


Resultados Empresariales España 2T20

Acciona 1S20: mejoran expectativas por menor descenso en Construcción y evolución de Agua.

EBITDA 1T20 desciende -29% con respecto a 1S19, mejorando nuestras estimaciones, a consecuencia del impacto de las medidas de confinamiento principalmente en las áreas de Construcción y Servicios, donde se encuentra la principal diferencia con nuestras expectativas. Crecimiento en la división de Energía en el área internacional por nueva capacidad, no compensa los bajos precios del pool en España, y en la división de Agua por la mayor aportación de las nuevas plantas desaladoras al negocio de Agua. Menores volúmenes de Construcción por la pandemia y por el acuerdo comercial con el metro de Sydney. Otras actividades se ve favorecido por la contribución del negocio inmobiliario.

Para mitigar los efectos del covid la compañía está llevando a cabo un plan de eficiencia sobre los costes, así como rotación de activos por 1.200 mln eur, esperando que las inversiones netas se sitúen entre 200 y 250 mln eur a final de año. Positiva evolución del plan estratégico para el desarrollo de activos renovables esperando instalar 1,3 GW en los próximos trimestres. La compañía reitera su guía después de la revisión a la baja del primer trimestre, esperando un descenso del EBITDA del 15% vs 2019. Reiteramos la visión positiva en el valor de cara al medio/largo plazo, sobreponderar, P. O. 117,27 eur.

		Sobreponderar		
(mln de euros)	1S19	1S20	Var %	Real vs R4e
Ingresos	3.834	3.501	-8,7%	3,0%
Energía	1.035	846	-18,3%	-2,5%
Construcción e Industrial	1.759	1.283	-27,1%	1,4%
Concesiones	40	37	-7,5%	-11,9%
Agua	289	487	68,5%	8,2%
Servicios	390	354	-9,2%	20,0%
Otras actividades	154	167	8,4%	14,1%
EBITDA	704	499	-29,1%	4,5%
Energía	418	403	-3,6%	-0,2%
Construcción e Industrial	198	2	-99,0%	n.r.
Concesiones	28	22	-21,4%	-2,2%
Agua	25	41	64,0%	40,2%
Servicios	15	-1	-106,7%	n.r.
Otras actividades	20	34	70,0%	36,0%
Margen EBITDA	25,0%	14,3%	-10,8pp	0,2pp
EBIT	387	229	-41%	41,7%
Beneficio neto	155	22	-85,8%	n.r.
Deuda Neta*	4.915	5.281	7,4%	
DN/EBITDA 12m (x)	3,6x	4,6x		

* Deuda neta a 31/12/2019.

Acerinox: Superan previsiones a pesar de las provisiones. Visibilidad reducida. Destacamos favorablemente la gran posición de liquidez.


Los resultados han superado ampliamente la previsión de ingresos (+29% vs R4e, +19% vs consenso y +1% vs 1T 20), en EBITDA: 80 mln eur (después de recoger gastos de -14 mln eur por la compra de VDM) vs 35 mln eur R4e y 53 mln eur consenso, han superado las nuestras en EBIT: -11 mln eur (R4e -48 mln eur) tras haber provisionado -43 mln eur por deterioro de los activos en Bahru (Malasia), aunque han incumplido la previsión del consenso (+5 mln eur) y han recogido pérdidas netas inferiores a nuestras previsiones: -26 mln eur (R4e -38 mln eur).

Las condiciones de mercado siguen siendo muy complicadas al estar muy afectados por la evolución del CV 19. La fuerte reducción de costes, buen tono del mercado norteamericano y reactivación de Europa les permite adelantar un 3T similar a 2T en ingresos y EBITDA.

Acerinox generó +84 mln eur en caja (CF operativo – CF inversión) en 2T 20 (vs +30 mln eur R4e) con recuperación de circulante más elevada de lo previsto: +63 mln eur (vs R4e +10mln eur), capex más elevado: -27 mln eur (vs R4e -15 mln eur) e impuestos -3 mln eur (R4e +3 mln eur).

La deuda neta se amplió +17 mln eur vs 1T 20 hasta 872 mln eur (vs 855 mln eur R4e y consenso) y destacamos favorablemente la elevada disposición inmediata de liquidez que dispone: 1.734 mln eur (1.110 mln eur de caja y 625 mln eur en líneas de crédito), con lo que cubre el total de vencimientos de deuda del grupo (1.575 mln eur), 107 mln eur en 2020e, 216 mln eur en 2021e y 212 mln eur en 2022e. El múltiplo dfn/EBITDA se mantiene en 2,5x EBITDA 2020 R4e.

P.O. 8,8 eur/acción. Sobreponderar.


				Sobreponderar	
(mln de euros)	1T20	2T20	Var %	Real vs R4e	Real vs. consenso
Ventas netas	1.159	1.172	1%	29%	19%
EBITDA	101	80	-21%	126%	51%
Margen EBITDA	8,7%	6,8%	-1,9pp	2,9pp	1,4pp
EBIT	44	-11	nr	nr	nr
Beneficio antes Imptos	41	-19	nr	nr	nr
Resultado neto	28	-26	nr	nr	nr
Deuda Neta	855	872	2%	2%	2%
DN/EBITDA 12m (x)	1,6	2,5			

Aena 1S20: sorpresa positiva por aplicación de rentas mínimas. Incertidumbre a medio plazo.

Fuerte caída del tráfico aéreo en España en el semestre -66%, con descenso en el segundo trimestre en el entorno del 98%. Pese a la caída registrada, los ingresos sorprenden positivamente ante la aplicación en el área comercial de las Rentas Mínimas Garantizadas en el estado de alarma (iniciando negociación de contratos recogiendo efectos covid), que impulsan el EBITDA gracias también a una reducción de costes superior a la prevista, y pese al registro de ciertos deterioros, sin efecto en caja. La reducción de inversiones (ahorro de 175 mln eur en 2T por paralización, retomada actividad ante mejora de visibilidad, estiman inversión total 2020 de 352 mln eur vs 520 mln eur en 2019 y 304 mln eur R4e) y la cancelación del pago del dividendo han permitido mantener la deuda neta sin variaciones. Pérdidas a nivel EBITDA en Brasil por tráfico y divisa.

De cara a 2020 la compañía no ha fijado un nivel de tráfico concreto pero sí ha hecho referencia a las estimaciones por parte de la IATA, que esperan descenso del -59% (vs -67% R4e) y recuperación de los niveles pre-covid en 2024 (vs 2025 R4e). Cifras que podrían ajustarse tras las limitaciones por parte de varios países a los pasajeros procedentes de España que presionan aún más a las expectativas de recuperación.

La inesperada aplicación de RMG mejora significativamente las expectativas, aunque consideramos que el medio plazo sigue teniendo un elevado nivel de incertidumbre. Reiteramos infraponderar. P. O. 108,3 eur.

	Infraponderar				
(mln de euros)	1S19	1S20	Var %	Real vs R4e	Real vs Consenso
Ingresos	2.101	1.112	-47,0%	34,8%	25,9%
Aeronáuticos	1.331	535	-59,8%	7,4%	-1,2%
Comerciales	571	453	-20,8%	109,9%	95,5%
Inmobiliarios	36	30	-15,4%	-4,7%	-10,0%
Internacional	128	66	-48,4%	10,7%	-4,5%
EBITDA	1.189	211	-82,2%	n.r.	196,3%
Margen EBITDA	56,6%	19,0%	-37,6pp	25,3pp	10,9pp
Beneficio neto	559	-171	-130,5%	-58,2%	-47,2%
Deuda Neta*	6.200	6.189	-0,2%		
DN/EBITDA 12m (x)	2,4x	3,6x			

Consenso compañía 19 analistas. * Deuda neta a cierre de 2019.

Almirall: revisión a la baja de la guía superior a la esperada ante mayor impacto Covid-19.

Resultados 2T20 ligeramente por debajo de nuestras estimaciones y las de consenso tanto en ventas netas como en EBITDA. Las ventas netas ceden un -10% en el trimestre (vs -9% R4e y consenso), por la normalización del acopio de medicamentos que tuvo lugar durante 1T20 a lo que se suma la caída en ventas de Aczone (entrada genérico en 4T19) y la menor actividad de prescripción. La compañía sigue sin sufrir impactos relevantes en la cadena de producción, aunque sí se ha visto alterada la actividad de la red comercial a causa del confinamiento y prevemos que su vuelta sea lenta y gradual. El principal impacto será un freno en el crecimiento de Skilarence, Ilumetri y Seysara. La partida de otros ingresos apenas alcanza los 1 mln eur, en línea con un modelo más dependiente de las royalties que de los milestones.

En contra de lo esperado, el margen bruto avanza en el trimestre +1,5 pp hasta el 72%. La caída del EBITDA es del -43% (vs -39% R4e y -43%e de consenso), a pesar de unos menores gastos generales y de administración y necesidades de I+D, explicado principalmente por la caída de los otros ingresos. El EBITDA core (excluyendo otros ingresos) cae un -13% (vs-9% R4e y -16%e de consenso).

La deuda neta disminuye hasta los 450 mln eur (vs 465 mln eur en mar-20), equivalente a un ratio DN/EBITDA de 1,8x. La compañía ha revisado a la baja la guía para el conjunto del año hasta caída de las ventas netas de dígito bajo a medio y un EBITDA en el rango 230-250 mln eur. Reiteramos Sobreponderar. P.O. 18,05 eur/acc.

almirall							Sobreponderar			
(mln de euros)	2T19	2T20	Var %	Real vs R4e	Real vs consenso	2019	2020 R4e	Var % R4e	2020e consenso	Var % consenso
Ingresos totales	237	186	-22%	-2%	-3%	908	868	-4,5%	864	-4,9%
Ventas netas	206	185	-10%	-1%	-2%	853	856	0,4%	850	-0,4%
Otros ingresos	31	1	-97%	-44%	-67%	55	11	-79,5%	14	-75,2%
Beneficio bruto	145	133	-8%	5%	-	604	593	-1,8%	-	-
Margen bruto	70,3%	71,7%	1,5 pp	4,5 pp	-	70,8%	69,2%	-1,6 pp	-	-
EBITDA	86	49	-43%	-6%	-1%	304	255	-16,2%	255	-16,1%
Mg EBITDA	41,8%	26,5%	-15,3 pp	-1,4 pp	0,3 pp	35,7%	29,8%	-5,9 pp	30,0%	-5,6 pp
EBITDA core	55	48	-13%	-5%	4%	249	244	-2,2%	242	-3,0%
mg EBITDA core	26,8%	25,9%	-0,8 pp	-1,0 pp	1,3 pp	29,2%	28,4%	-0,7 pp	28,4%	-0,8 pp
Beneficio neto	32	-6	-	-	-	106	99	-6,7%	93	-12,2%

Amadeus: Resultados 2T 20 en línea vs consenso en EBITDA con mejor comportamiento de la deuda neta. Visibilidad muy reducida.

Los ingresos han caído -82% vs 2T 19 (-2% vs R4e y -3% vs consenso), EBITDA -155 mln eur (en línea vs R4e, vs -167 mln eur consenso y desde 623 mln eur en 2T 19) y pérdidas netas -315 mln eur (vs -281 mln eur R4e, vs -312 mln eur consenso y desde 309 mln eur en 2T 19).

En Distribución, las reservas aéreas de Amadeus fueron negativas (más cancelaciones que reservas) alcanzando -19,1 mln (vs R4e +15 mln y desde +162 mln en 2T 19). La caída de las reservas en 1S fue del -79% vs 1S 19. En IT, los Pasajeros Embarcados cayeron -94% hasta 31,3 mln (vs 50 mln R4e y 52 mln vs consenso).

La deuda neta se redujo -458 mln eur vs 2T 19 hasta 2.573 mln eur (-12% vs R4e) favorecido por la ampliación de capital y a pesar de haber consumido -462 mln eur en caja operativa. Al haber invertido en circulante -185 mln eur (R4e -20 mln eur) y con capex muy reducido -113 mln eur (-100 mln eur). El ratio dfn/EBITDA (últimos 12 meses) se sitúa en 2,07x, por encima en la parte alta del rango objetivo del grupo (1,0x/1,5x).

Los resultados han incumplido levemente las previsiones del consenso en ingresos y han cumplido con la previsión del consenso a nivel EBITDA. Esperamos que lo peor de resultados se haya visto en 2T y seguimos sin tener visibilidad en cuanto al comienzo y grado de la recuperación del tráfico aéreo (2020 R4e -57% vs 2019). No obstante, valoramos favorablemente las medidas que ha estado tomado el grupo para reforzar el capital y ampliar liquidez y los planes de contingencia para reducir gastos e inversiones con objeto de capear la situación y minimizar el impacto en caja.

P.O. 56,2 eur. Sobreponderar.

AMADEUS			Sobreponderar		
(mln de euros)	2T19	2T20	Var %	Real vs R4e	Real vs. consenso
Ingresos	1.424	260	-82%	-2%	-3%
Distribución	797	-16	nr	nr	nr
IT	624	275	-56%	40%	25%
EBITDA	623	-155	nr	-1%	-6%
Margen EBITDA	43,7%	-59,9%	nr	-0,7pp	2,3pp
Beneficio neto	309	-315	nr	12%	1%
Deuda Neta	3.216	2.573	-20%	-12%	
DN/EBITDA 12m (x)	1,6	1,1			
Total Reservas	162	-17	-110%	nr	nr
Pasajeros Embarcados (PBs)	511	31	-94%	-37%	-40%

Applus 1S20: márgenes por encima de expectativas, eficiente control de costes.

Los ingresos 1S20 mejoran las estimaciones mostrando un descenso del 15% vs 1S19, afectado por las paradas de actividad por covid. Caída significativa, aunque mejorando expectativas notablemente gracias a control de costes y las ayudas obtenidas, en el resultado operativo ajustado afectado de igual manera por los efectos derivados de la pandemia. Donde además se llevó a cabo el registro de una provisión por 162 mln eur por deterioro del fondo de comercio y activos no corrientes ante el cambio en las expectativas del mercado del crudo y de la automoción.

La generación de caja operativa, pese al menor EBITDA, se eleva +32% por mejora en capital circulante principalmente, y junto con unas menores inversiones permiten reducir la deuda neta en términos comparables, aunque la NIIF 16 la eleva en 181 mln eur. No obstante, cuenta con una sólida posición de solvencia con 666 mln eur de liquidez disponible. La deuda neta se eleva a niveles de 2,4x DN/EBITDA tal y como preveía la propia compañía.

Esperando que no se vuelva a dar un nuevo confinamiento en lo que resta de 2020, la compañía estima una recuperación progresiva en los próximos trimestres liderada por la división de Automotive, con mejora esperada en los márgenes operativos y con flujos de caja positivos. Reiteramos mantener.

Applus ⁺			Mantener		
(mln de euros)	1S19	1S20	Var %	Var % R4e	Var % consenso
Ventas	876	741	-15,4%	6,1%	2,9%
Energy&Industry	515	456	-11,5%		
Laboratories	44	41	-7,5%		
Automotive	198	144	-27,1%		
IDIADA	119	100	-15,8%		
Resultado Operativo Ajustado	98	35	-64,9%	32,8%	50,0%
Margen Operativo aj.	11,2%	4,7%	-6,6pp		
Resultado Operativo	68	23	-66,2%		
Beneficio neto	30	2	-93,1%		
Deuda Neta*	494	608	23,0%		
DN/EBITDA 12m (x)	2,0x	2,4x			

Consenso compañía * Deuda neta a 31/12/2019

Atresmedia 2T20: trimestre muy impactado por el Covid, compensado parcialmente por control de gastos operativos.

Resultados 2T20 muy en línea con nuestras estimaciones en ingresos y las superan en EBITDA. El impacto del Covid-19 en la inversión publicitaria ha sido muy significativo. Según Infoadex, el retroceso del mercado publicitario TV fue del -50%; la caída de Radio ha sido del -48%; mientras que Digital -24%. Para 2S20 prevemos una recuperación muy lenta y gradual que, en cualquier caso, dependerá de la aparición e intensidad de los rebotes, así como de la vuelta o no de las restricciones a la movilidad. De este modo, el impacto en el conjunto del año sería del -20,5% para la TV (vs -2% pre-pandemia) y del -21% para la radio (vs +2% pre-Covid) y del -6,5% para digital (vs +10% pre-pandemia). Los ingresos audiovisuales retroceden un -46% en el trimestre (vs -45% R4e), mientras que los de radio -41% (vs -48% R4e). En agregado, los ingresos caen un -46% (en línea con nuestras estimaciones).

La contención de gastos operativos ha sido del 35%, superior a nuestro 18% y llevan al EBITDA a alcanzar los 7 mln eur en el trimestre (vs -30 mln eur R4e). La deuda neta disminuye hasta los 138 mln eur (vs 177 mln eur en mar-20). P.O. 2, 58 eur/acc. Infraponderar.

	Infraponderar								
(mln de euros)	2T19	2T20	Var %	Real vs R4e	2019	2020 R4e	Var % R4e	2020e consenso	Var % consenso
Ingresos	282	152	-46%	-1%	1.039	848	-18%	840	-19%
Audiovisual	261	140	-46%	-2%	965	785	-19%		
Radio	23	14	-41%	13%	83	72	-13%		
Eliminaciones	-2	-2	14%	14%	-9	-9	-1%		
EBITDA	59	7	-88%	-	184	94	-49%	83	-55%
Margen EBITDA	20,8%	4,5%	-16,2 pp	24,5 pp	18%	11%	-6,6 pp	10%	-7,8 pp
EBIT	54	2	-96%	-	164	74	-55%	66	-60%
Beneficio neto	39	1	-98%	-	118	60	-49%	49	-59%
Crec. Mercado Publicitario TV	-9,5%	-50,1%		0,0 pp	-5,8%	-20,5%	-14,7 pp		
Crec. Merc. Publicitario Radio	-1,0%	-48,2%		0,0 pp	1,1%	-21,0%	-22,1 pp		
Deuda Neta	218	138	-37%	-29%	235	166	-29%	171	-27%
DN/EBITDA 12m (x)	1,2	1,5			1,3	1,8			

Bankia 2T20: solidez de capital y sostenibilidad de ingresos para 2S20.

Los resultados de 2T20, se han situado por encima de nuestras estimaciones y las de consenso. El margen de intereses se sitúa un +1% por encima, el margen bruto un +2%, el margen neto +7% y más que duplica el beneficio neto (48 mln de euros vs 20 mln de euros R4e). En comparativa con el consenso, margen de intereses en línea y superan en el resto de líneas principales: margen bruto +3%, margen neto +16% y beneficio neto +26%.

En la conferencia de resultados han dado un mensaje positivo de cara a 2S20. Esperan un margen de intereses y comisiones netas en 2S20>1S20, con crecimientos de doble dígito en las comisiones netas para el conjunto del año (vs +9% i.a. R4e) y un margen de intereses mejor en la segunda parte del año apoyado por la contribución de la TLTRO III. Por lo que respecta a los costes de explotación esperan que caigan en torno a un 2% i.a. (vs guía anterior de ligero crecimiento y +1,4% R4e). La evolución de los ingresos y los gastos de explotación les permite mantener el objetivo de igualar en 2020 el resultado “core” de 2019 de 1.287 mln de euros (vs 1.281 mln de euros R4e). En cuanto a las provisiones, esperan que sean similares en 2S20 a las de 1S20, lo que encaja con la guía de coste de riesgo dada entre 70 – 80 pbs.

La buena lectura de la evolución de la morosidad viene principalmente por el aumento de los riesgos totales que más que compensa un saldo de dudosos al alza +2% trimestral aunque no extrapolable. De cara a 2S20 no descartamos que podamos ver cierta aceleración en el aumento de dudosos.

Se mantiene la sólida posición de capital y el compromiso de repartir el exceso de capital en dividendo aunque condicionado a tener mayor visibilidad. Por lo que respecta a la decisión del BCE de ampliar la prohibición del pago de dividendos hasta enero de 2021, a Bankia no le afecta en la medida en que ellos llevan a cabo un único pago de dividendo que se decide una vez las cuentas están cerradas. En este sentido, la decisión sobre el dividendo está pospuesta.

Mantenemos una visión positiva sobre el valor apoyado por su estructura de capital que permite tener mayor visibilidad en cuanto a la política de dividendos. Tras recuperar más de un 40% desde los mínimos de año la cotización se sitúa a un 5% de potencial a precio objetivo por lo que esperaríamos a posibles correcciones para entrar. Mantener. P.O 1,17 eur/acc.

Bankia				Mantener	
(mln de euros)	2T19	2T20	Var %	Real vs R4e	Real vs. consenso
Margen de intereses	521	464	-11%	0,9%	0,4%
Comisiones netas	270	300	11%	8%	5%
Otros ingresos	31	20	-36%	-29%	33%
Margen Bruto	823	784	-5%	2%	3%
Gastos de explotación/Amortización	-459	-429	-7%	-7%	-6%
Margen antes de provisiones	364	355	-2%	17%	16%
Dotaciones a provisiones + Pérdidas por deterioro de activos	-68	-296	337%	-4%	n.d
Beneficio neto atribuido	285	48	-83%	136%	26%

Bankinter 2T20: mantienen guía 2020 de ingresos y coste de riesgo.

Los resultados 2T20 se han situado un 6% por encima de nuestras estimaciones en margen bruto, apoyado por mejor margen de intereses y comisiones netas a lo esperado (+6% y +9% vs R4e respectivamente). Sin embargo, los mayores costes de explotación y principalmente las provisiones asociadas al escenario macroeconómico, -177 mln de euros, han llevado a un beneficio negativo en el trimestre de -53 mln de euros (vs +86 mln de euros R4e y +29 mln de euros consenso). La aportación de LDA como actividad discontinuada lleva a reducir la pérdida hasta -21 mln de euros.

La entidad ha mantenido sin cambios la guía que ofreció en 1T20 sobre los ingresos, crecimiento de un dígito medio - bajo del margen de intereses y a un dígito bajo de las comisiones netas. Una guía que continuará apoyada por la evolución del crédito, principalmente crédito a empresas (en parte por programas ICO) y en parte por la financiación al consumo para la que esperan una recuperación en los préstamos personales en 2S20 y estabilidad en las tarjetas de crédito. Asimismo, y a pesar del aumento de los costes de explotación esperan que para 2S20 la tendencia de crecimiento del margen neto (antes de provisiones) vista en 2T20 (+9% i.a.) se mantenga.

En cuanto al coste de riesgo, mantienen la guía de situarlo entre 50-70 pbs, más en la parte alta del rango. Un coste de riesgo de 30 pbs que estaría asociado al entorno macroeconómico, donde no esperan realizar más provisiones por ese aspecto, y 40 pbs de coste de riesgo asociado a crédito. La lectura también ha sido positiva en capital que cierra el trimestre en niveles de CET 1 "fully loaded" de 11,75%, vs guía de 11,5% para el conjunto del año que han reiterado pero admitiendo que ven el ratio por encima de dicho nivel para los próximos trimestres.

El ROE se sitúa por debajo del 8% en 1S20, niveles que consideramos sostenibles teniendo en cuenta que sigue adelante la operación de LDA y calendario, aunque dadas las circunstancias no descartamos que pueda retrasarse. Aunque esperan una estabilidad en la tasa de morosidad para 2020, será clave su evolución en 2021 así como el entorno macroeconómico que no obligue a mayores provisiones. Mantener. P.O 4,99 eur/acc.

bankinter.			Mantener		
(mln de euros)	2T19	2T20	Var %	Real vs R4e	Real vs. consenso
Margen de intereses	287	305	6%	4%	0,3%
Comisiones netas	117	121	4%	9%	9%
Otros ingresos	-5	1	n.r	n.r	n.r
Margen Bruto	399	427	7%	6%	7%
Gastos de explotación/Amortización	-195	-204	4%	6%	2%
Margen antes de provisiones	203	223	10%	6%	12%
Dotaciones a provisiones + Pérdidas por deterioro de activos	-83	-113	36%	12%	--
Beneficio neto atribuido*	139	-54	n.r	n.r	n.r

*Excluye actividades discontinuadas LDA

Comparativa homogénea 2T19

BBVA 2T20: sin cambios en las guías. Atentos a México por riesgos a la baja.

Los resultados de 2T20 del Grupo han superado nuestras estimaciones en las principales líneas de la cuenta de resultados: +4% margen de intereses, +6% margen bruto, +23% margen neto y +80% en beneficio neto. En comparativa con el consenso el margen de intereses y las comisiones netas se han situado por debajo de las expectativas en un 1% y 6% respectivamente, sin embargo la mayor generación de ROF y mejor evolución de los gastos de explotación explican un margen neto un 6% por encima de las estimaciones y +12% en el caso del beneficio neto. Por áreas geográficas, el beneficio neto de México y América del Sur se ha situado muy por debajo de las estimaciones, mientras que han superado ampliamente en España y Turquía.

El margen neto en 2T20 ha venido soportado por la generación de ROF y el descenso de los gastos de explotación, en un contexto donde los ingresos principales se han debilitado como consecuencia del confinamiento y a pesar del apoyo de los volúmenes. En términos constantes en 1S20 vs 1S19 la dinámica del margen de intereses es positiva vs descenso de las comisiones netas. Por áreas geográficas, el principal riesgo continuamos viéndolo en México, donde esperan un margen de intereses (en moneda local) plano o ligeramente a la baja vs 2019 y crecimiento a un dígito medio del crédito. En España, los resultados se verán apoyados por unos gastos de explotación cayendo por encima del 5% en el conjunto del año y menores dotaciones a provisiones en 2S20. En cuanto a Estados Unidos, ven un margen de intereses cayendo a un dígito medio bajo, gastos de explotación manteniendo correcciones a ritmos de 1S20 (por encima del 2%) y menores dotaciones a provisiones en 2020 recogiendo la mejora esperada en 2S20.

La incertidumbre que aún persiste lleva a la entidad a mantener el objetivo de capital de 225 – 275 pbs de margen vs requerimientos (vs 263 pbs en 1S20) y a pesar de que esperan superar dicho objetivo. En términos de coste de riesgo también mantienen el objetivo de situarlo a finales de año entre 150 – 180 pbs (vs 204 pbs 1S20 y 257 pbs en 1T20), lo que se traduce en una mejora esperada para la segunda parte del año que permita cumplir con dicho rango y sin que estimen nuevas provisiones adicionales a COVID-19 (tras dotar 1.918 mln de euros en 1S20) siempre y cuando no haya nuevos confinamientos. Mantener. P.O 3,49 eur/acc.



(mln de euros)	2T19	2T20	Var %	Real vs. R4e	Real vs. consenso
Margen de intereses	4.544	4.097	-10%	4%	-1%
Comisiones netas	1.256	1.043	-17%	-5%	-6%
Otros ingresos	98	421	329%	97%	66%
Margen Bruto	5.897	5.561	-6%	6%	1%
Gastos de explotación/Amortización	-2.952	-2.594	-12%	-9%	-7%
Margen antes de provisiones	2.945	2.967	1%	23%	10%
Dotaciones a provisiones + Pérdidas por deterioro de activos	-847	-1.799	112%	6%	7%
Beneficio neto atribuido	1.260	636	-50%	80%	12%

* Fuente: BBVA y R4e

Caixabank 2T20: recuperación de ingresos core para 2S20 pero con caídas para el conjunto del año esperadas.


Los resultados de 2T20 en comparativa con nuestras estimaciones se han situado ligeramente por encima en margen de intereses, y han superado ampliamente apoyado por la generación de ROF en margen bruto y margen neto, +6% y +16% respectivamente. Por otro lado, mayores provisiones a las estimadas han llevado al beneficio neto un 42% por debajo de R4e. En comparativa con el consenso han superado en un 1% en margen de intereses, +6% en margen bruto (también por mayores ROF) y +16% en margen neto. Asimismo, el beneficio neto ha sido un 42% inferior como consecuencia de mayores provisiones.

Destacamos de los resultados: 1) Elevada generación de ROF (7,6% del margen bruto) que compensa la debilidad de los ingresos core (-1,3% vs 2T20/1T20), y 2) La revisión de escenarios macroeconómicos asociados a COVID-19 lleva a una provisión por riesgo de crédito extraordinaria de 755 mln de euros en el trimestre (vs 400 mln de euros realizadas en 1T20), lo que supone elevar el coste de riesgo a 1,27% (vs 0,84% en 1T20) y mantiene la guía de situarlo a finales de año entre 60 – 90 pbs.

En cuanto a guía, reducen el objetivo de costes para 2020 hasta <-2% i.a., y esperan que se sitúen por debajo del nivel de 4.771 mln de euros para 2021 (vs <5.065 mln de euros objetivo del plan estratégico y 4.757 mln de euros R4e). De cara al conjunto del año, a pesar de la mejora esperada en la segunda parte de los ingresos, estiman que los ingresos “core” podrían caer si bien en una proporción menor a lo esperado para los costes de explotación.

En cuanto a la política de dividendos mantienen su compromiso de aplicar un pay out del 30% en efectivo con cargo a resultados de 2020, y el reparto del exceso de capital sobre el 12%, abriendo la puerta a las recompra de acciones.

Infraponderar. P.O. 1,8 eur/acc.

				Infraponderar	
(mln de euros)	2T19	2T20	Var %	Real vs R4e	Real vs. consenso
Margen de intereses	1.229	1.225	0%	0,6%	1,0%
Comisiones netas	668	608	-9%	-0,5%	2%
Otros ingresos	495	301	-39%	57%	44%
Margen Bruto	2.392	2.134	-11%	6%	6%
Gastos de explotación/Amortización	-1.155	-1.157	0%	-1%	-2%
Margen antes de provisiones*	1.237	977	-21%	16%	16%
Dotaciones a provisiones + Pérdidas por deterioro de activos	-140	-819	485%	65%	53%
Beneficio neto atribuido**	594	115	-81%	-42%	-42%

Fuente: R4e y compañía.

Cellnex 1S20: mejoran guía por encima de expectativas. Amplían capital por el 18,5% del market cap para adquisiciones.

Los ingresos han crecido, en línea con estimaciones, un +48% gracias a la consolidación de las torres adquiridas, y a un crecimiento de los puntos de presencia del +5% a perímetro constante (+60% puntos de presencia con mejora del ratio de compartición de +3%). El EBITDA +64%, hasta 527 mln eur, en línea con estimaciones.

Crecimiento del +54% vs 1S19 en el flujo de caja libre recurrente, en línea con las estimaciones. A la espera de la salida de caja por la adquisición de Arqiva (2.200 mln eur aproximadamente, previsto para final de 2020) creemos que la compañía sigue teniendo capacidad para acudir al mercado en busca de financiación (a través de nuevas ampliaciones de capital y/o nuevas emisiones de deuda en el corto plazo) para poder aprovechar las oportunidades que pudiesen aparecer. En la conferencia (miércoles 22, 18:00 horas) veremos qué pueden comentar acerca del pipeline de operaciones en estudio después de haber dado por finalizado el pipeline previo de 11.000 mln eur en los últimos trimestres.

La compañía mejora los objetivos 2020 +9% esperando alcanzar entre 1.160 y 1.180 mln eur de EBITDA (antes 1.065-1.085 mln eur, y 1.095 mln eur R4e), lo que supone un incremento del +70% vs 2019, crecimiento que esperan que se traslade también al flujo de caja recurrente apalancado. Reiteramos la visión positiva en el valor, pese a la subida en lo que llevamos de año (+48% vs -22% del Ibex) seguimos considerando a Cellnex como una inversión atractiva de cara al largo plazo.

La conferencia estuvo centrada en la ampliación de capital anunciada. Se ampliará capital por 4.000 mln eur, un 18,5% del market cap actual que pondrá en circulación 101,4 mln de acciones, un 26,3% de las acciones vigentes a un precio de emisión de 39,45 eur, es decir, un 25% de descuento sobre el precio ex-derecho de suscripción. La finalidad de la ampliación de capital es la financiación de la expansión del grupo mediante adquisiciones donde, según el comunicado, tienen en estudio activos por un valor de hasta 11.000 mln eur. Valoramos favorablemente esta operación que previsiblemente permita seguir generando valor para el accionista en el medio plazo una vez se confirme el destino de los fondos, y aunque no todos los accionistas de referencia se han comprometido a acudir, no creemos que vaya a tener problemas para sacarla adelante, dado el notable apetito por el valor visto en las anteriores ampliaciones de capital. Aprovechamos la ampliación para reforzar la presencia en el valor.



Sobreponderar

(mln de euros)	2T19	2T20	Var %	Real vs R4e	Real vs. consenso	1S19	1S20	Var %	Real vs R4e	Real vs. consenso
Ingresos	248	365	47,0%	0,6%	0,3%	489	723	47,9%	-0,7%	0,2%
Broadcasting	59	58	-1,0%	-2,4%		117	117	0,0%	-1,6%	-
Torres móviles	165	280	70,3%	-1,9%		325	553	70,2%	-1,0%	-
Servicios de red	25	27	6,6%	5,0%		47	52	10,6%	2,0%	-
EBITDA	163	267	64,3%	0,0%	0,8%	321	527	64,2%	0,0%	0,5%
Margen EBITDA	65,5%	73,2%	7,7pp	-0,4pp	0,4pp	65,6%	72,9%	7,2pp	0,6pp	0,2pp
EBIT	47	32	-31,9%	-3,2%		89	70	-21,3%	-1,3%	
Beneficio neto	0	-13	n.r.	58,4%		0	-43	n.r.	30%	
Deuda neta	3.938	4.669	18,6%							

Consenso compañía 17 analistas. * Deuda neta a 31/12/2019.

CIE: Resultados 2T 20 superan previsiones. Mensaje positivo con visibilidad muy reducida.

Los resultados incluyen las adquisiciones de Somaschini (desde enero 2020) e Inteva Roof Systems (mayo 2019), AEL (abril 2019) y Mapremex (septiembre 2019).

Los resultados han superado las previsiones en las principales magnitudes: Ingresos: (+6% vs R4e y +8% vs consenso), EBITDA 13 mln eur (vs -10 mln eur R4e y -1 mln eur consenso), margen EBITDA 3,4% (vs negativo R4e y consenso y desde 17,6%) y pérdidas netas -15 mln eur (vs -36 mln eur R4e y -27 mln eur vs consenso).

Fuerte caída del mercado como consecuencia del CV19, que cayó -45% en 2T 20 ampliando la caída en 1S 20 hasta -40% vs 1S 19. CIE cayó más que el mercado en 2T (-57% vs 2T 19), si bien la caída en 1S 20 fue inferior: -28% (+12,6 pp vs mercado) apoyada por la contribución de las adquisiciones. Por geografías, las ventas de CIE en 1S 20 tuvieron un mejor comportamiento que el mercado en todas las zonas. Destacamos su gran comportamiento en China +68% (vs mercado -20%), y la fuerte caída en los otros 4 mercados: Norteamérica -34% (vs mercado -40%), Europa -31,5% (vs mercado -40,5%), India -41% (vs mercado -51%) y Brasil -41,5% (vs mercado -51%).

La deuda neta se sitúa en 1.778 mln eur (-3% vs R4e y consenso) tras haber consumido -100 mln eur en caja (R4e -155 mln eur) con mejor comportamiento operativo de lo previsto y menores inversiones: inversión en circulante -27,5 mln eur (R4e -50 mln eur) y capex -25 mln eur (R4e -40 mln eur). El múltiplo dfn/EBITDA repunta hasta 4x (2,7x en 1T 20) si bien la compañía consigue prorrogar el cumplimiento de los compromisos bancarios hasta 4T 21. Además, CIE ha aumentado su posición de liquidez +240 mln eur vs 1T 20 hasta 1.130 mln eur.

La directiva considera que lo peor de la crisis ya ha pasado y prevén un 2S 20 mejor que 1S 20 tanto en ventas como en márgenes. Además, siguen adelante con el plan de recompra de acciones (R4 2S 20e -40 mln eur) y pago de dividendos (-48 mln eur pagado en julio). IHS espera una caída de la producción de autos -10% en 2S 20e vs 2S 19, que llevaría al mercado a caer -22% en 2020e, en línea con nuestras previsiones.

Valoramos favorablemente los resultados y destacamos que CIE logre alcanzar un EBITDA positivo en 2T con una caída de la producción -61% vs 2T 19 y un margen EBITDA de doble dígito en 1S 20 (12,7%) con unos niveles de producción muy reducidos frente a la media, aunque creciendo, desde el 20% en abril al 60% en junio (70% en julio). Insistimos en que la visibilidad sigue siendo muy reducida. P.O. en revisión (antes 27,4 eur). Sobreponderar.



Sobreponderar

(mln de euros)	2T19	2T20	Var %	Real vs R4e	Real vs. consenso
Ingresos Netos	890	386	-57%	6%	8%
EBITDA	157	13	-92%	nr	nr
Margen EBITDA	17,6%	3,4%	-14,2pp	6,3pp	3,7pp
EBIT	114	-14	nr	nr	nr
Margen EBIT	12,8%	-3,7%	-16,4pp	6,7pp	4,1pp
Beneficio neto	78	-15	nr	nr	nr
Deuda Neta	1.574	1.778	13%	-3%	-3%
DN/EBITDA 12m (x)	2,6	4,0			

2020 incluye Solmaschini

Colonial 1S20: solidez en rentas, fortaleza en márgenes y resiliencia en valoración.

Los resultados del segundo trimestre muestran gran solidez y resiliencia, reflejando el carácter defensivo de la cartera de Colonial, la estabilidad de sus rentas y la diversificación y solvencia de sus tenants. Las cifras presentadas batieron ampliamente nuestras estimaciones y las del consenso de Factset, registrando un crecimiento en rentas del +2% i.a., +1% LfL, con Madrid +31%, +7% LfL, Barcelona +11%, +9% LfL y París, único mercado que se contrae, -5%, -0,8% LfL, con excelentes tasas de ocupación y siendo capaces de capturar los incrementos de rentas.

A nivel EBITDA recurrente registra un crecimiento del 8% i.a. gracias a los mayores márgenes de explotación, mientras en la parte baja de la cuenta el resultado financiero mejora 15% gracias principalmente a las operaciones de refinanciación de la deuda realizadas en 2019. Así, el resultado después de impuestos alcanza una pérdida en el semestre de 26 mln eur debido a la devaluación de los activos, cuya tasación supone una disminución del valor de 105 mln eur. En términos recurrentes, el resultado neto alcanza los 83 mln eur, +20% i.a., equivalente a un BPA de 0,16 eur/acc

En términos de balance, la deuda asciende hasta 4.645 mln eur, prácticamente constante en el último año, lo que permite reducir el ratio LTV hasta 36,6% (38,2% sin ajustar), acorde con el objetivo de mantener el rating investment, reafirmado recientemente tanto por S&P como por Moody's.


La Compañía mantiene una liquidez cercana a los 2.500 mln eur, equivalente a más de 4x los vencimientos de deuda de 2020 y 2021, y cubre todos los vencimientos hasta 2023.

En cuanto a la valoración independiente de los activos, la nueva tasación arroja una GAV de 12.164 mln eur en línea con la valoración de diciembre 2019 y registrando una revalorización interanual del +4% LfL. La carteras de activos de Barcelona y Madrid han corregido un 2% su valor en 6 meses dado el entorno de la crisis Covid-19, mientras en París el valor del portfolio ha aumentado un +0,8% en el año gracias a la robustez de la cartera prime y a los progresos en la cartera de proyectos. De esta forma, alcanza un NAV de 11,21 eur/acc.

Durante la conferencia de resultados, el equipo gestor reiteró su optimismo acerca de la evolución del mercado y la continuidad en su estrategia de crecimiento.

Aunque creemos que es posible que durante el año el deterioro de los activos y el impacto sobre las rentas por el covid sea algo mayor del registrado en el semestre, consideramos que los resultados presentados son excelentes y suponen un espaldarazo para la Compañía que cotiza con un descuento sobre NAV del 35%, a todas luces injustificado teniendo en cuenta la calidad de los activos y la solidez del balance de Colonial.

Esperamos impacto positivo en cotización y reiteramos nuestra recomendación de Sobreponderar y P.O en revisión (anterior 10,8 eur/acc.).


					Sobreponderar		
(mln de euros)	2T19	2T20	Var % 2T20e/2T19	Var % vs R4e	2019	2020 R4e	Var % 20R4e/19
Rentas Brutas	87,6	91,1	4%	9%	351,8	335,9	-5%
Madrid	21,7	32,0	47%	38%	89,6	94,3	5%
Barcelona	11,5	12,5	9%	6%	47,9	48,4	1%
París	49,4	43,9	-11%	-6%	198,7	186,0	-6%
Logística	5,0	2,7	-46%	23%	15,6	7,2	-54%
EBITDA recurrente	72,2	78,0	8%	21%	282,5	255,2	-10%
Margen EBITDA	82%	86%	3,2pp	8,8pp	80%	76%	-4,3pp
Beneficio neto recurrente	37,4	48,0	28%	59%	139,5	118,9	-17%
EPRA NAV/acc	10,52	11,21	7%	7%	11,46	10,07	-15%
BPA	0,07	0,09	28%	59%	0,27	0,23	-17%
Deuda Neta	4.699	4.645	-1%	1%	4.610	4.391	-1%
LTV	39,8%	38,2%	-1,6pp	-1,4pp	37,8%	39,2%	2,9pp

Enagás 1S20: valor atractivo en tiempos de incertidumbre.

Resultados en línea con nuestras estimaciones y las de consenso en la parte alta de la cuenta de resultados, mientras que el beneficio neto las mejora por los extraordinarios registrados el primer trimestre. El beneficio neto se eleva +9,4% respecto a 1S19, pese al menor EBITDA registrado, a consecuencia de efectos extraordinarios positivos derivados del tipo de cambio en la compra de Tallgrass. Descenso en EBITDA asociado a menor activo regulado y descenso de la demanda de gas pese a eficiencias. La contribución de las sociedades participadas desciende, -5% vs 1S19, por debajo de nuestras previsiones.

Deterioro en los flujos de caja operativos, -5,7% vs 1S19 por el efecto de calendarización de los cobros de dividendos de participadas vs 1S19. La deuda neta aumenta +9% por la inversión take private de Tallgrass en abril, incrementando con ello las inversiones un +25% vs 1S19 hasta 807 mln eur. El ratio DN/EBITDA asciende hasta a 4,5x (vs 3,9x en 2019).

Como ya hizo en el primer trimestre, la compañía no espera impacto de las medidas adoptadas por el Covid 19 y reitera su guía 2020, beneficio neto de 440 mln eur (+4,1% vs 2019) y un crecimiento del dividendo del +5% hasta 1,68 eur/acc (RPD 2020e 8,6% en efectivo). Reiteramos la recomendación de sobreponderar.

			Sobreponderar		
(mln de euros)	1S19	1S20	Var %	Real vs R4e	Real vs. consenso
Ingresos	567	554	-2,3%	-1,2%	-0,4%
EBITDA	487	480	-1,5%	-0,5%	0,2%
Margen EBITDA	85,9%	86,6%	0,7pp	0,7pp	
EBIT	332	320	-3%	-0,8%	0,1%
Beneficio neto	216	236	9,4%	2,4%	2,7%
Deuda Neta*	3.755	4.090	8,9%		
DN/EBITDA 12m (x)	3,9x	4,5x			

Consenso Factset. * Deuda neta a cierre de 2019.

Ence 1S20: rebaja guía con escasos catalizadores a corto plazo.

Pese a la apreciable mejora operativa que ha registrado la Compañía tanto en celulosa, con la producción creciendo un 12% i.a. y +14% vs 2T19, como en energía, +27% i.a. y +51% vs 2T19, creemos que los resultados continuarán penalizados todo el año por los bajos precios de venta y los débiles márgenes. De este modo, Ence revisa a la baja su guía de ventas para final de año, rebajando la producción de celulosa hasta 1.025.000 t (1.060.000 t anterior) y de energía hasta 1,4GW (vs 1,6GW anterior), objetivos que consideramos más realistas y adaptamos nuestras estimaciones. Así mismo, pese a la ligera mejora registrada durante el trimestre, la guía de cash cost, como era de esperar, se revisa al alza hasta los 375 eur/t (vs 372 anterior) aunque es este caso continuamos con nuestra estimación de 379 eur/t que consideramos más probable teniendo en cuenta que las paradas de mantenimiento de las plantas de Navia y Pontevedra se realizarán durante el 3T.


Teniendo en cuenta el impacto de la covid-19 a nivel global, no esperamos un importante repunte de los precios de la celulosa, especialmente tras la fuerte caída de la demanda en 2T20 y los consiguientes incrementos de inventarios. En cuanto a los precios de la energía tras el desplome en 1T y la recuperación desde mayo, esperamos cierta estabilidad ligeramente por encima del mínimo regulatorio.

Por el lado de las buenas noticias, según la Compañía, los impactos por cobertura de divisa deberían estabilizarse en los actuales 10 mln eur, mientras que por la parte del negocio energético, se esperan para final de año las subastas de renovables, para las que Ence cuenta con hasta 405 MW en proyectos con localizaciones y acceso a la red. Esto supondría una inversión cercana a los 350 mln eur, lo que supondría duplicar la deuda bruta, por lo que no le otorgamos mucha visibilidad y esperamos noticias acerca de la incorporación de un socio financiero que refuerce el músculo de la Compañía.

En este sentido, la Compañía resalta la solidez de su balance pese al fuerte aumento en los ratios de apalancamiento (DN/EBITDA de 7,6x: celulosa 18,5x y renovable 4,1x), aumentando la liquidez un 51% hasta 342 mln eur (234 mln eur Celulosa y 108 mln eur renovables) y sin vencimientos importantes a c/p. Para ello ha aumentado el uso de las líneas de "factoring" y "confirming", mejorando notablemente en working capital, lo que junto a la menor inversión en capex apoya la generación de cash flows.

Por último, no hay novedades sobre el proceso judicial de la planta de Pontevedra y se vuelve a retrasar la sentencia esperada hacia final de año.


Sobreponderar y P.O. 4 eur/acc.

					Sobreponderar		
(mln de euros)	1H19	1H20	Var 1H20/1H19	Var vs R4e	2019	2020 R4e	Var 20 R4e/19
Ventas	387,7	363,8	-6%	11%	735,3	725,9	-1%
Celulosa	308	268	-13%	3%	572	539	-6%
Energía	81	96	19%	0%	168	192	14%
EBITDA	92,1	35,7	-61%	13%	127,0	103,9	-18%
Margen EBITDA	24%	10%	-13,9pp	0,2pp	17%	14%	-3,0pp
EBIT	46,8	-20,8	nr	1%	32,4	3,6	-89%
Margen EBIT	12%	-6%	-17,8pp	0,6pp	4%	0%	-3,9pp
Beneficio neto	25,2	-25,2	nr	-7%	9,2	-20,1	nr
BPA	0,10	-0,10	nr	-7%	0,04	-0,08	-318%
Deuda Neta	464,8	540,2	16%	-3%	512,7	583,4	14%
DN/EBITDA (x)	1,8	7,6	315%	-9%	4,0	5,6	39%

Endesa 1S20: alineados con expectativas.

Resultados siguen afectados positivamente por la reversión de una provisión de 515 mln eur por compromisos contenidos en el nuevo Convenio Colectivo, que ha sido parcialmente compensada por el registro de una provisión por 159 mln eur registrada para planes de reestructuración de plantilla, ambos sin efecto en caja. Gracias a estos elementos extraordinarios el EBITDA se eleva +22%, +3,4% en términos comparables, en línea con nuestras expectativas y las de consenso, gracias a la buena marcha del negocio liberalizado por los bajos precios mayoristas que han permitido incrementar los márgenes significativamente, compensando la menor demanda.

Tal y como esperábamos, la compañía espera un impacto limitado en sus resultados 2020 por la crisis del Covid 19, 51% del EBITDA es regulado, y en el negocio liberalizado cuentan con una cobertura de ventas del 100% para 2020.. Esto permitió reiterar el dividendo previsto para 2020 de 1,475 eur/acc, un 6,7% RPD en efectivo. Reiteramos mantener, P. O. 22,60 eur.

				Mantener	
(mln de euros)	1S19	1S20e	Var %	Var. R4e	Real vs. consenso
EBITDA		2.315	22,2%	0%	-1%
EBITDA comparable	1.894	1.959	3,4%	0%	-1%
Generación y comercialización	869	971	11,7%	-2%	
Distribución	1.025	988	-3,6%	1%	
EBIT comparable	1.100	1.555	41,4%		
Beneficio neto		1.128	45,4%	0%	-3%
Beneficio neto comparable	776	858	10,6%	0%	-4%
Deuda Neta*	6.377	7.092	11%	1%	
DN/EBITDA 12m (x)	1,7x	1,7x	-		

Consenso FactSet *Deuda neta 31/12/2019.

Ferrovial 1S20: sorprenden positivamente. Recuperación esperada en 2S20.

Resultados impactados por la crisis del covid. Los ingresos de las autopistas se vieron presionados, pese a un buen comienzo de año, por las restricciones de movimiento llegando caídas del tráfico muy significativas, esperando que continúe la recuperación. En cambio, aunque también se ve impacto, principalmente en España, por la crisis actual, construcción sorprende positivamente por la ejecución de proyectos en Estados Unidos gracias a las buenas condiciones climáticas. El EBITDA, mejora nuestras estimaciones en construcción por los mayores ingresos, pero se ve negativamente afectado por el registro de una provisión por reestructuración Peor resultado por puesta en equivalencia por el impacto del covid en los resultados de los aeropuertos y la ETR 407, menores impuestos positivos (por criterios contables), así como un resultado negativo en actividades continuadas por provisiones de valor razonable y en construcción, llevan a registrar unas pérdidas a nivel de beneficio neto de 379 mln eur (por debajo de estimaciones).

La posición de caja neta se mantiene estable pese a los menores dividendos recibidos de participadas (133 mln eur vs 244 mln eur en 1S19), gracias a la buena evolución del circulante, las menores inversiones y a las desinversiones realizadas.

Aunque se ha visto impacto por las crisis del covid en los distintos negocios, la evolución ha sido mejor a la esperada esperando recuperación progresiva en la segunda parte del año, con mejora esperada de márgenes en construcción y recuperación del tráfico en las infraestructuras, sujeto a la evolución de la pandemia en las distintas regiones. La compañía cuenta con una sólida posición de liquidez que le da un amplio margen para enfrentarse a esta situación, liquidez con la que también cuentan sus principales activos por lo que el riesgo de insolvencia consideramos que es muy reducido (pendientes de la evolución de AGS). Los dividendos se irán aprobando en la medida en que vayan teniendo una mayor visibilidad sobre el impacto final. Reiteramos visión positiva de largo plazo, evolución del corto plazo sujeta a evolución de la pandemia, Reiteramos mantener, P. O. 25,42 eur.

ferrovial	Mantener				
(mln de euros)	1S19	1S20	Var %	Real vs R4e	Real vs consenso
Ventas netas	2.603	2.914	11,9%	26,8%	20,3%
Construcción	2.327	2.681	15,2%	28,4%	
Autopistas	262	227	-13,4%	11,0%	
EBITDA	-118	128	n.r.	54,1%	10,3%
Construcción	-346	-6	n.r.	n.r.	
Autopistas	186	152	-18,1%	23,3%	
Margen EBITDA	-4,5%	4,4%	8,9pp	0,8pp	4,4pp
EBIT	-213	32	n.r.	n.r.	18,5%
Beneficio neto	-6	-379	n.r.	-71,5%	
Caja neta ex infra*	-1.631	-1.668	2,3%		
Deuda neta total*	2.957	2.863	-3,2%		

* Caja neta a 31/12/2019

IAG: Entorno más complicado. Ampliación de capital. Claro ganador tras la crisis.

Ingresos 703 mln eur (vs 1.185 mln eur R4e y -90% vs 2T 19), EBIT antes extraordinarios (principal magnitud operativa) -1.365 mln eur (vs R4e -1.515 mln eur y consenso -1.395 mln eur) e incluyendo las pérdidas extraordinarias (principalmente deterioro de activos), el EBIT se situó en -2.177 mln eur (vs -1.515 mln eur R4e). Las pérdidas netas alcanzaron -1.409 mln eur y -2.123 mln eur incluyendo extraordinarios (vs -1.569 mln eur R4e).

Tal y como se venía comentando, IAG realizará una propuesta para ampliar capital en 2.750 mln eur, que tendrá que ser aprobada en la JGA en septiembre después de que la caja del grupo se esté reduciendo (aunque se mantiene en un nivel muy elevado) 8.100 mln eur en junio (antes de incluir 750 mln GBP del acuerdo con American Express y otros 380 mln eur de contratos de sale & lease back realizados en julio). Los bancos han asegurado el 75% de la ampliación y Qatar, principal accionista (25,1%) ha anunciado que acudirá para mantener su participación.

La deuda neta, ajustada por IFRS 16 se ha ampliado en +2.900 mln eur en 1S 20 hasta 10.463 mln eur y el múltiplo deuda neta/EBITDA R4 aumenta hasta 4,2x (1,6x en 1T 20).

Esperan que la crisis actual sea más grave que la del 11S y la crisis financiera (2009/12) y se están adaptando a un nivel de demanda más bajo que el que consideraban antes de la crisis. Es más, no creen que el nivel de pasajeros se recupere antes de 2023. En R4 esperamos que la capacidad recupere el nivel de 2019 en 2024/25.

A nivel operativo, esperan ir reduciendo el consumo de caja (-205 mln eur/semana en 2T) y alcanzar el "breakeven" en 4T, a medida que las restricciones a volar se van suavizando. Actualmente la capacidad es 10 pp superior a 2T (en julio -85% vs julio 2019).

Tras haber recortado la previsión de capacidad en 2020e hasta -59% vs 2019 (desde -50% en mayo y R4e -48%), prevén que el nivel de 21e será -35% vs 2019 (R4e -26%).

Revisaremos a la baja nuestras previsiones para tener en cuenta un escenario más negativo de lo previsto en mayo y tener en cuenta la dilución de la ampliación de capital. Aun así, mantenemos nuestra opinión sobre IAG a medio y largo plazo. Creemos que es una de las compañías del sector, si no la más, preparada para lidiar con un escenario jamás visto en el sector y mantenemos intacta nuestra confianza en que será uno de los grandes ganadores del sector una vez dejemos la crisis atrás. P.O. en revisión (antes 4,1 eur). Sobreponderar.



(mln de euros)	2T19	2T20	Var %	Real vs R4e
Ventas netas	6.755	703	-90%	-41%
Pasajes	6.003	160	-97%	-70%
Carga	290	369	27%	21%
Otros	462	174	-62%	-49%
EBIT antes Extraordinarios	1.530	-1.365	nr	nr
EBIT	1.424	-2.177	nr	nr
Margen EBIT	21,1%	-309,7%	nr	nr
Beneficio neto	1.127	-1.409	nr	nr
Beneficio neto Aj.	1.106	-2.123	nr	nr

Iberdrola 1S20: crecimiento recurrente. Ajustan ligeramente guía, aceleran inversiones según previsto.


Resultados 1S20 en línea con expectativas, destacando el buen tono de Renovables y Generación y Clientes. Renovables impulsado por Reino Unido y Estados Unidos, con mejora de la hidráulicidad en España, así como una mayor capacidad instalada. En Generación y clientes se observa una mayor producción y unos menores precios de commodities con precios de venta cerrados. En redes el crecimiento observado en Reino Unido y Brasil es más que compensado por IFRS en Estados Unidos y la menor remuneración regulada en España (6% vs 6,5% en 2019).

El beneficio neto crece, +12% vs 1S19, pese al notable incremento de las amortizaciones por mayor perímetro y los mayores impuestos en Reino Unido, gracias a un mejor resultados financiero, y a la venta de la participación de Siemens Gamesa que aporta plusvalías por 485 mln eur. El beneficio neto ajustado crece +7,5%.

El desarrollo de la pandemia, junto con la evolución de la demanda y de los precios serán los que determinen la evolución esperada para el beneficio a lo largo del año. Por ello, la compañía ha decidido ajustar su guía 2020 de beneficio neto esperando un crecimiento de dígito medio/alto simple para el conjunto del año (antes dígito alto simple), cifras que excluyen efectos extraordinarios-

La compañía ha incrementado sus inversiones, y espera a final de año acelerar las inversiones hasta alcanzar el objetivo de 10.000 mln eur. Capacidad del grupo para aprovechar oportunidades a través de adquisiciones de proyectos greenfield de los que podríamos obtener mayor detalle en la actualización estratégica prevista para noviembre. La compañía espera poder instalar en los próximos años 58 GW de energías renovables (vs 30 GW de capacidad instalada actualmente).

Reiteramos la visión positiva sobre el valor de cara al largo plazo, con un plan de inversiones que promete intensos crecimientos en todos los negocios, principalmente apostando por negocios regulados y los contratos a largo plazo. Elevada visibilidad en la generación de caja permite una política de retribución al accionista atractiva y sostenible (RPD 2020e ~3,5%). Reiteramos Sobreponderar.

		Sobreponderar			
(mln de euros)	1S19	1S20	Var %	Var % R4e	Var % consenso
EBITDA	4.990	4.918	-1,4%	-1,4%	3,3%
Redes	2.594	2.319	-10,6%	-2,0%	
Generación y clientes	1.183	1.352	14,3%	-0,6%	
Renovables	1.165	1.227	5,3%	2,8%	
EBIT	2.991	2.675	-11%	-3,3%	
Beneficio neto	1.644	1.845	12,2%	0,5%	12,0%
Deuda Neta*	37.769	37.554	-0,6%	-0,4%	
DN/EBITDA 12m (x)	3,7x	3,7x			

Consenso FactSet. * Deuda neta a 31/12/2019.

Indra: Resultados 2T 20 incumplen ampliamente previsiones a nivel operativo y neto. Anuncia un plan de acción y la contratación permite descontar un 2S 20 más positivo.

Los resultados han incumplido nuestra previsión de ingresos (-2% vs R4e) aunque han superado la del consenso (+1%) y han incumplido ampliamente a nivel operativo y neto. El EBIT, principal magnitud, sufrió una pérdida de -97 mln eur (vs 2 mln eur R4e y 14 mln eur consenso, desde 40 mln eur 2T 19) después de haber sufrido retrasos en periodificación de contratos, retrasos del Eurofighter e impacto del CV19, EBITDA -68,6 mln eur (vs 34 mln eur R4e y desde 72 mln eur 2T 19) y pérdidas netas -81 mln eur (vs -5,2 mln eur R4e 1,4 mln eur consenso y 15 mln eur en 2T 19) con impacto más positivo de impuestos 28 mln eur (vs R4e 2,2 mln eur).

Pérdidas operativas en las dos divisiones: El margen EBIT Minsait/IT cae hasta -13,9% (vs 3,8% en 2T 19) y el de T&D cae hasta -11,3% (desde 7,1% en 2T 19).

Buena evolución de la contratación (precursor de futuros ingresos), que crece +8,5% vs 2T 19 (+12,4% excluyendo divisa) que contrasta con la caída de ingresos -7,6% (-4,5% excluyendo divisa) por lo que la cartera de pedidos avanza a gran ritmo (+15%) ofreciendo buena visibilidad para la generación de ingresos.

Indra generó +2 mln eur de caja (CF operativo – CF inversión) vs R4e 6,3 mln eur, con inversión en circulante -18 mln eur (R4e -16 mln eur) y capex -17 mln eur (R4e -12 mln eur). La deuda neta se amplió +36 mln eur vs 1T 20 hasta 670 mln eur (+5% vs R4e) y a 2,7x EBITDA (últimos 12 meses, desde 2,2x en 1T 20 y 1,9x en 4T 19. Destacamos favorablemente su posición de liquidez: 1.214 mln eur (757 mln eur en efectivo y 437 mln eur en líneas de crédito).

La directiva ha puesto en marcha un plan de acción para adaptarse al nuevo entorno. Este plan tendrá un impacto positivo en EBIT de 100 mln eur al año desde 2021, con un coste de -166 mln eur en 2020 y un ahorro anual en caja de 75 mln eur a partir de 2021 con un impacto en 2020 de -39 mln eur. En cuanto a la guía 2020, que retiró en 1T, anuncia que espera ingresos entre 3.150/3.200 mln eur (ex divisa, impacto previsto -80 mln eur) (R4e 3.100 mln eur) y EBIT 120/135 mln eur (excluyendo -165 mln eur de deterioro de intangibles y costes del plan de acción y divisa -5 mln eur. En R4e 137 mln eur antes costes extraordinarios.

Resultados que incumplen previsiones ampliamente a nivel operativo y neto. Destacamos favorablemente la evolución de la contratación, que debería favorecer la captura de ingresos, mientras que el plan de acción debería adecuar la estructura de Indra a la situación actual. Los títulos ya reflejan un escenario muy negativo. P.O. en revisión (antes 12,1 eur). Mantener.

	2T19	2T20	Var %	Real vs R4e	Real vs. consenso
indra Mantener					
(mín de euros)					
Ingresos Ordinarios	811	749	-8%	-1%	2%
Total Ingresos	836	764			
EBITDA	72	-69	nr	nr	
Margen EBITDA	8,8%	-9,2%	-18,0pp	-13,7pp	
EBIT	40	-97	nr	nr	nr
Margen EBIT	4,9%	-13,0%	-17,9pp	-13,3pp	-14,9pp
Beneficio neto	15	-81	nr	nr	nr
Deuda Neta	717	670	-6%	5%	
DN/EBITDA 12m (x)	2,1				

Liberbank 2T20: fortaleza en capital. Dinámicas operativas en línea con la guía.

Los resultados de 2T20 se han situado por encima de nuestras estimaciones en margen de intereses y comisiones netas (+2% en ambos casos), la ausencia de ROF en el trimestre vs 6 mln de euros R4e explican un margen bruto un 1% por debajo. Asimismo, los mayores gastos de explotación vs R4e llevan al margen neto a situarse un 7% por debajo de las expectativas. En comparativa con el consenso ha superado en margen de intereses en un 2%, +1% en margen bruto y +4% en margen neto. Mientras el beneficio neto ha estado un 10% por debajo de las expectativas.

Sin novedades en las guías: 1) mantienen crecimiento esperado del margen de intereses para el conjunto del año en torno al +4%, +7% i.a. si se incluyen los 14 mln de euros extraordinarios de 1T20, 2) Gastos de explotación por debajo de los 400 mln de euros, concretamente esperan que sitúen en línea con 2019, 3) Guía del coste de riesgo en torno a los 50 pbs (vs 53 pbs en 2T20), y 4) el buen comportamiento del crédito hipotecario en 2T20 lleva a la entidad a esperar nuevamente un crecimiento de la cartera de crédito del Grupo apoyado por Pymes, +5% crecimiento esperado, y crédito hipotecario al alza en un rango entre el +3% - 4% i.a.

Las buenas dinámicas comerciales apoyan el crecimiento de los ingresos, tendencia que deberíamos seguir viendo en 2S20. Asimismo, la fortaleza de capital permite dar visibilidad al reparto del dividendo en efectivo y la recompra de acciones como vía para la distribución del exceso de capital. Sobreponderar. P.O 0,31 eur/acc.

Liberbank

Sobreponderar

(mln de euros)	2T19	2T20	Var %	Real vs R4e	Real vs consenso
Margen de intereses	116	122	5%	2%	1%
Comisiones netas	45	86	93%	2%	2%
Otros ingresos	28	11	n.r	-31%	57%
Margen Bruto	188	219	16%	-1%	3%
Gastos de explotación/Amortización	96	101	5%	9%	4%
Margen antes de provisiones	92	118	28%	-7%	3%
Dotaciones a provisiones + Pérdidas por deterioro de activos	23	45	98%	-44%	-40%
Beneficio neto atribuido	52	21	-59%	-5%	50%

MásMóvil: Resultados 2T 20 superan levemente a nivel operativo. Reitera objetivos 2020/21e. No esperamos impacto en cotización.

Los resultados 2T 20 han superado levemente nuestras previsiones a nivel operativo: Ingresos de servicio (+1% vs R4e y consenso), total ingresos (+1% vs R4e y en línea vs consenso), EBITDA recurrente (+2% vs R4e y +1% vs consenso), EBITDA reportado (+1% vs R4e) y han recogido pérdidas netas de -21 mln eur (vs R4e +26 mln eur) después de haber tenido mayores amortizaciones: -81 mln eur (R4e -71 mln eur) y gastos financieros -70 mln eur (vs -19 mln eur R4e), principalmente al contabilizar parte del plan de incentivos a la directiva (-46 mln eur) y la amortización de activos por la compra de Lyca (-22 mln eur), y a pesar de haber recogido un beneficio fiscal de 6 mln eur (R4e -6 mln eur).

MásMóvil mantiene el fuerte ritmo de crecimiento de líneas de banda ancha en 2T 20: 108 mil líneas de banda ancha vs 1T 20 gracias al mayor despliegue de red de fibra, que ya alcanza 25,2 mln de Unidades Inmobiliarias (IUs) (24,4 mln en 1T 20), 13,8 mln propias/derecho de uso (13,6 mln en 1T 20) tras el acuerdo firmado con Orange, y 11,5 mln de terceros (10,9 mln en 1T). En móvil, la captación de líneas bajo contrato moderó hasta 153 mil debido a las restricciones por el CV19 y el total de líneas ya alcanza los 9 mln, en línea con nuestras previsiones, tras incluir 1,5 mln en prepagado por la adquisición de Lyca.

MásMóvil consumió -40 mln eur en caja en 2T 20 (R4e -56 mln eur) con capex -88 mln eur (R4e -78 mln eur), además de -105 mln eur por capex diferido y apoyado por la recuperación de circulante +47 mln eur (R4e 0 mln eur) y con impacto negativo de intereses e impuestos -28 mln eur (R4e +2 mln eur). La deuda neta aumentó +449 mln eur vs 1T 20 (R4e +416 mln eur) hasta 2.294 mln eur (R4e 2.261 mln eur) al incluir el valor de adquisición de Lyca (371 mln eur) y el múltiplo deuda neta/EBITDA (últimos 12 meses) aumenta hasta 4,3x (3,7x en 1T20), 4,0x teniendo en cuenta el punto bajo de la guía EBITDA 2020e y a 3,6x EBITDA R4 20e.

La directiva confirma la guía 2019/21 anunciada tras el acuerdo con Orange en octubre 2019 y reitera su objetivo de alcanzar un EBITDA 20e más cercano a la parte baja del rango previsto (570/600 mln eur) aunque confían en alcanzar la parte alta del objetivo 21e (670/700 mln eur). También reitera los objetivos de margen EBITDA, capex, deuda neta y generación de caja para los accionistas en 21e >2 eur/acción.

Los resultados mejoran levemente nuestras previsiones de ingresos y EBITDA e incumplen en resultado neto y muestran un consumo de caja levemente menor de lo previsto. Valoramos favorablemente que la directiva reitere la guía 2020 y 21e en todos sus parámetros. No esperamos impacto significativo en Conferencia 10:00. Recomendamos no acudir a la OPA

MÁSMÓVIL						No acudir OPA		
(mln de euros)	2T19	2T20	Var %	Real vs R4e	Real vs. consenso	2019	2020 R4e	2020e R4e vs 2019
Ingresos de Servicio	305	416	36%	1%	1,0%	1.462	1.812	24%
Total Ingresos	409	452	11%	1%	0,2%	1.681	1.977	18%
EBITDA recurrente	112	143	28%	2%	1,4%	468	642	37%
Margen EBITDA recurrente	31,8%	34,4%	2,6pp	0,2pp	0,2pp	32,0%	35,4%	3,4pp
EBITDA reportado	109	124	14%	1%		562	608	8%
Margen EBITDA reportado	31,0%	29,8%	-1,2pp	0,0pp		38,4%	33,5%	-4,9pp
Beneficio neto	-55	-21	nr	nr		93	164	77%
Deuda Neta	1.241	2.294	85%	1%			2.161	
DN/EBITDA 12m (x)	2,7	3,6				3,5	3,4	

2T 20 y 2020e incluyen adquisición Lyca

Merlin 1S20: cauto optimismo tras buenos resultados. Reiteran guía 2020.

Tras presentar unos resultados mejores de lo esperado tanto en ventas, -2% i.a., como en EBITDA recurrente, -13% i.a., la Compañía celebró conferencia con analistas e inversores para explicar su desempeño y compartir su visión del mercado.

Los principales mensajes del equipo gestor estuvieron relacionados con la estabilidad y predictibilidad de sus ingresos y la solidez de su balance.


En el primer caso, resaltaron el buen comportamiento en términos comparables en todos los segmentos de la cartera, con reléase spreads en niveles saludables y altas tasas de ocupación. Pese a la baja actividad durante el segundo trimestre del año, se continuaron firmando y renovando contratos, especialmente en oficinas (150.000m²) y logística (45.000m²), aunque la importante revisión a la baja en el contrato de Endesa (rentas -16% y prolongación hasta 2030) nos invita a ser cautos de cara al futuro, especialmente en oficinas y centros comerciales, donde las visitas y las ventas muestran una lenta recuperación tras el fin del estado de alarma. Así, la Compañía reitera su guía de cara a final de año, cuando esperan un impacto en rentas de -70 mln eur y -60 mln en FFO hasta el entorno de unos 450 mln eur (vs 459 mln eur R4e) y 250 mln eur (vs 163 mln eur R4) respectivamente, por encima de nuestras estimaciones de generación de caja por la importante penalización de margen que incluimos en nuestros cálculos derivada del aumento en incentivos.

La actualización de la evolución de su política comercial revela una aceptación mayoritaria y bajas tasas de impago durante el trimestre y gracias a esta política la finalización de los contratos en 2021 se reduce al 12% de las rentas, resultando en un incremento de WAULT de 6 meses hasta 2,7 años, y no estimando impacto en las cuentas de 2021. La pregunta que surge es si la solvencia de los tenants apoyará el desempeño futuro de Merlin.

En términos de balance, el ratio LTV continúa reduciéndose hasta el 40,4% (vs 40,6 dic-19) y la Compañía dispone de 1.216 mln eur de caja sin vencimientos relevantes hasta 2022. Una solidez reflejada en su calificación investment grade tanto por S&P como por Fitch.

En cuanto a la valoración de sus activos, Merlin reporta un impacto menor al esperado que, no obstante, creemos que continuará deteriorándose durante el año, la clave será ver en qué medida viene motivado por el deterioro en rentas y cuanto por el crecimiento en yields. Para ello será determinante la evolución de los incentivos, y si los 27,8 mln eur reportados continúan aumentando y se hacen permanentes trasladándose a rentas o continúan siendo extraordinarios.

Tras los buenos resultados, pese a que nos mantenemos cautos por el probable estancamiento de la economía en la 2H20, nos abrimos a la posibilidad de que Merlin mejore nuestras estimaciones del año en FFO aunque estaremos muy pendientes de la evolución en 2S20. Con un descuento sobre NAV superior al 50%, reiteramos nuestra recomendación de Sobreponderar y P.O. 9,90 eur/acc.

 Sobreponderar								
(mln de euros)	1S19	1S20	1S20 R4e	Var % 2T20/2T19	Var % vs R4e	2019	2020e	Var % 20e/19
Rentas Brutas	262,7	256,6	228,6	-2%	12%	525,9	521,9	-1%
Oficinas	121,8	118,0	116,2	-3%	2%	243,4	223,6	-8%
Net Leases	43,6	43,5	43,9	0%	-1%	87,0	87,8	1%
Centros comerciales	64,4	60,6	35,4	-6%	71%	127,3	79,0	-38%
Logística	26,2	28,8	29,7	10%	-3%	53,8	59,5	11%
Otros	6,9	5,8	3,4	-16%	70%	14,4	9,1	-37%
EBITDA recurrente	210,4	184,1	168,9	-13%	9%	425,5	305,2	-28%
Margen EBITDA	80%	72%	67%	-8,3pp	4,7pp	81%	58%	-22,4pp
Beneficio neto	262,0	70,9	114,9	-73%	-38%	282,9	188,5	-33%
EPRA NAV/acc	15,11	15,68	12,37	4%	27%	15,60	11,16	-28%
AFFO/acc.	0,33	0,27	0,24	-18%	13%	0,65	0,41	-37%
Deuda Neta	5.076,3	5.153,0	5.146,0	2%	0%	5.182,0	5.146,0	-1%
LTV	41%	40%	43%	-0,6pp	-2,6pp	41%	48%	7,8pp


Naturgy 1S20: pese a la notable presión existente baten estimaciones. Decepcionante guía 2020, reiteran dividendos.

A consecuencia del covid se observa una menor demanda de gas y electricidad, mayor presión en GNL Internacional y fuerte depreciación de divisas en LatAm. A la que se suma la menor capacidad de transporte de EMPL y la menor retribución regulada en distribución eléctrica en España. El EBITDA, por encima de expectativas pese al registro extraordinario de 167 mln eur por los costes de captura de la implantación de eficiencias registrado en 1T. EBITDA ordinario 2.037 mln eur, -11%. Efecto que se arrastra hasta el beneficio neto, compensado parcialmente por plusvalías generadas en ventas de activos.

Pese a la menor caja operativa y las menores inversiones, así como un menor consumo de fondo de maniobra, han permitido mantener sin grandes cambios la deuda neta vs 2019, -2,3% pese al pago del dividendo y el programa de recompra de acciones. El menor EBITDA registrado eleva ligeramente el ratio DN/EBITDA hasta 3,5x.

La elevada incertidumbre asociada a la evolución de la pandemia, así como un entorno energético complicado, llevan a la compañía a situar la guía EBITDA 2020e en 4.000 mln eur (vs 4.562 mln eur en 2019), un 11% por debajo de nuestras expectativas, un 5% por debajo de las de consenso de FactSet (vinculado a la evolución de la pandemia, divisas, demanda y precios de commodities). Pese a ello reitera su compromiso con la política de dividendos hasta 2022, RPD 2020e >8%.

Destacamos la falta de visibilidad, a consecuencia de la incertidumbre macro con precios de commodities a la baja (renegociando contratos para mitigar impacto), lo cual presiona a los diferentes negocios. Presión que se observa también en las diferentes divisas latinoamericanas y en la menor demanda de energía por la parada de actividad. No obstante la posición de liquidez de la compañía (mejorada a lo largo de 2020) permite un amplio margen, además de que siguen analizando rotación de activos. Reiteramos mantener apoyándonos en la atractiva política de remuneración al accionista.

		Mantener			
(mln de euros)	1S19	1S20	Var %	Real vs R4e	Real vs. consenso
EBITDA	2.176	1.870	-14,1%	5,3%	1,7%
Gas & Electricidad	665	547	-17,7%	12,3%	
Infraestructuras EMEA	919	822	-10,6%	3,7%	
Infraestructuras LatAm Sur	449	371	-17,4%	-0,3%	
Infraestructura LatAm Norte	189	189	0,0%	-5,5%	
Beneficio neto	592	334	-43,6%	20,1%	-6,7%
Deuda Neta*	15.268	14.920	-2,3%		
DN/EBITDA 12m (x)	3,3x	3,5x			

Consenso compañía 18 analistas. * Deuda neta a 31/12/2019.

REE 1S20: incertidumbre incrementa atractivo.

Los ingresos descienden ligeramente consecuencia de la bajada en la retribución regulada (que es compensada parcialmente por unos mayores ingresos por telecomunicaciones gracias a Hispasat. El EBITDA desciende 1,7% por el incremento de los costes de personal por mayor plantilla. El beneficio neto desciende -8,4% ante las mayores amortizaciones y el mayor gasto financiero por mayor deuda. Todas estas cifras están alineadas con el consenso. El flujo de caja operativo plano vs 1S19, aunque las mayores inversiones registradas (567 mln eur vs 166 en 1S19) por la adquisición del 50% de Argo en Brasil y unas mayores inversiones en la red de transporte de España, llevan a un incremento del 4% en la deuda neta.

Con un impacto por la crisis del Covid 19 prácticamente nulo se incrementa su atractivo en el corto plazo, con una posición financiera saneada y con capacidad para seguir mejorándola. No esperamos reacción de la cotización. Reiteramos sobreponderar. P. O. 18,45 eur.

RED ELÉCTRICA DE ESPAÑA			Sobreponderar		
(mln de euros)	1S19	1S20	Var %	Real vs. R4e	Real vs. consenso
Ingresos	993	978	-1,5%	-1,2%	-0,7%
EBITDA	779	766	-1,7%	0,0%	-0,5%
Margen EBITDA	76,7%	78,4%	1,7pp	3,0pp	0,7pp
EBIT	545	509	-6,5%	-0,5%	-0,3%
Beneficio neto	362	332	-8,4%	2,0%	0,5%
Deuda Neta*	6.026	6.266	4,0%		
DN/EBITDA 12m (x)	3,8x	4,0x			


Consenso FactSet. * Deuda neta a 31/12/2019.

Repsol 2T20: cumpliendo e incrementando objetivos del plan de resiliencia, a la espera de la recuperación de demanda.

Resultados débiles pero mejor de lo esperado. Upstream: pérdidas -141 mln eur pero inferiores a las esperadas, recogiendo caídas en precio del Brent (-57% i.a.) y gas (-35% i.a.), menor producción de Libia y, en positivo, apreciación del dólar, menores costes y amortizaciones. La producción, 640.000 b/d (-8% i.a.), media 1S20 de 675.000 b/d (+4% vs guía anual 650.000 b/d). Downstream: resultado neto ajustado de 50 mln eur, mejorando estimaciones pero recogiendo presión en márgenes de refino, -14% i.a. y -36% i.t., hasta 3 USD/b, media 1S20 de 3,9 USD/b (vs guía 2020 de 4 USD/b). Grado de utilización retrocede con fuerza (70% en 2T20 vs 82% en 1T20 y 86% en 2T19) por caída de demanda a partir de mediados de marzo. Por divisiones: 1) Industrial 8 mln eur por negativa evolución de Refino y Química y buena evolución de Perú y menores impuestos; y 2) Comercial y Renovables 42 mln eur por menor demanda (-48%) en estaciones de servicio en España debido al Covid-19, en parte compensado por el mejor comportamiento de GLP, Lubricantes y Electricidad y Gas.

Deuda neta -4% i.t. hasta 8.026 mln eur con arrendamientos, 3.987 mln eur sin (-11% i.t.). En 2T20 Repsol ha emitido dos bonos perpetuos subordinados por 1.500 mln eur, y ha recomprado 594 mln eur de otro bono perpetuo subordinado, todos contabilizados como patrimonio neto con impacto positivo neto de aprox. 900 mln eur y positiva generación de caja operativa (268 mln eur vs 1.369 mln eur en 2T19 y 596 mln eur en 1T20), superando los pagos por inversiones, intereses y otros. Liquidez mejora hasta 9.762 mln eur (vs 8.088 en 1T20, incluye líneas de créditos comprometidas no dispuestas), 2,43x los vencimientos de deuda bruta en el corto plazo (vs 1,6x en 1T20).

Confirma y mejora objetivos de su plan de resiliencia (hipótesis de crudo y gas abril-dic se están cumpliendo: Brent 35 USD/b y Henry Hub 1,8 Mbtu), que incluye una serie de medidas (recorte de capex -1.100 mln eur ampliado, opex -450 mln eur revisado al alza y optimización del circulante 800 mln eur) que tienen como objetivo básico preservar la solidez del balance y mantener una atractiva política de retribución al accionista. Presentará Plan Estratégico 2021-25 en nov-20 basado en una estrategia que permita lograr emisiones netas cero en 2050 al tiempo que mejore su posición de valor global. Asumiendo normalización a medio plazo (precio Brent 50 USD/b, margen refino 4 USD/b), PO de Repsol 11 eur. Sobreponderar.

		Sobreponderar					
(mln de euros)	2T19	2T20	Var %		vs	1T20	Var %
			i.a.	vs R4e	consenso		i.t.
Upstream	323	-141	nr	-28%	-25%	90	nr
Downstream	305	50	-84%	150%	32%	409	-88%
Industrial	177	8	-95%	nr	60%	288	-97%
Comercial y Renovables	128	42	-67%	20%	5%	121	-65%
Corporación y Otros	-131	-167	27%	28%	27%	-52	221%
Resultado Neto Ajustado	497	-258	nr	-7%	9%	447	-158%
Producción (miles bep)	694	640	-8%	0%	0%	710	-10%
Margen refino (USD/b)	3,5	3,0	-14%	0%	0%	4,7	-36%
Deuda Neta	3.662	3.987	9%	-	-	4.478	-11%
Deuda Neta con Arrendamientos	7.464	8.026	8%	-	-	8.364	-4%

Renta Corporación 1H20: cautela de cara al futuro y velando por la sostenibilidad del balance.

Tras los esperados débiles resultados correspondientes a la 1H2020, muy penalizados por el parón de la actividad durante todo el segundo trimestre del año, la Compañía ofreció una breve conferencia explicando las cifras, mostrando cautela respecto al futuro inmediato y sin ofrecer mucha visibilidad sobre su plan estratégico.

Aunque las cifras de ventas han superado nuestras estimaciones y las del consenso, el fuerte deterioro en márgenes se hace notar y el EBITDA queda en línea con nuestras estimaciones y por debajo del consenso de Factset, registrando un EBITDA negativo de 0,8 mln eur. Los costes de estructura continúan creciendo a ritmos importantes como consecuencia del desarrollo de nuevos proyectos, aunque se espera que se estabilicen en niveles inferiores a los actuales tras 0,7 mln eur de gastos no recurrentes.

A nivel de líneas de negocio, el transaccional muestra una caída del 17% i.a. con la prestación de servicios prácticamente sin actividad en el año y la venta de edificios mejorando vs 1H2019 pero con una baja base comparativa. En el patrimonial, la ausencia de inversiones en Vivenio se hace notar cayendo los ingresos un 33% i.a. En ambas líneas los márgenes se estrechan considerablemente.

La parte baja de la cuenta se mantiene estable, con un ligero aumento en los gastos financieros fruto del lanzamiento del nuevo programa de pagarés.

El resultado neto registra una pérdida en el semestre de 1,3 mln eur, -126% i.a., -2,1 mln eur 2T20 después del beneficio de 0,8 mln eur del 1T20, incorporando 1,3 mln eur de activos fiscales reconocidos.

La deuda neta se reduce hasta 74 mln eur (vs 81 mln eur 2019) apoyado por el aumento en caja, con un ratio DN/A en torno al 34% aunque el ratio DN/EBITDA lógicamente aumenta considerablemente hasta 5,5x.

La nula visibilidad sobre la evolución de la actividad llevará a la Compañía a revisar su plan de negocio y a contemplar la venta de activos sacrificando margen para mantener la solidez del balance. En cuanto a los proyectos de creación de nuevas socimis, se concentrarán en logístico y hotelero oportunista, dejando las oficinas en stand by ante la incertidumbre del sector. No ofrecen un calendario visible y aún están en fase de fundraising por lo que no lo incluimos en nuestro modelo.

Recomendación y P.O. en revisión (anterior 5,1 eur/acc.) y reiteramos la cautela en el valor.




(mln eur)	1H19	1H20	Var 1H20/1H19	Var vs R4e	2019	2020	Var 20/19 R4e
Ventas	31,7	25,6	-19%	17%	92,0	50,7	-45%
Negocio transaccional	27,5	22,8	-17%	17%	77,3	44,0	-43%
Negocio patrimonial	4,2	2,8	-33%	15%	14,7	6,7	-54%
EBITDA	6,8	-0,8	-112%	-3%	21,0	8,2	-61%
Margen EBITDA	21%	-3%	-24,6pp	0,6pp	23%	16%	-6,7pp
Beneficio Neto	5,1	-1,3	-125%	-26%	17,1	6,3	-63%
Deuda neta (ex partic.)	45,7	56,9	25%	8%	63,9	67,7	6%
DN/EBITDA	2,4	4,2	74%	35%	3,0	8,3	173%

Rovi 2T20: sorprenden positivamente y, en línea con lo esperado, reiteran guía.

Resultados 2T20 que se sitúan en línea con nuestras estimaciones y las de consenso en ingresos y las superan en margen bruto y EBITDA. Las especialidades farmacéuticas retroceden más de lo esperado (-14% vs -7% R4e) compensando el fuerte acopio de medicamentos que tuvo lugar durante el 1T20 (+24% i.a.). Contrasta la evolución de las HBPM (+7% i.a. en línea con nuestra previsión) que forman parte de los protocolos para el tratamiento del Covid-19, con la del resto de productos de prescripción que, como ya adelantara la compañía se han visto más penalizados por las restricciones a la movilidad de pacientes y fuerza de ventas. Destacan muy positivamente los ingresos de la fabricación a terceros +40% (vs +12% R4e) destacando una vez más la fortaleza del negocio de inyectables. Así, los ingresos operativos ceden un -5% en el trimestre (vs -3% R4e y -6% de consenso) hasta los 90 mln eur. En el acumulado del año avanzan un +8%, en línea con la guía, que han vuelto a reiterar, de crecimiento de los ingresos operativos de dígito simple media (+6% R4e).

Frente a una presión en margen bruto durante el 1T20 de -2,3 pp, en el 2T20 avanza +5,5 pp debido a los mayores ingresos de la fabricación a terceros y el incremento en precios de bemiparina. Unos menores gastos en I+D (-19% i.a.) junto con la contención de los gastos generales del 13% i.a., llevan al EBITDA a avanzar un +54% (+27% R4e y +31% de consenso) hasta los 22 mln eur (margen 25% +9,5 pp vs 2T19). En el acumulado del año el EBITDA alcanza los 42 mln eur (+60% i.a.), equivalente a un margen del 22%.

P.O. 29,27 eur/acc. Reiteramos Mantener.

 LABORATORIOS FARMACÉUTICOS ROVI						Mantener		
(mln de euros)	2T19	2T20	Var %	Real vs R4e	Real vs consenso	2019	2020 R4e	Var % R4e
Ingresos operativos	95	90	-5%	-2%	1%	381	405	6%
Especialidades farmacéuticas	80	68	-14%	-8%		316	332	5%
Fabricación a terceros	16	22	40%	25%		66	74	12%
Beneficio bruto	55	57	4%	10%		216	222	3%
Margen bruto	57,7%	63,2%	5,5 pp	6,9 pp		56,6%	54,9%	-1,8 pp
EBITDA	15	22	54%	21%	17%	61	73	20%
Mg EBITDA	15,3%	24,8%	9,5 pp	4,6 pp	3,5 pp	16,0%	18,0%	2,0 pp
EBITDA ex I+D	22	29	28%	17%		90	97	8%
Mg EBITDA ex I+D	23,5%	31,8%	8,3 pp	5,2 pp		23,6%	24,0%	0,3 pp
EBIT	10	18	74%	25%	23%	43	55	28%
Beneficio neto	9	16	69%	23%	22%	39	49	25%

* Consenso: mediana de estimaciones de 10 contribuciones


Sabadell 2T20: debilidad de ingresos en 1S20 compensada con ahorro de costes y ROF.

Los resultados de 2T20 a nivel Grupo han estado un 2% por debajo de nuestras estimaciones en margen de intereses, +9% en comisiones netas, +2% en margen bruto, en línea en margen neto por mayores costes de explotación a los previstos y un 44% por debajo en beneficio neto. En comparativa con el consenso: -2% en margen de intereses y margen neto, en línea en margen bruto y un 13% por encima en el caso del beneficio neto.

Más allá del efecto del confinamiento, los resultados siguen mostrando las mismas dinámicas vistas en 1T20 con un margen de intereses afectado por la menor rentabilidad y compensado con el crecimiento de volúmenes. El crédito sano crece +5% i.a. en 1S20, +4% i.e. en España. En 1S20 la generación de ROF y los programas de ahorro de costes suponen el principal soporte para la cuenta de resultados.

En la conferencia de resultados la entidad ha adelantado que espera una mejora de los ingresos en 2S20 vs 1S20 apoyado por la continuidad en el crecimiento de los volúmenes, la aportación de la TLTRO III al margen de intereses (75 mln de euros en 2S20 lo que supone un 4% sobre R4e para la segunda parte del año) y una recuperación de las comisiones netas por la mayor actividad y aun teniendo en cuenta el efecto de menores comisiones por la materialización de la venta de la gestora. Para el conjunto del año esperan que el margen neto se sitúe en línea con 2019 (vs -3% i.a. en 1S20 y -5% i.a. 2020 R4e) y esperan un descenso de los gastos de explotación a un dígito bajo (vs -5% i.a. 2020 R4e). Mantienen la guía de coste de riesgo de situarlo en un rango entre 90 – 95 pbs (vs 107 pbs en 1S20) y de capital CET 1 “fully loaded” rango de 11,75% - 12% a finales de año (vs 11,9% en 1S20).

Seguimos prudentes en el valor, en un contexto de riesgos a la baja y la falta de visibilidad de una recuperación de su filial de Reino Unido que continúa contribuyendo de forma negativa al beneficio neto. Mantener. P.O 0,34 eur/acc.

BancoSabadell 				Mantener	
(mln de euros)	2T19	2T20	Var %	Real vs. R4e	Real vs. consenso
Margen de intereses	905	820	-9%	-2%	-2%
Comisiones netas	363	324	-11%	9%	-0,3%
Otros ingresos	-99	-55	n.r	-24%	-26%
Margen Bruto	1.169	1.089	-7%	2%	0%
Gastos de explotación/Amortización	-778	-784	1%	3%	1%
Margen antes de provisiones	380	305	-20%	0%	-2%
Dotaciones a provisiones + Pérdidas por deterioro de activos	-175	-583	233%	-1%	-5%
Beneficio neto atribuido	273	52	n.r	-44%	13%

* Fuente: R4e y Grupo Sabadell

Santander 2T20: mejora esperada en ingresos y margen neto en 2S20.


Los resultados 2T20 se han situado respecto a nuestras estimaciones en línea en margen de intereses, +1% en margen bruto apoyado por la generación de ROF, +5% en margen neto gracias a menores gastos de explotación y +74% en beneficio neto recurrente a pesar de mayores provisiones a las esperadas y gracias a una menor tasa fiscal. La comparativa con el consenso ha sido igual, han estado en línea en margen de intereses y superan en un +2% en margen bruto, +8% en margen neto y +84% en beneficio neto recurrente. No obstante, el banco ha registrado una pérdida en el trimestre de 11.129 mln de euros tras como consecuencia del ajuste de valoración del fondo de comercio de algunas filiales (principalmente Reino Unido y Estados Unidos) y de activos por impuestos diferidos por importe de 12.600 mln de euros.

Como en trimestres anteriores, se sigue viendo una evolución positiva de los volúmenes, en esta ocasión en la mayoría de los países, y apoyados por los programas de avales en España o Estados Unidos. Una tendencia de volúmenes que esperan se mantenga en 2S20. Asimismo, de cara a la segunda parte del año el banco mantiene un mensaje positivo, con cierta moderación de las provisiones y una generación de margen neto superior en 2S20 vs 1S20 gracias a una caída de costes de explotación que continuará siendo clave y una mejor evolución de los ingresos principales.

También han reiterado la guía de coste de riesgo para el conjunto del año entre 140 – 150 pbs (vs 146 pbs 1S20) y no ve más provisiones extraordinarias asociadas a COVID-19. Mantienen el objetivo de capital para cierre de año en un rango 11% - 12% (vs 11,84% en 1S20).

El Consejo de Administración va a proponer el pago de un dividendo con cargo a resultados de 2019 en formato scrip de 0,1 eur/acc (RPD 5%), asimismo han confirmado su intención de pagar dividendo con cargo a resultados 2020 en efectivo (devengo realizado en 2T20) así como recuperar la retribución al accionista al 100% en efectivo lo antes posible.

Seguimos prudentes en el valor, ante la debilidad de Reino Unido y la incertidumbre en Brasil. Mantener. P.O 2,32 eur/acc.

		Mantener			
(mln de euros)	2T19	2T20	Var %	Real vs R4e	Real vs consenso
Margen de intereses	8.954	7.715	-14%	0,0%	0,3%
Comisiones netas	2.932	2.283	-22%	-6%	-1%
Otros ingresos	465	706	52%	42%	48%
Margen Bruto	12.351	10.704	-13%	1%	2%
Gastos de explotación/Amortización	-5.829	-5.076	-13%	-4%	-3%
Margen antes de provisiones	6.522	5.628	-14%	5%	8%
Dotaciones a provisiones + Pérdidas por deterioro de activos	-2.627	-3.743	42%	8%	3%
Beneficio neto atribuido*	1.391	1.531	10%	74%	84%

*Beneficio neto recurrente

Fuente: Santander

Siemens Gamesa 3T20: fijan guía FY2020, esperando al plan estratégico en agosto.

Descenso en ventas del 8% a consecuencia de las medias de confinamiento adoptadas en las distintas regiones, y por retrasos en la ejecución de proyectos principalmente por la ralentización en la India y la falta de visibilidad en México, con crecimiento en el área de Servicios por la incorporación de la cartera de Servion. La falta de visibilidad consecuencia de la crisis actual llevó a la compañía a retirar su guía 2020 en el trimestre anterior, esperando que las expectativas positivas del cuarto trimestre no compensan las pérdidas acumuladas en los tres trimestres previos. Así la compañía fija su guía 2020 con un margen EBIT entre -3% y -1% para el conjunto del año, con unas ventas entre 9.500 y 10.000 mln eur, en línea con las estimaciones de consenso.

La compañía registra pérdidas importantes a nivel EBIT, peor que las expectativas, por la debilidad en la India y los problemas que vienen arrastrando en el Norte de Europa, que se suman al impacto provocado por la pandemia. Derivado de las medidas adoptadas la compañía ha visto retrasos en la actividad comercial, interrupción en la cadena de suministro, cierres temporales de fábricas, retrasos en la ejecución de proyectos y reclamaciones por parte de clientes. Además sigue habiendo problemas en la cartera del Norte de Europa, y una mayor desaceleración del mercado Indio donde están llevando a cabo una reestructuración, y cuya recuperación esperan que se retrase.

La entrada de pedidos aceleró significativamente por la fortaleza mostrada en pedidos offshore y en servicios elevando el ratio book to build hasta 2,2x. No obstante, se aprecia un fuerte descenso en el negocio onshore por la situación en India, donde además se sigue observando la presión en precios existente, aunque estabilizado.

Aunque se aprecia un notable impacto en la cuentas del trimestre por los efectos causados por la actual crisis del covid 19, y la presión existente en diferentes regiones, se han puesto en marcha medidas para mitigar el efecto a la vez que se ha mejorado la posición de liquidez.. Es previsible que sean recogidos con recortes en la cotización al haber estado por debajo de las expectativas. La compañía ve inalterados sus planes de largo plazo, esperando a la presentación estratégica de agosto. Por el momento, debido a la incertidumbre sobre la profundidad de la crisis actual mantenemos nuestra visión de prudencia en el valor en el corto plazo, reiteramos infraponderar.

SIEMENS Gamesa RENEWABLE ENERGY		Infraponderar			
(mln de euros)	3T19	3T20	Var %	Real vs R4e	Real vs consenso
Ingresos	2.632	2.411	-8,4%	75,0%	-1,9%
Aerogeneradores	2.242	1.947	-13,2%	77,9%	-4,9%
O&M	390	464	19,1%	63,7%	12,6%
EBIT	159	-161	n.r.	19,9%	-46,4%
Margen EBIT	6,1%	-6,7%	-12,7pp		
Beneficio neto	21	-466	n.r.	-10,7%	-100,0%
Deuda Neta (- caja neta)*	-295	-90			


Técnicas Reunidas 2T20: presión en márgenes y caja neta.

Resultados 2T20 por debajo de nuestras estimaciones y las de consenso tanto en ingresos, -29% i.a. (vs -23% R4e y consenso) como en margen EBIT que cae hasta 1% (vs R4e 1,1% y consenso 1,5%, desde 2% en 1T20), por gastos extraordinarios derivados del Covid19 y menor apalancamiento operativo ante el mayor diferimiento de los ingresos (retrasos en ejecución por aplicación de cláusulas de fuerza mayor, pero sin cancelación de proyectos).

Sin adjudicaciones en 2T20, en línea con lo esperado, dado el frenazo provocado por el Covid, si bien en el 1S20 acumula 1.900 mln eur del contrato con Sonatrach conseguido en 1T20. La cartera de pedidos se sitúa en 10.115 mln eur (vs 9.911 mln eur R4e y 10.915 mln eur en 1T20), más de 2 años de ventas estimadas. Ayer anunció un pequeño proyecto medioambiental para Saudí Aramco por 68 mln eur (80 mln USD) que se contabilizará en 3T20.

Caja neta cae con fuerza hasta 154 mln eur (-63% vs 419 mln eur 1T20 y -35% vs consenso 237 mln eur), debido a los movimientos en el circulante por la reprogramación de pagos de clientes debido al Covid-19 y después de dos trimestres (4T19-1T20) especialmente positivos por una buena evolución del fondo de maniobra, y en la medida en que dicha mejora no era sostenible dado tanto las exigentes condiciones de pago de los clientes (en modo protección de caja) como la necesidad de apoyo a algunos proveedores. No estimamos mejora recurrente hasta que se vaya reduciendo el peso del negocio en Oriente Medio (>70%).

En el actual entorno, hemos ajustado a la baja nuestras estimaciones de ingresos hasta 4.300 mln eur (-13% vs anterior y -20% vs guía 2020, consenso 4.705 mln eur) ante el previsible retraso en el reconocimiento de ingresos por el Covid 19 (diferimiento por cláusula de fuerza mayor, pero no cancelación). Asimismo, asumimos un escenario más conservador en términos de recuperación de margen EBIT (2020e 1,7%e vs 2,9%e anterior y >3% de guía 2020 pre Covid, consenso 2020 2,4%e, y mantenemos 3,5% a medio plazo a medida que se van completando proyectos menos rentables y se inician nuevos contratos a mejores márgenes) por el efecto de los gastos extraordinarios derivados de las medidas de seguridad y el menor apalancamiento operativo ante los menores ingresos esperados. En términos de adjudicaciones adoptamos también una visión más prudente en el corto plazo, para 2020e 2.500 mln eur (vs 3.000 mln eur anterior y 4.400 mln eur pre Covid), aunque simplemente difiriéndolas hasta 2021, que elevamos de 3.500 a 4.000 mln eur, con un sólido pipeline en torno a 40.000 mln eur para próximos 2 años, al tener exposición a segmentos que siguen creciendo: refino, petroquímica, gas natural, Oriente Medio). Nuevo precio objetivo 20,9 eur/acc (-16% vs 25 eur anterior). En positivo, una buena base de crecimiento a medio plazo con una cartera de pedidos sólida (joven -mayoritariamente en fase de ingeniería y aprovisionamiento- y con buena exposición geográfica -en torno al 70% en Oriente Medio, menos afectado por confinamiento y con mayor resiliencia en el capex -), una correcta ejecución de los nuevos proyectos y el apoyo de medidas de eficiencia.

						<div style="background-color: #333; color: white; padding: 2px 5px; text-align: center;">Mantener</div>				
(mln de euros)	2T19	2T20	Var %	Real vs R4e	Real vs consenso	2019	2020 R4E	Var %	2020 consenso	Var %
Ingresos	1.302	929	-28,6%	-7,5%	-6,9%	4.707	4.300	-8,6%	4.705	0,0%
EBITDA	27	21	-21,9%	-1,8%	-	110	117	6,3%	-	-
Margen EBITDA	2,0%	2,2%	0,19pp	0,1pp	-	2,3%	2,7%	0,38pp	-	-
EBIT	17	9	-44,0%	-14,9%	-36,5%	68	74	8,9%	113	65,1%
Margen EBIT	1,3%	1,0%	-0,28pp	-0,1pp	-0,5pp	1,4%	1,7%	0,28pp	2,4%	0,94pp
Beneficio neto	10	5	-53,5%	34,8%	-33,3%	-10	39,1	nr	65,0	-
Cartera de pedidos	8.781	10.115	15,2%	2,1%	-	10.026	8.226	-18,0%	-	-
Caja neta	250	154	-38,4%	-	-34,9%	371	250	-	277	-25,4%
Caja Neta/EBITDA (x)						3,4	2,1			

Telefónica: Cumple previsiones operativas (excluyendo extraordinarios) y mejor evolución de la deuda neta.

Los resultados han cumplido las previsiones de ingresos (+1% vs R4e y -1% vs consenso) y las nuestras en EBITDA (en línea vs R4e) aunque han quedado -4% vs consenso debido a que no consideraban una provisión en Argentina de -109 mln eur, EBIT (+6% vs R4e y -5% vs consenso) y beneficio neto 425 mln eur (vs 297 mln eur R4e y +3% vs consenso).

Por divisiones, los resultados han incumplido previsiones de ingresos de consenso en Reino Unido e HispAm y han superado a nivel operativo Reino Unido.

La deuda neta (excluyendo el impacto IFRS 16 de 6.436 mln eur) se ha reducido -1.022 mln eur vs 1T 20 hasta 37.201 mln eur (-1% vs R4e y consenso) y el múltiplo dfn/EBITDA 2020e R4e cede hasta 2,3x (2,4x en 1T 20). Incluyendo IFRS 16 la deuda neta alcanza 43.637 mln eur (2,8x EBITDA 2020e).

Recordamos que Telefónica retiró la guía 2020e manteniendo el pago del dividendo de 0,40 eur/acción (aunque desde junio 2020 con la modalidad optativa del "script". Destacamos la buena evolución del EBITDA – Capex (+6,6% vs R4e), que permite mejorar la previsión de generación de caja y reducir la deuda más de lo previsto.

La directiva mantiene el objetivo 2020e EBITDA – Capex levemente negativo vs 2019 (-2,3 pp en 1S 20) y los objetivos a 2022e de crecimiento de ingresos (a nivel orgánico vs 2019) y de mejorar el margen EBITDA – Capex +2 pp vs 2019 (hasta 21,9%).

Por otro lado, ha alcanzado un acuerdo con Liberty LatAm para vender su división de Costa Rica por 500 mln eur (7,4x EBITDA 2019) y que permitirá reducir 425 mln eur de deuda neta. Asimismo, sigue adelante con las acciones legales emprendidas contra Millicom Telecom en relación a la venta de esta misma división.

P.O. en revisión (antes 7,4 eur). Sobreponderar.

Telefónica						Sobreponderar			
(mln de euros)	2T19	2T20	Var %	Real vs R4e	Real vs. consenso	2019	2020 R4e	2020e R4e vs 2019	2020e consenso vs 2019
Ingresos	12.142	10.340	-15%	1%	-1%	48.693	43.819	-10%	-10%
España	3.194	3.028	-5%	3%	0%	12.850	12.345	-4%	-3%
Alemania	1.785	1.790	0%	6%	1%	7.399	7.130	-4%	1%
Reino Unido	1.720	1.632	-5%	-6%	-7%	7.109	6.774	-5%	-3%
Brasil	2.467	1.739	-29%	-4%	0%	10.035	8.182	-18%	-24%
HispAm	2.611	1.881	-28%	0%	-3%	9.655	8.167	-15%	-15%
Infra	216	208	-4%	-5%	1%	842	845	0%	1%
Otros	148	62	-58%	-44%	-17%	531	377	-29%	-40%
EBITDA	4.438	3.315	-25%	0%	-4%	15.571	15.848	2%	1%
Margen EBITDA	36,5%	32,1%	-4,5pp	-0,5pp	-1,1pp	32,0%	36,2%	4,2pp	0,4pp
España	1.329	1.211	-9%	3%	1%	3.719	4.935	33%	34%
Alemania	578	563	-3%	15%	1%	2.326	2.074	-11%	-1%
Reino Unido	548	496	-10%	7%	8%	2.114	2.028	-4%	-2%
Brasil	1.001	716	-28%	4%	0%	4.262	3.281	-23%	-24%
HispAm	705	361	-49%	-22%	-20%	2.045	1.925	-6%	-4%
Infra	124	133	7%	2%	-1%	504	518	3%	4%
Otros	152	-165	-209%	106%	37%	149	-80	-154%	-293%
EBIT	1.805	1.033	-43%	6%	-5%	6.522	4.615	-29%	-25%
Beneficio neto	862	425	-51%	43%	3%	3.331	1.776	-47%	-40%
Deuda Neta	40.381	37.201	-8%	-1%	-1%	37.744	37.201	-1%	-2%
DN/EBITDA 12m (x)	3,2	2,3	-26%	-8%	-9%	2,4	2,3	-3%	-100%


DFN no incluye IFRS 16.

Viscofan 2T20: sorpresa ligeramente positiva, reiterando objetivos para el año.

Resultados en línea con nuestras estimaciones en ingresos y las supera en un +6% en EBITDA recurrente. Se sigue beneficiando de la buena dinámica en volúmenes de envolturas y del mayor consumo en los hogares a causa del coronavirus. También recoge positivamente la incorporación de Nitta al perímetro de consolidación (+3 pp). La nota negativa viene del lado de las divisas que drenan 3,4 pp al crecimiento. Con todo el crecimiento de los ingresos es del +8% (vs +9% R4e) hasta los 225 mln eur.

El apalancamiento operativo y los ahorros de la planta de Cáseda permiten un avance del EBITDA recurrente del +24% (vs +12% R4e) hasta los 58 mln eur, a pesar de que Nitta contribuye con unos menores márgenes. La deuda neta aumenta hasta los 43,8 mln eur (vs 28,9 mln eur en mar-20 y 42,5 mln eur en dic-19), teniendo en cuenta que el pasado mes de junio pagó el dividendo.

Viscofan ha reiterado sus objetivos para el conjunto del año: ingresos +6%/+8% (+7% R4e), EBITDA recurrente +7%/+9% (vs +8% R4e) y beneficio neto recurrente +6%/+9% (vs +11% R4e). Esperamos reacción positiva de la cotización por la sorpresa en EBITDA, gracias a la visibilidad del negocio (industria esencial), la fortaleza del balance y la solidez en la generación de caja. P.O. y recomendación en revisión (anterior 48,60 eur/acc. Sobreponderar).

						Sobreponderar			
(mln de euros)	2T19	2T20	Var %	Real vs R4e	2019	Guía 2020 *	Var %	2020 R4e	R4e vs guía
Ingresos	209	225	8%	-1%	850	912	7,3%	909	-0,3%
Envolturas	197	216	9%	0%	805				
Cogeneración	12	9	-20%	-7%	45				
EBITDA recurrente	47	58	24%	6%	198	218	9,8%	212	-2,4%
Margen EBITDA	22,5%	25,9%	3,4 pp	1,7 pp	23,3%	23,8%	0,5 pp	23,4%	-0,5 pp
EBIT	29	40	37%	13%	130				
Margen EBIT	14,1%	17,9%	3,8 pp	2,2 pp	15,3%				
Beneficio neto	23	30	31%	6%	106	114	7,5%	117	3,1%

* Guía 2020 (punto medio del rango)

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 Renta 4 Banco, 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 Renta 4 Banco por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Renta 4 Banco 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.

Renta 4 Banco 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.

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 de Renta 4 Banco 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. Renta 4 Banco 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.

Renta 4 Banco 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.

Renta 4 Banco tiene firmado un contrato de autocartera con Renta Corporación.

Renta 4 Banco es proveedora de liquidez de Liberbank.

Renta 4 Banco es proveedora de liquidez de Inmobiliaria Colonial.

Renta 4 Banco es proveedora de liquidez de Clínica Baviera.

Renta 4 Banco es proveedora de liquidez de Laboratorios Farmacéuticos Rovi.

Los empleados de Renta 4 Banco 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.

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

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

Departamento de Análisis Renta 4

Tel: 91 398 48 05 Fax 91 384 85 07. e-mail: online@renta4.es

Del total de recomendaciones elaboradas por el Departamento de Análisis de Renta 4 Banco: 48% Sobreponderar, 40% Mantener y 12% Infraponderar.