accival Casa de Bolsa Banamex

Las Últimas de Fundamental

28 de febrero de 2012 | 11 páginas

Empresas ICA (ICA)

Resultados del 4T11 sólidos, con continuo crecimiento de la deuda neta

- Noticias de la Compañía
- Cambio de recomendación
- Cambio de Precio Objetivo

- **Sólido crecimiento del 4T11** — Empresas ICA reportó sus resultados del 4T11, con ingresos de P$12,785 millones (+42% anual, +14% vs. nuestro estimado, +29% frente al consenso de First Call), con un EBITDA ajustado de P$1,715 millones (+40% anual, -2% vs. nuestra proyección, +7% frente al consenso) y una utilidad neta de P$127 millones (+82% anual, +5% vs. nuestro estimado, -66% frente al consenso).
- **Crecimiento en los ingresos impulsado por las concesiones**— El aumento de 42% en los ingresos se debió principalmente al incremento de 93% anual en los ingresos de los segmentos de Construcción Civil y Concesiones, gracias a los ingresos en las 10 concesiones en fase de construcción y al aumento de 51% en los volúmenes de tráfico promedio diario en las autopistas consolidadas.
- **El desempeño del margen fue mixto** — El margen bruto se contrajo 48 p.b. por los costos financieros capitalizados, mientras que el margen EBITDA ajustado cayó menos (-23 p.b.), debido a eficiencias en los gastos administrativos. El margen neto se amplió a pesar del mayor costo integral de financiamiento neto, debido a los menores impuestos.
- **La utilidad neta mayoritaria subió 82% anual** — Empresas ICA reportó una utilidad neta mayoritaria de P$127 millones (+5% vs. nuestro estimado), la cual fue 82% mayor que la utilidad neta del 4T10 reexpresado por las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) (la utilidad neta anterior reportada en el 4T10 fue de P$320 millones). El costo integral de financiamiento neto aumentó de P$370 millones en el 4T10 a P$670 millones en el 4T11, debido a una pérdida cambiaria de P$127 millones y a una pérdida de derivados financieros. Los impuestos pasaron de representar el 79.3% de los ingresos antes de impuestos en el 4T10 al 30.1% en el 4T11. Ajustada por los efectos del tipo de cambio, de los instrumentos derivados y de los impuestos, la utilidad neta de ICA habría aumentado 102%.
- **La deuda neta aumentó 15% trimestral** — La deuda total aumentó de P$34,079 millones en el 3T11 a P$39,135 millones en el 4T11 (+15% trimestral). El 26% de la deuda total de ICA está relacionada con el proyecto de la planta hidroeléctrica La Yesca, cuya deuda quedaría saldada para finales de 2012.
- **Reducimos nuestra recomendación a Neutral, aumentamos el PO** — Reducimos nuestra recomendación de Compra a Neutral, ya que la acción ha ganado 47.2% en lo que va de año frente al aumento de 1.9% del índice IPyC de la Bolsa Mexicana de Valores. Aunque seguimos alentados por el aumento de los ingresos por concesiones y las perspectivas de una reducción de la deuda después del pago del proyecto de La Yesca, no vemos un potencial de alza significativo a los niveles de valuación actuales. Aumentamos nuestro PO de P$24 por acción a P$27 por acción, debido a los mayores múltiplos VC/EBITDA de sus pares de la industria utilizados en la metodología de suma de las partes.

Neutral	**2**
de Compra	
Precio (27 de febrero 2012)*	P$24.96
Precio Objetivo	P$27.00
de P$24.00	
Rendimiento Esperado	8.2%
Rendimiento por Dividendos	0.0%
Rendimiento Total Esperado	**8.2%**
Valor de mercado (en millones)	P$15,405
	US$1,195

**Cotización de las 03:00 PM (mercado primario).*

Estimados	2010A	2011E	2012E	2013E	1T11A	2T11A	3T11A	4T11E
Ventas (P$ M)	34,965	41,480	45,442	47,304	8,540	10,311	11,424	11,205
EBITDA aj. (P$ M)	5,202	6,904	7,276	8,394	1,432	1,732	1,988	1,752
Margen EBITDA aj (%)	14.9	16.6	16.0	17.7	16.8	16.8	17.4	15.6
Utilidad Neta (P$ M)	971	1,444	945	1,000	293	125	905	121
UPA (P$)	1.51	2.23	1.46	1.54	0.45	0.19	1.40	0.19

Valuación					Razones	2010A	2011E
VC/EBITDA aj.	8.2	7.2	7.1	5.7	ROE aj. (%)	5.7	7.8
P/U	16.5	11.2	17.1	16.2	ROIC aj. (%)	4.3	6.3
FCF (%)	-55.1	-29.5	5.7	44.8	Deuda/Cap. (%)	60.1	62.1

Fuente: Reportes de la Compañía, dataCentral/ CIRA

Dan McGoey, CFA

Heber Longhurst, CFA

Contacto:

Mesa de Análisis (Ext. 10717)
mesadeanalisis@accival.com.mx

Ver Anexo A-1 para certificación del analista, declaraciones importantes y declaraciones de analistas no estadounidenses.

Acciones y Valores Banamex, S.A. de C.V., Casa de Bolsa, integrante del Grupo Financiero Banamex, es una empresa integrante del Grupo Económico denominado Citigroup. Este último, a través de múltiples filiales y empresas económicamente relacionadas, dentro y fuera de México, tiene o puede tener negocios con compañías cubiertas en sus reportes. Como resultado, los inversionistas deben tomar en cuenta que cualquiera de estas empresas, pudiera tener conflictos de intereses que podrían afectar la objetividad de este reporte. Los inversionistas deben considerar este reporte solamente como un factor individual dentro de la toma de decisiones de inversión.

Figura 1. ICA: Resultados del 4T11 vs. 4T10, estimados y expectativas de consenso de First Call

Empresas ICA	**4T11A**	**4T11E**	**vs. est.**	**4T10A**	**% anual**	**Cons. 4T11**	**Actual vs. consenso**
(En millones de P$)							
Estado de contratación	35,319	39,501	*-11%*	35,300	*0%*		
Ventas netas	12,785	11,205	*14%*	9,010	*42%*	9,896	*29%*
Utilidad bruta	1,822	1,590	*15%*	1,327	*37%*		
Margen bruto	*14.2%*	*14.2%*	*6 p.b.*	*14.7%*	*(48) p.b*		
EBITDA ajustado	1,715	1,752	*-2%*	1,229	*40%*	1,601	*7%*
Margen EBITDA ajustado	***13.4%***	***15.6%***	***(222) p.b.***	***13.6%***	***(23) p.b.***	***16.2%***	***(276) p.b.***
Utilidad operativa	784	811	*-3%*	492	*59%*		
Margen operativo	*6.1%*	*7.2%*	*(111) p.b.*	*5.5%*	*67 p.b.*		
Utilidad neta mayoritaria	127	121	*5%*	70	*82%*	374	*-66%*
Margen neto	*1.0%*	*1.1%*	*(9) p.b.*	*0.8%*	*22 p.b.*	*3.8%*	*(278) p.b.*
UPA (Ps.)	0.21	0.19	*13%*	0.11	*95%*	0	*13%*
Ajus. imposit. y de mercado	303	163	*86%*	151	*102%*		
Margen neto aj.	*2.4%*	*1.5%*	*92 p.b.*	*1.7%*	*70 p.b.*		
UPA aj. (Ps.)	0.50	0.25	*99%*	0.23	*117%*		
Efectivo	10,818	4,420	*145%*	4,376	*147%*		
Deuda neta	39,216	33,235	*18%*	27,502	*43%*		
Capital contable	19,646	19,610	*0%*	18,317	*7%*		
Deuda Neta/Capital (%)	243%	144%	*98%*	182%	*61%*		

Fuente: CIRA con datos del reporte del 4T11 de Empresas ICA y datos del consenso de First Call

Aumentamos el PO a P$27 por acción

Aumentamos nuestro precio objetivo de P$24 por acción a P$27 por acción, debido al mayor múltiplo VC/EBITDA de sus pares de la industria usado en nuestra metodología de suma de las partes. El múltiplo VC/EBITDA para 2012 de sus pares en su división de construcción aumentó de 6.4x a 7.1x, mientras que el múltiplo VC/EBITDA de sus pares en sus divisiones de autopistas y otras concesiones se contrajo de 9.5x a 9.0x, y el múltiplo VC/EBITDA utilizado por sus pares para valuar la división de vivienda subió ligeramente de 4.9x a 5.0x. Basándonos en estos cambios, nuestro PO para ICA aumentó de P$24 por acción a P$27 por acción.

Figure 2. Valuación suma de las partes - ICA

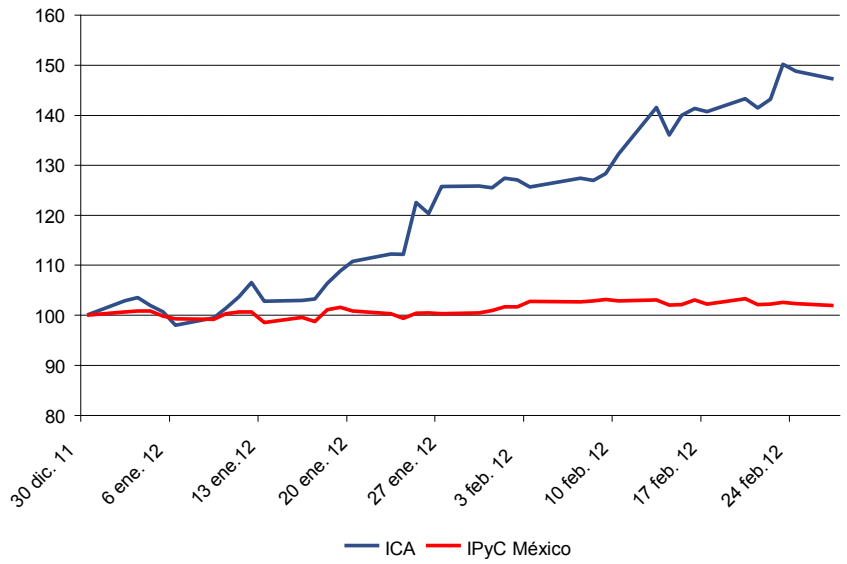
Valuación suma de las partes - ICA	
EBITDA de construcción	P$ 3,024
VC/EBITDA de pares	7.1x
VC división de construcción	P$ 21,604
EBITDA Autopistas y Concesiones	P$ 2,697
VC/EBITDA de pares	9.0x
VC Autopistas y Concesiones	P$ 24,201
EBITDA de Vivienda	P$ 415
VC/EBITDA de pares	5.0x
VC de vivienda	P$ 2,090
VC Total (excluyendo OMA)	P$ 47,895
Deuda Neta	P$ 32,729
Interés Minoritario	P$ 3,204
Valuación Total (excluyendo OMA)	P$ 11,963
Total OMA (valor de mercado)	P$ 9,055
OMA % ICA	P$ 5,311
Valuación Total	P$ 17,273
Acciones en circulación	648
Precio Objetivo	P$ 27.0

Fuente: CIRA

Reducimos recomendación a Neutral

A pesar de los sólidos resultados del 4T11 en línea con nuestros estimados, reducimos nuestra recomendación a Neutral basándonos en la valuación y en el limitado rendimiento total esperado (RTE) de 8.2% con nuestro PO a 12 meses de P$27 por acción. Las acciones de ICA han registrado una apreciación considerable de 47.2% en lo que va de año frente a un aumento de sólo 1.9% del índice IPyC de la Bolsa Mexicana de Valores. Aunque seguimos alentados por el aumento de los ingresos por concesiones y las perspectivas de una reducción de la deuda después del pago del proyecto de La Yesca en el 2S12, no vemos un potencial de alza significativo a los niveles de valuación actuales y consideramos que la acción está casi justamente valorada.

Figure 3. Empresas ICA vs. IPyC en lo que va de año



Fuente: CIRA

Empresas ICA

Descripción de la compañía

Empresas ICA es la mayor compañía mexicana de ingeniería, procuración y construcción con clientes en los sectores público y privado. La compañía participa en numerosas actividades de construcción, incluyendo de infraestructura, industriales, urbanas y de vivienda. ICA también colabora en la construcción de carreteras, autopistas, instalaciones de transporte, puentes, presas, plantas hidroeléctricas, túneles, canales y aeropuertos. Empresas ICA también ofrece servicios de desarrollo y marketing de bienes raíces; y de construcción, mantenimiento y operaciones de aeropuertos, autopistas y túneles. Por último, ICA a través de concesiones otorgadas por autoridades gubernamentales, gestiona y opera sistemas de suministro de agua y de tratamiento de desechos. Empresas ICA fue fundada en 1947 y su sede se encuentra en la Ciudad de México.

Estrategia de inversión

Nuestra recomendación para ICA es de Neutral (2). Creemos que ICA está bien posicionada dentro del mercado de la construcción de México para beneficiarse del aumento previsto de los gastos gubernamentales. Consideramos que el sector de la construcción, y en particular el de la construcción civil, se encamina a un sólido crecimiento. El sector de la vivienda probablemente continuará beneficiándose del crecimiento general de la construcción y de la expansión en otros mercados, incluso a pesar de la difícil situación que enfrenta actualmente el sector, la cual no esperamos que cambie en el corto plazo.

Empresas ICA está bien posicionada para ser una de las principales beneficiarias de cualquier incremento en el gasto gubernamental debido a su posicionamiento único dentro de México y a su creciente éxito en presentar ofertas en proyectos cruciales de infraestructura. La compañía tiene un historial probado de participación activa en licitaciones y de adjudicarse proyectos rentables. Consideramos que el estado de contratación de la compañía crecerá a menor ritmo que antes, lo cual se traducirá en un menor crecimiento de ingresos. Creemos que con el repunte en el mercado accionario la acción está casi justamente valuada.

Valuación

Elegimos el método de “suma de las partes” para Empresas ICA y utilizamos un múltiplo VC/EBITDA para valuar los negocios de infraestructura, vivienda y las concesiones. La división de aeropuertos está conformada por el 54.6% de las acciones de Grupo Aeroportuario del Centro Norte (OMA). Por esta razón, multiplicamos el valor de mercado de OMA por el 54.6% de participación de ICA en dicho grupo aeroportuario y lo incluimos en la valuación de la división

aeropuertos de la compañía. La valuación por “suma de las partes” nos arroja un precio objetivo de P$27.0 por acción.

Riesgos

Mientras la situación económica no dé señales de un cambio de tendencia importante en el ritmo de crecimiento, el sector de la construcción será fuertemente afectado. Aunque esperamos que el gobierno de México continúe invirtiendo en infraestructura, la mezcla de productos de ICA está altamente concentrada en infraestructura y en inversiones de Pemex. Los retrasos, rediseños y cancelaciones podrían afectar el EBITDA y la UPA de ICA de forma negativa. Por otro lado, ICA es una compañía muy líquida con un historial positivo en relación al éxito en la licitación de proyectos. Si el impacto en la compañía de alguno de estos factores resulta ser mayor del esperado, la acción podría no alcanzar nuestro Precio Objetivo.