España como el mayor mercado por facturación, con un aporte de 20% al negocio global.

Pero hay asuntos clave que no considera el plan, según analistas. “¿Quién va a apostar por una empresa con un historial de corrupción”, cuestiona Ojeda. Si las auditorías del gobierno mexicano concluyen que hubo sobornos, tanto la imagen como concesiones futuras, se verán afectadas y el plan hacia 2020, será complicado de alcanzar, alega Torre.

Pese a todo, la posibilidad de la venta de la filial OHL México es remota, a decir de los expertos. La operación es poco atractiva para otros jugadores, dice Pérez Llamazares.

“Las otras constructoras españolas están luchando para reducir su deuda”, dice Ojeda. “Absorber una parte, aunque fuese estratégica, de un competidor complicaría sus estados financieros y no hay margen para hacerlo”.

Si los analistas tienen razón, a quienes invirtieron en OHL no les queda más salida que enfrentar los malos resultados y las investigaciones en la filial. F

DEUDA TOTAL: EMPRESAS DEL SECTOR

Tomando como referencia los últimos tres ejercicios, OHL es la segunda compañía con menor aplacamiento del sector:

COMPAÑÍA	Deuda neta/Total EBITDA (veces)		
	2012	2013	2014E
ACS	1.6	1.4	1.6
OHL	4.0	5.2	5.2
ACCIONA	5.2	5.5	5.3
FERROVIAL	5.7	6.1	6.3
FCC	9.0	7.9	6.4
SACYR	14.5	17.4	16.5
MEDIA (SIN OHL)	7.2	7.6	7.2

La deuda neta total de la compañía española es de entre 4 y 5.2 veces EBITDA total, lo cual es bajo para una compañía muy concesionaria (85% de la deuda neta total es sin recursos) y con 23 años de vida remanente media en sus concesiones.