

Primeras impresiones

Ferrovial 9M20: alta incertidumbre por rebrotes podría ralentizar recuperación.

Jueves, 29 de octubre de 2020

Los ingresos, aunque están afectados por las restricciones de movimiento en las autopistas, se elevan +7,7% (+11,1% comparable) gracias a la mayor actividad de construcción en Estados Unidos, pese a que los retrasos provocados por la pandemia han tenido un impacto de -240 mln eur. Pese a provisiones y reclasificaciones por 85 mln eur, se aprecia una fuerte recuperación del EBITDA (en 1T19 se registró provisión por 345 mln eur por proyectos en Estados Unidos), el cual mejora el consenso ligeramente, por debajo de nuestras perspectivas (explicada por el registro de la reclasificación de 46 mln eur de Autema). Se amplía el deterioro en el resultado por puesta en equivalencia (-314 mln eur vs 115 mln eur en 9M19, débil evolución en Heathrow, AGS y ETR 407), que, junto con unas mayores amortizaciones y un menor resultado financiero principalmente, llevan a registrar unas pérdidas a nivel de beneficio neto de 498 mln eur.

La posición de caja neta se mantiene estable (mejorando nuestras previsiones) pese a los menores dividendos recibidos de participadas (217 mln eur vs 365 mln eur en 9M19), gracias a una favorable evolución del capital circulante, los menores dividendos repartidos, las menores inversiones y a las desinversiones realizadas (salida de Broadspectrum y venta del 5% de Budimex).

Alta incertidumbre provocada por la evolución de la pandemia en las distintas regiones, que podría tener impacto en los márgenes en construcción y en el ritmo de recuperación del tráfico en las infraestructuras. La compañía cuenta con una sólida posición de liquidez (7.541 mln eur) 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 y en Heathrow). Los dividendos se irán aprobando en la medida en que vayan teniendo una mayor visibilidad sobre el impacto final. En ese sentido han aprobado el pago del dividendo (fecha ex-cupón 4 de noviembre) de 0,20 eur por acción en formato scrip. Reiteramos visión positiva de largo plazo, pero revisaremos la evolución prevista del corto plazo ante la evolución de la pandemia, Reiteramos mantener, P. O. 25,42 eur. Aunque el EBITDA ex extraordinarios supera el consenso, creemos que la falta de visibilidad podría ser recogida negativamente por la cotización.

ferrovial	Mantener				
(mln de euros)	9M19	9M20	Var %	Real vs R4e	Real vs consenso
Ventas netas	4.241	4.569	7,7%	-1,8%	1,2%
Construcción	3.760	4.262	13,4%	-0,3%	2,5%
Autopistas	461	298	-35,4%	-18,8%	-14,6%
EBITDA	20	241	n.r.	-14,8%	3,0%
Construcción	-297	114	n.r.	-1,1%	60,6%
Autopistas	334	197	-41,0%	-16,0%	-15,8%
Margen EBITDA	0,5%	5,3%	4,8pp	-0,8pp	0,1pp
EBIT	-131	50	n.r.	-65,0%	-49,0%
Beneficio neto	-104	-498	n.r.	-47,8%	
Caja neta ex infra*	-1.631	-1.698	4,1%		
Deuda neta total*	2.957	2.733	-7,6%		

* Caja neta a 31/12/2019

Primeras impresiones

Destacamos:

Los ingresos, aunque están **afectados por las restricciones de movimiento en las autopistas**, se elevan **+7,7% (+11,1% comparable)** gracias a la **mayor actividad de construcción en Estados Unidos**, pese a que los retrasos provocados **por la pandemia han tenido un impacto de -240 mln eur** (en negociaciones para su recuperación, sin visibilidad).

Fuerte recuperación del **EBITDA** (en 1T19 se registró provisión por 345 mln eur por proyectos en Estados Unidos), el cual mejora el consenso ligeramente, por debajo de nuestras perspectivas. Se ve **negativamente afectado** por el registro de una **provisión por reestructuración de 39 mln eur** (dentro del programa de reducción de costes a 2024) y una **reclasificación de 46 mln eur por Autema**.

Se amplía el deterioro en el resultado por puesta en equivalencia (-314 mln eur vs 115 mln eur en 9M19), que, junto con unas mayores amortizaciones y un menor resultado financiero principalmente, llevan a registrar **unas pérdidas a nivel de beneficio neto de 498 mln eur**.

La posición de caja neta se mantiene estable (mejorando nuestras previsiones) pese a los menores dividendos recibidos de participadas (217 mln eur vs 365 mln eur en 9M19), gracias a una favorable evolución del capital circulante (-9 mln eur vs -336 mln eur en 9M19), los menores dividendos repartidos (217 mln eur vs 365 mln eur en 9M19), las menores inversiones (218 mln eur vs 288 mln eur en 9M19) y a las desinversiones realizadas (salida de Broadpectrum y venta del 5% de Budimex).

Alta incertidumbre provocada por la evolución de la pandemia en las distintas regiones, que podría tener impacto en los márgenes en construcción y en el ritmo de recuperación del tráfico en las infraestructuras. 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 y en Heathrow). Los **dividendos se irán aprobando en la medida en que vayan teniendo una mayor visibilidad** sobre el impacto final. En ese sentido han aprobado el pago del dividendo (fecha ex-cupón 4 de noviembre) de 0,20 eur por acción en formato scrip. La compañía **sigue adelante con sus planes de reducción de costes** esperando en 2020 ahorrar 26 mln eur, y 50 mln eur anuales a partir de 2021.

Por divisiones:

- **Autopistas:** fuerte caída del tráfico (entre -45% y -16%, tráfico pesado mostrando gran resiliencia) por las restricciones de movimiento (distinta evolución por geografía) ha sido parcialmente compensado por las mayores tarifas. Evolución futura muy vinculada a evolución pandemia en las distintas

Primeras impresiones

regiones. La diferencia con nuestras estimaciones se explica por el deterioro registrado tras la reclasificación de Autema (-43 mln eur). Activos con liquidez suficiente para afrontar escenarios de estrés. La ETR 407 ha pasado de aportar 111 mln eur por puesta en equivalencia en 9M19 a 25 mln eur en 9M20.

- ▶ **Construcción:** pese a un impacto de 240 mln eur por el covid, se ve una fuerte aceleración en las ventas (+14,2% comparable vs 9M19) por mayor actividad en Estados Unidos principalmente. El EBITDA, pese al registro de una provisión extraordinaria, evoluciona favorablemente (En 1T19 se registró provisión de 345 mln eur). No esperan nuevas provisiones en corto plazo dependiendo de la evolución de la pandemia, cuya evolución determinará la recuperación de los márgenes. En este sentido la compañía espera situar el margen EBIT por encima del 1% (vs 1% en 9M20 y 0,9% R4e). 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 -3,1% por el elevado ritmo de ejecución. La generación de caja mejoró considerablemente, 103 mln eur vs -217 mln eur en 9M19.
- ▶ **Aeropuertos:** caída del 68,9% en el tráfico de Heathrow en el periodo, fuertes medidas para reducción de costes, reducción de capex, suspensión del dividendo, permite mantener una posición de liquidez que cubre 12 meses de necesidades a ingresos 0. Pendientes de regulación. AGS, además de la situación del covid han estado afectados por las caídas de Thomas Cook y Flybe (-73% 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. El resultado por puesta en equivalencia cayó hasta -364 mln eur vs -17 mln eur en 9M19. Sin dividendos previstos en corto plazo.
- ▶ **Servicios:** siguen comprometidos con el proceso de venta. La generación de caja se eleva hasta 370 mln eur (vs .258 mln eur en 9M19, incluye pago acuerdo Birmingham por 130 mln gbp), los cuales incluyen 300 mln eur por la venta de Broadspectrum que se cerró en julio bajo los términos esperados. esperando el cierre de la venta de Broadspectrum en 3T20, y con el resto de geografías volviendo a retomar los procesos.

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 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.

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

D. Ángel Pérez Llamazares

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, 33% Mantener y 12% Infraponderar.