

Primeras impresiones

Ferrovial 2020: construcción y caja sorprende positivamente. Elevamos a sobreponderar.

Jueves, 25 de febrero de 2021

Ángel Pérez Llamazares, CIAA – Equity research analyst

Los ingresos, aunque están afectados por las restricciones de movimiento en las autopistas, se elevan +4,7% (+9,9% comparable) gracias a la mayor actividad de construcción en Estados Unidos y Polonia, pese a los retrasos provocados por la pandemia. Fuerte recuperación del EBITDA (en 2019 se registró provisión por 345 mln eur por proyectos en Estados Unidos), el cual mejora significativamente las estimaciones gracias a un extraordinariamente excelente cuarto trimestre en el área de construcción (no se considera extrapolable a siguientes trimestres). Se amplía el deterioro en el resultado por puesta en equivalencia (-378 mln eur vs 296 mln eur en 2019), principalmente por las pérdidas registradas en sus activos, que junto a un mayor gasto lleva a registrar unas pérdidas de 410 mln eur, mejorando nuestras expectativas por el mayor EBITDA vs estimaciones.

La posición de caja neta mejora notablemente (mejorando nuestras previsiones) pese a los menores dividendos recibidos de participadas, gracias a una favorable evolución del capital circulante, los menores dividendos repartidos, las menores inversiones y las desinversiones realizadas.

Alta incertidumbre provocada por la evolución de la pandemia en las distintas regiones, afectando al ritmo de recuperación del tráfico en las infraestructuras, lleva a la compañía a no dar guía de cara a 2021. Aunque sí han dado visibilidad sobre el reparto de dividendos y el programa de recompra de acciones (primer dividendo scrip de 0,20 eur/acc, segundo dividendo scrip de 0,313 eur/acc, es decir, una RPD 2021e de 2,4%, ligeramente por debajo de nuestras expectativas, y recompra de acciones por 320 mln eur o 22 mln de acciones, es decir, un 2% del market cap actual).

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 limitado. Reiteramos visión positiva de largo plazo, y aunque la incertidumbre sigue siendo elevada, consideramos apropiado elevar nuestra recomendación a sobreponderar tras el débil comienzo de año en la cotización -5,5% vs +2,5% del Ibex, ya que el potencial a nuestro precio objetivo (25,94 eur) es del 21%.

ferrovial						Mantener
(mln de euros)	2019	2020	Var %	Real vs R4e	Real vs consenso	
Ventas netas	6.054	6.341	4,7%	0,7%	-0,5%	
Construcción	5.413	5.862	8,3%	0,9%	-1,4%	
Autopistas	617	405	-34,4%	-2,8%	-0,5%	
EBITDA	121	409	n.r.	25,0%	13,6%	
Construcción	-286	227	n.r.	68,1%	42,8%	
Autopistas	436	251	-42,4%	-6,4%	-4,6%	
Margen EBITDA	2,0%	6,5%	4,5pp	1,3pp	0,8pp	
EBIT	-58	226	n.r.	180,6%	66,2%	
Beneficio neto	268	-410	n.r.	28,2%		
Caja neta ex infra	1.631	1.991	22,1%	7,3%		

Primeras impresiones

Destacamos:

Los ingresos, aunque están **afectados por las restricciones de movimiento en las autopistas, se elevan +4,7% (+9,9% comparable)** gracias a la **mayor actividad de construcción en Estados Unidos y Polonia**, pese a que los retrasos provocados **por la pandemia han tenido un impacto de -300 mln eur.**

Fuerte recuperación del **EBITDA** (en 1T19 se registró provisión por 345 mln eur por proyectos en Estados Unidos), el cual mejora significativamente las estimaciones gracias a un extraordinariamente excelente cuarto trimestre sin significativo impacto por covid en el área de construcción (no se considera extrapolable a siguientes trimestres). Se ve **negativamente afectado** por el registro de una **provisión por reestructuración de 22 mln eur** (dentro del programa de reducción de costes a 2024).

Se amplía el **deterioro en el resultado por puesta en equivalencia** (-378 mln eur vs 296 mln eur en 2019), principalmente por las **pérdidas registradas en sus activos aeroportuarios** que incluye un extraordinario negativo de 115 mln eur. A este resultado se añade un **mayor gasto financiero** por la evolución de las coberturas y por una mayor disponibilidad de la tesorería. Todo ello lleva a registrar unas **pérdidas de 410 mln eur**, mejorando nuestras expectativas por el mayor EBITDA vs estimaciones.

La posición de caja neta mejora notablemente (mejorando nuestras previsiones) pese a los menores dividendos recibidos de participadas (458 mln eur vs 729 mln eur en 2019, pese a que la autopista LBJ ha comenzado a repartir dividendos este año), gracias a una favorable evolución del capital circulante (+179 mln eur por los elevados cobros vistos en Servicios), los menores dividendos repartidos (377 mln eur vs 520 mln eur en 2019), las menores inversiones (286 mln eur vs 295 mln eur en 9M19) y las desinversiones realizadas (venta de Braodspectrum, venta autopistas portuguesas y el 5% de Budimex).

Alta incertidumbre provocada por la evolución de la pandemia en las distintas regiones, afectando al ritmo de recuperación del tráfico en las infraestructuras, lleva a la compañía a no dar guía de cara a 2021. Aunque sí han dado visibilidad sobre el reparto de dividendos y el programa de recompra de acciones (primer dividendo scrip de 0,20 eur/acc, segundo dividendo scrip de 0,313 eur/acc, es decir, una RPD 2021e de 2,4%, ligeramente por debajo de nuestras expectativas, y recompra de acciones por 320 mln eur o 22 mln de acciones, es decir, un 2% del *market cap* actual).

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 limitado.**

Primeras impresiones

Por divisiones:

- ▶ **Autopistas:** se aceleraron las caídas del tráfico en el cuarto trimestre (entre -45% y -14%, tráfico pesado mostrando gran resiliencia) por las nuevas restricciones de movimiento (distinta evolución por geografía), que han sido parcialmente compensado por las mayores tarifas y la reducción de opex. Evolución futura muy vinculada a evolución pandemia en las distintas regiones. En la ETR se podrán subir tarifas a lo largo de 2021 si hay recuperación del tráfico. La compañía se ha mostrado confiada en que los posibles impactos del teletrabajo en el área (consideran que será limitado ya que solo el 2% de los usuarios utilizan la vía a diario y el 86% de los usuarios hacen menos de 3 viajes mensuales), serán compensados por el crecimiento de la población y el económico. Además esperan que en caso de que finalmente se apruebe el proyecto de la 413 (paralela a la 407, en cinturón verde por lo que requiere de autorizaciones medioambientales no antes de 2022, construcción entre 10 y 15 años) el impacto será limitado (407 sigue teniendo capacidad para absorber tráfico y está situada en zona de alta influencia de *e-commerce* que se espera que siga creciendo, 413 fuera del área urbana, lejos de las zonas congestionadas y no permite grandes ahorros de tiempo vs a 401). De las *managed lanes* destacamos el pago del primer dividendo por parte de la LBJ. De cara a los próximos años esperan que el previsible impacto por el teletrabajo (también lo consideran limitado ya que solo el 0,5% de los vehículos ligeros recorre las vías a diario, 82% hacen 1 viaje al mes) sea compensado por la flexibilidad de las tarifas, el crecimiento de la población (+64%e en 2040) y el *e-commerce* (muy presente en la región). Si bien es verdad que en el corto plazo seguirán afectados por las restricciones de movimiento y por las fuertes tormentas vividas en febrero en la región. Siguen desarrollando 5 activos concesionales en distintas regiones y cuentan con un importante pipeline en estudio para su licitación.
- ▶ **Construcción:** pese a un impacto de 300 mln eur por el covid, se ve una fuerte aceleración en las ventas (+11,4% comparable vs 2019) por mayor actividad en Estados Unidos y Polonia principalmente. El EBIT ha mostrado un margen de 2,3% vs previsiones de 1% gracias a un extraordinariamente positivo cuarto trimestre (no consideran que sea extrapolable a los próximos trimestres). En el periodo se vendió una participación del 5% en Budimex buscando beneficiarse de la evolución de la cotización, pero la compañía no espera reducir su participación por debajo del 50%. La cartera disminuye -5,6% por el elevado ritmo de ejecución y una licitación más conservadora. La generación de caja mejoró considerablemente y de manera extraordinaria, 293 mln eur vs 87 mln eur en 2019 aunque esperan que Webber siga quemando caja en 2021 por la ejecución de los proyectos.
- ▶ **Aeropuertos:** caída del 72,7% en el tráfico de Heathrow en el periodo, fuertes medidas para reducción de costes, reducción de capex, suspensión del

Primeras impresiones

dividendo, permite mantener una posición de liquidez que cubre 14 meses de necesidades a ingresos 0 o hasta 2023 con las previsiones de tráfico actuales (37 mln de pasajeros en 2021e vs 80,8 mln en 2019). Se han registrado extraordinarios negativos por costes excepcionales y por deterioros a causa de retrasos y cancelaciones en la expansión prevista. Pendientes de regulación donde CAA ha hecho una propuesta de recuperación de la inversión pendiente y los costes incurridos por la pandemia, esperando para junio de 2021 la propuesta para el periodo H7 que comienza en 2022. AGS, además de la situación del covid han estado afectados por las caídas de Thomas Cook y Flybe (-76% en tráfico), con el fin de mitigar el impacto se han reducido los costes y el capex pero la compañía no descarta una futura inyección de liquidez para sanear la estructura financiera (25 mln gbp por parte de Ferrovial). El resultado por puesta en equivalencia cayó hasta -447 mln eur vs 115 mln eur en 2019. Pese a Ferrovial recibió 29 mln eur de dividendos de HAH vs 145 mln eur en 2019. AGS no repartió dividendos.

- ▶ **Servicios:** siguen comprometidos con el proceso de venta. La generación de caja se eleva hasta 575 mln eur (vs -101 mln eur en 2019, incluye pago acuerdo Birmingham por 160 mln gbp), los cuales incluyen 300 mln eur por la venta de Broadpectrum que se cerró en julio bajo los términos esperados.

Primeras impresiones

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

Grupo Renta 4 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. Grupo Renta 4 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.

Recientemente se ha producido una reorganización en el equipo de analistas de Renta 4 Banco. Como consecuencia de ello, una parte de las sociedades emisoras sobre las que se efectúan informes se han asignado a nuevos analistas. Dado que las recomendaciones de los valores publicadas son opiniones de los analistas acerca de las perspectivas de negocio de cada uno de los emisores, la reasignación a otro miembro del equipo puede conllevar criterios diferentes a los publicados con anterioridad sobre este emisor.

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 del Grupo Renta 4 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. El Grupo Renta 4 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.

Grupo Renta 4 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.

Los empleados de Grupo Renta 4 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.

Renta 4 Banco es la entidad proveedora de liquidez de Liberbank, Inmobiliaria Colonial, Castellana Properties (asesor registrado), Rovi, Millenium Hotels (asesor registrado); asimismo, tiene un contrato de servicios bancarios e inversión con Grupo Ezentis, S.A., asesoramiento a accionista significativo en Mediaset España y cobertura de Análisis en Clínica Baviera y Azkoyen, servicios por los que cobra honorarios.

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 Grupo Renta 4. 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.

Grupo Renta 4 es una entidad regulada y supervisada por la CNMV.
Renta 4 Banco. Paseo de la Habana, 74, 28036 Madrid

Departamento de Analisis
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: 55% Sobreponderar, 35% Mantener y 10% Infraponderar.