

Errores de Inversión: OHL

NOTA DEL EDITOR: El siguiente texto escrito por Javier Ruiz, CFA, es un extracto de una carta trimestral de [Horos Asset Management](#).

* * *

En el mundo de los negocios, las malas noticias suelen aflorar en serie: si te encuentras con una cucaracha en tu cocina, según pasen los días, conocerás a sus familiares.
— Warren Buffett

El segundo error de inversión que vamos a comentar es aún más doloroso por la manera en que se ha producido y, especialmente, por su impacto en la rentabilidad de nuestros fondos. Se trata de **OHL [BME: OHL]**, inversión por la que hemos apostado a lo largo del último año y cuyo deterioro, adelantado en la última carta trimestral, nos ha llevado a su liquidación.

En su inicio, se trataba de una inversión tan fácil y tan clara que, como se terminó demostrando, era demasiado buena para ser verdad. La venta de OHL Concesiones supuso un cambio absoluto en el perfil financiero de la compañía, dejando su balance con una posición de caja neta muy importante, hasta el punto de que hubo momentos en los que esta caja, incluso asumiendo salidas futuras por necesidades de circulante y pérdidas por proyectos en curso, era superior al valor bursátil de OHL. Esto despertó nuestra atención. No entendíamos que se pudiera estar produciendo esta aparente ineficiencia en el mercado. Conocíamos sobradamente la histórica gestión del equipo directivo, pero el margen de seguridad era, en ese momento y con los datos encima de la mesa, tan claro que decidimos realizar una inversión muy significativa en la compañía. En cierto sentido, se puede decir que acudimos como abejas a un tarro de miel, sin cuestionarnos si había gato encerrado.

¿Qué nos atraía de esta inversión? Por un lado, como acabamos de ver, su importante posición de caja. Por otro, la teórica valoración de activos inmobiliarios como el Proyecto Canalejas o Ciudad Mayakoba. La suma del valor de la caja y de los activos inmobiliarios nos otorgaba el margen de seguridad para justificar esta inversión. Adicionalmente, OHL cuenta con un negocio de construcción. Se trata de la línea de negocio que no nos gustaba, al no haber demostrado capacidad para obtener retornos satisfactorios a lo largo de los años. De hecho, uno de los miedos, a la postre justificados, del mercado estaba en los llamados proyectos legacy: antiguos proyectos de construcción problemáticos, donde no estaba claro el potencial daño que podían generar en términos de gastos extraordinarios para la compañía. Sin embargo, el “nuevo” enfoque del equipo directivo, dando las cifras de impacto futuro de los proyectos legacy y centrándose, exclusivamente, en proyectos futuros que fueran rentables, nos convenció de lo atractivo de la inversión. Esta fue nuestra perdición.

Ya en el primer trimestre la compañía publicó unos resultados que arrojaban algo de incertidumbre en la valoración, al sufrir un incremento en las necesidades de circulante mayor de lo esperado. Además, no acabábamos de comprender por qué no utilizaban la caja para pagar un mayor dividendo. Sin embargo, el momento verdaderamente preocupante comenzó con la publicación de resultados del segundo trimestre, publicados a finales de septiembre del pasado año. Por un lado, OHL anunció unas pérdidas extraordinarias de 77 millones de euros, por sobrecostes vinculados a la fase final de uno de los proyectos legacy del grupo: el hospital CHUM en Canadá. Por otro lado, OHL vendió en octubre sus activos de Mayakoba por 88 millones de euros, cuando su valor en libros rondaba los 150 millones. Dos varapalos que redujeron drásticamente el margen de seguridad de la inversión, deteriorando

nuestra tesis de inversión y demostrando que el equipo directivo podría no estar siendo sincero con el mercado, ni con los proyectos legacy, ni con su valoración de los activos inmobiliarios. ¿Habría algo más que desconociéramos? Poco tardaríamos en descubrirlo.

En el año 2008 OHL, junto con la empresa egipcia Orascom, se adjudicó un contrato para la construcción del Hospital de Sidra en Qatar. En 2014, la Fundación de Qatar rescindió el contrato, alegando incumplimientos en los plazos de entrega y ritmos de trabajo. OHL inició un arbitraje por el que reclamaba, después de varias reducciones, entre 400 y 500 millones de euros. De esta cantidad, la compañía siempre ha dado como muy probable el cobro de unos 200 millones. Sin embargo, a finales de noviembre del pasado año, el Tribunal de la Cámara Internacional de Comercio emitió un laudo parcial por el que reconocía un derecho de cobro de 44 millones para OHL. Al no entender qué supone este importe parcial sobre el total reclamado por la compañía, hablamos con OHL para buscar una aclaración. Las respuestas nos dejaron, como poco, insatisfechos y con la sensación, nuevamente, de que no se estaba dando toda la información. Tras haber reducido de manera muy relevante nuestra inversión con la publicación de resultados del segundo trimestre, liquidamos del todo nuestra inversión después de esta conversación con la compañía.

¿Dónde cometimos el error y en qué debemos mejorar el proceso? Sin duda alguna, tenemos que ser mucho más exigentes con la reputación de los equipos directivos con los que nos asociamos. Por muy elevado que sea el margen de seguridad de una inversión, los números pueden engañarnos si están inflados por la compañía, aprovechando la normativa contable, u ocultan información relevante al mercado. No podemos controlar si los números son falsos. Lo que sí podemos controlar es con qué equipos directivos nos asociamos.