

Sector: Industrial

Elevamos recomendación hasta Neutral. El "golpe fuerte" ya lo ha sufrido.

T. REUNIDAS

Precio Objetivo: 26,6 €
Recomendación: Neutral

Datos Básicos

Capitalización (M €): 1.414 M€
Ultimo: 25,30 €/acc.
Nº Acciones (M.): 55,9 M acc.
Min / Max (52 sem): 21,25€/acc./47,96€/acc.
Cód. Bloomberg / Reuters: TRE SM / TRE.MC

Principales cifras y ratios

	2016e	2017e	2018e	2019e	TAMI (i)
Ingresos	4.321	4.450	4.539	4.630	2,3%
C. Pedidos	11.772	11.890	12.009	12.129	1,0%
Cobertura	2,7x	2,7x	2,6x	2,6x	
Ebitda	173	178	204	208	6,4%
Mg Ebitda	4,0%	4,0%	4,5%	4,5%	
BAI	148	153	179	182	7,1%
BNA	108,4	114,9	134,2	136,9	8,1%
BPA(€/acc.)	1,94	2,06	2,40	2,45	8,1%
DPA (€/acc.)	1,34	1,34	1,34	1,34	0,0%
Yield (ii)	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	
Caja Neta	473,9	519,6	547,6	577,6	6,8%
PER	13,1	12,3	10,5	10,3	
ROE	25,1%	24,4%	25,2%	23,0%	
EV/Ventas	0,20x	0,20x	0,19x	0,19x	
EV/Ebitda	5,10x	4,95x	4,32x	4,23x	

(1) Tasa Media Anual de Incremento (2016-2019). (ii) Rentabilidad DVD

Evolución anual principales cifras

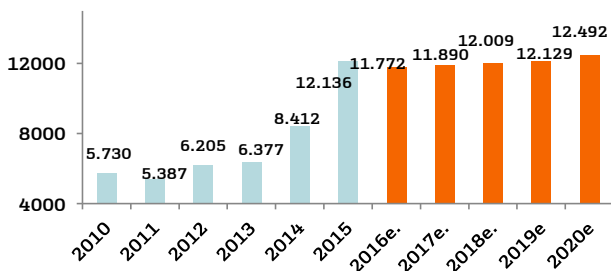
	2015r	2015 (BKT) (i)	2015 (Bloomb.) (ii)
Ingresos	4.195	3.496	4.158
Ebitda	105,3	188,0	n.d.
Mg Ebitda	2,5%	5,4%	n.d.
EBIT	86,0	175	n.d.
BNA	60,0	138	n.d.
BPA	1,1	2,4	2,8

(i) Estimación Análisis BKT. (ii) Estimación Bloomberg.

Valoración, resumen

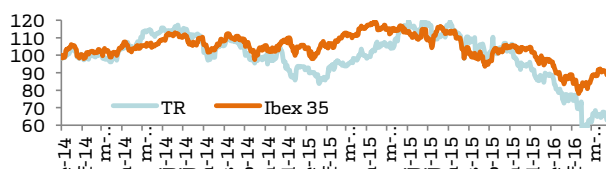
Crecimiento sostenible esperado (g)	1,00%
Coste de capital (Ke)	10,3%
Coste de la deuda (Kd)	5,0%
Prima de riesgo (Rp)	11,0%
Tasa libre de riesgo (RFR)	1,5%
Weighted Average Cost of Capital (WACC)	10,3%
Beta	0,8
Precio objetivo (€/acc.)	26,6
Cotización (€/acc.)	25,3
Potencial revalorización	5,0%

Evolución Cartera de Pedidos



Fuentes: Análisis Bankinter y propia compañía.

Evolución bursátil TRE vs Ibex-35



Fuentes: Bloomberg y Análisis Bankinter.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Pilar Aranda (analista principal de este informe)
Ramón Forcada Jesús Amador Ana de Castro

Belén San José Eva del Barrio Ana Achau
Ramón Carrasco Rafael Alonso Esther G. de la Torre

<http://broker.bankinter.com/>
<http://www.bankinter.com/>

Avda de Bruselas, 12
28108 Alcobendas

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<http://broker.ebankinter.com/www/es-es/cqj/broker+binarios?secc=OPVS&subs=DISC&nombre=disclaimer.pdf>

Contexto (ciclo/negocio) mejorando, el "golpe" ya superado.-

Su cartera de pedidos en máximos históricos y el fuerte incremento de ingresos registrado en 2015 no han sido suficientes para compensar el impacto en sus cuentas de la caída en el precio del petróleo. El detonante fueron los sobrecostes anunciados en uno de sus tres proyectos de Canadá, algo que lastró los márgenes de 2015. Las principales dudas son cuándo recuperará márgenes y nivel de caja neta positiva y si el precio del petróleo se estabiliza. No obstante pensamos que el valor ya ha sufrido lo suficiente (-30% YTD) y que el contexto se vuelve más benigno por mayores indicios de estabilización del petróleo. En este contexto elevamos recomendación hasta Neutral desde Vender y situamos Pº Objetivo en 26,6€ (potencial +5%).-

- **Resultados 2015. Buen año en términos de cartera de pedidos y de ingresos, pero fuerte caída de márgenes:** se produjo un incremento de ingresos hasta 4.195 (+33%) y de cartera de pedidos hasta 12.136M€ (+44%), lo que asegura su facturación 2,9 años. A pesar de ello, se produjo una brusca reducción en términos de Ebitda 105,3M€ (-37,9%) y de BNA, hasta 60,2M€ (-55%) por los sobrecostes del proyecto en Alberta (Canadá).

- **Márgenes:** debilitamiento (Ebit y Ebitda) por el proyecto en Alberta. A pesar de que no existe elevada visibilidad en cuanto a su recuperación, pensamos que se van a ir elevando, aunque lentamente. Estimamos que su "nueva normalidad" serán márgenes en el entorno del 4%/4,5%, para recuperar niveles del 5% en 2020. A partir de ahora estimamos que TRE priorizará captar menos contratos, pero a una rentabilidad superior.

- **Caja neta positiva:** en el 3T'15 se produjo una reducción en sus niveles de caja neta positiva y no consiguió recuperarlos en el último trimestre. En el 4T'15 ascendió a 533M€ vs 523M€ en 3T'15 vs 664M€ a cierre de 2014. Pensamos que no conseguirá normalizar los niveles de caja neta positiva hasta 2017. Al tener un reducido nivel tanto de activos como de equity, su principal activo es la caja, por lo que una reducción de la misma le puede afectar a la hora de ser seleccionada para un proyecto. No obstante disfruta de un balance saneado.

- **Cartera de Pedidos:** 2015 fue un año record en contratación. La Cartera de Pedidos cerró 2015 en 12.136M€ y las ventas en 4.195M€. A pesar de que las oportunidades a las que opta en 2016 son menores por la reducción de la inversión de las petroleras, ha comenzado el año con contratos relevantes: (i) Planta de generación de energía en Finlandia por 270M€. (ii) Proyecto diésel ultra bajo azufre en México por 800M\$.

- **El reducido nivel de beneficio** en relación a la dimensión de sus Ingresos (60M€ vs 4.195M€) hace que su cuenta de resultados esté sujeta a un elevado riesgo, como lo que ha ocurrido en Canadá. Cualquier pequeño cambio en los márgenes o en las condiciones de algún contrato de cierta dimensión podría hacer que entrara en pérdidas. En sentido contrario y positivo, cualquier mejora en márgenes o condiciones de contratos permitirían, en un contexto de ciclo/negocio favorable, un aumento de los beneficios proporcionalmente superior. Se están produciendo los primeros indicios de mejora del ciclo/negocio.

A pesar de que los riesgos son todavía elevados, especialmente en lo que respecta a la inestabilidad en el precio del petróleo, reducción de márgenes, caída del beneficio y menor nivel de caja neta positiva, elevamos recomendación a Neutral desde Vender y situamos Precio Objetivo en 26,6€/acc. (+5%).

Consideramos que la compañía ha sufrido una fuerte corrección en lo que llevamos de año y que disfruta de fortalezas que deberían ponerse en valor en los próximos trimestres como un balance saneado, recurrencia de clientes o posicionamiento "consolidado" en determinadas áreas estratégicas. Además la cartera de pedidos asegura 2,9 años de ventas. De cara a los próximos meses si el precio del petróleo consolidase su recuperación, se elevasen los márgenes y recuperase su nivel de caja neta positiva nos replantearemos subir de nuevo nuestra recomendación.

PYG Resumida (M€)	2015r	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e.	TAMI 16/20
Cartera de Pedidos	12.136	11.772	11.890	12.009	12.129	12.492	1,5%
Total Ingresos	4.195	4.321	4.450	4.539	4.630	4.723	2,2%
Relación Pedidos / Ventas	2,9x	2,7x	2,7x	2,6x	2,6x	2,6x	
Margen Bruto	1.176	1.210	1.291	1.316	1.389	1.511	
EBITDA	105	173	178	204	208	236	8,1%
Margen Ebitda	2,5%	4,0%	4,0%	4,5%	4,5%	5,0%	
Amortizaciones	-19	-21	-22	-22	-23	-23	1,7%
EBIT	86	151	156	182	186	213	8,9%
Rdo. Financiero & Minoritarios	-3,7	-3,0	-3,0	-3,2	-3,3	-3,7	5,3%
BAI	82	148	153	179	182	210	9,0%
Impuesto de Sociedades	-22	-40	-38	-45	-46	-52	6,9%
BNA	60	108	115	134	137	157	9,7%
BPA	1,08	1,94	2,06	2,40	2,45	2,81	9,7%

Balance Resumido (M€)	2015r	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e.	TAMI 16/20
Inmovilizado	345	355	360	365	371	377	1,5%
Activo Circulante	3.268	2.815	2.887	2.928	2.974	3.015	1,7%
Tesorería (incluido en A.C.)	772	742	765	776	791	803	2,0%
Total Activo	3.613	3.170	3.247	3.294	3.345	3.392	1,7%
Patrimonio Neto Total	398	432	472	532	594	677	11,9%
Pasivo Circulante	2.611	2.185	2.238	2.270	2.303	2.336	1,7%
Otros pasivos	365	285	292	263	234	237	
Deuda Bruta	240	268	245	228	214	142	
Total Pasivo	3.613	3.170	3.247	3.294	3.345	3.392	1,7%
Deuda Financiera Neta	-533	-474	-520	-548	-578	-661	

Valoración Dto. Flujos de Caja Libre	2015r	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e.
BNA	60	108	115	134	137	157
Amortiz. & Prov.	19	21	22	22	23	23
CFN	79	130	137	156	159	180
Financieros (1-T)	-3	-2	-2	-2	-3	-3
CFO	77	128	135	154	157	177
(-)Inversiones	-38	-31	-27	-28	-28	-29
+/- Var. (AC-PC)	-5	-1	6	4	4	5
CFLO	33	95	113	130	133	153

Matriz de Sensibilidad. Valoración DFCF

Equity Value		g						
		0,4%	0,6%	0,8%	1,0%	1,2%	1,4%	1,6%
WACC	9,7%	25,9	26,3	26,8	27,2	27,7	28,2	28,7
	9,9%	25,7	26,1	26,6	27,0	27,5	27,9	28,4
	10,1%	25,5	25,9	26,3	26,8	27,2	27,7	28,2
	10,3%	25,3	25,7	26,1	26,6	27,0	27,5	28,0
	10,5%	25,1	25,5	25,9	26,4	26,8	27,3	27,8
	10,7%	24,9	25,3	25,7	26,1	26,6	27,1	27,5
	10,9%	24,7	25,1	25,5	25,9	26,4	26,8	27,3

La prima de riesgo (RP) aplicada es 11%. Muy elevada porque recoge los riesgos derivados de una caída adicional en el precio del petróleo. Además sus principales oportunidades este año proceden de A. Saudi, muy dependiente del precio del crudo. De esta manera, la tasa WACC asciende a 10,3%, porque la beta es 0,8 y no tiene deuda neta.

Hipótesis	
g	1,0%
Beta	0,80
RP	11,0%
RFR	1,5%
Kd	5,0%
Ke	10,3%
Wd	0%
We	100%
WACC	10,3%

Valoración por Comparables

Compañía	Capitalización (M€)	PER16e	PER17e	EV/Vtas 2016e	EV/Vtas 2017e	EV/Ebitda 2016e	EV/Ebitda 2017e	ROE 2016r	Rent. Divid.2016e
Technip	5.555	11,5	14,7	0,50	0,60	4,60	5,90	11,4%	4,2%
Saipem SpA	3.336	12,7	14,4	0,80	0,90	7,50	7,80	5,7%	1,5%
Petrofac Ltd	3.857	9,9	9,3	0,60	0,60	5,90	5,40	27,2%	5,3%
Amec PLC	2.143	9,5	8,5	0,50	0,50	7,70	7,60	10,8%	4,8%
Técnicas Reunidas SA	1.373	13,1	12,3	0,20	0,20	5,10	4,95	25,1%	5,3%
Media del Sector	3.253	11,3	11,8	0,52	0,56	6,16	6,33	16,0%	4,2%

Fuente: Bloomberg y Análisis Bankinter.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Pilar Aranda (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Jesús Amador Rafael Alonso Ramón Carrasco
Eva del Barrio Ana de Castro Belén San José Esther G. de la Torre

Ana Achau (Asesoramiento)

<http://broker.bankinter.com/>

<http://www.bankinter.com/>

Avda. Bruselas 12
28108 Alcobendas, Madrid

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

INFORMACIÓN COMPLEMENTARIA Y ACTUALIZADA CON POSTERIORIDAD AL ÚLTIMO INFORME PUBLICADO SOBRE LA COMPAÑÍA.-

A continuación se ofrecen los comentarios más relevantes y recientes publicados por el Equipo de Análisis de Bankinter sobre Técnicas Reunidas con posterioridad a la publicación de la última nota completa sobre la compañía, la cual se adjunta al final de este documento si su publicación ha sido reciente. El objetivo es reunir en un único documento la perspectiva más actualizada, con las modificaciones que haya sido preciso realizar en base a la información más reciente y públicamente disponible. La primera información ofrecida es la más reciente en términos cronológicos y es la que debe ser tomada en cuenta de manera prioritaria sobre la anteriormente publicada, ya sea en relación a la recomendación sobre el valor, el precio objetivo o cualquier otro aspecto relevante afectado.

13/05/2016

TÉCNICAS REUNIDAS (Neutral, Pº Objetivo: 26,6€; Cierre 28,9€; Var. Día: 0,5%). Resultados 1T'16 en línea con lo esperado. Fuerte reducción del BNA.- TRE ha presentado sus cuentas correspondientes al 1T'16, cifras principales comparadas con el consenso de mercado (Bloomberg): Ventas 1.051M€ (+16%) vs 1.052M€ estimado; Ebitda 47,1M€ (-4%); BNA 30,2€/acc. (-20%); BPA 0,415€/acc. vs 0,54€/acc. estimado. Por otra parte, el margen Ebitda se sitúa en 3,8%, nivel considerablemente inferior a 5,4% del mismo trimestre del año anterior. El margen Ebit también se reduce hasta el 4% desde 5% anterior. Adicionalmente, la posición de caja neta se sitúa en 541M€, por lo que consigue mejorar su posición con respecto a los 348M€ del 3T'16, pero todavía lejos de los 664M€ del 4T'14. **OPINIÓN.-** Resultados algo débiles, aunque es algo que el mercado esperaba. Se produce una mejora en términos de ventas, pero destaca negativamente la fuerte caída que se ha producido en el beneficio de la compañía, afectado por un menor resultado financiero neto el cual habría pasado desde prácticamente 5M€ en 1T'15 hasta 0,2M€ este trimestre. Esta reducción se explica por el efecto negativo del tipo de cambio y porque la remuneración de su caja se ha minorado considerablemente. El reducido nivel de beneficio en relación a su nivel de ventas (30M€ vs 1.051M€) es uno de los principales riesgos que identificamos en la compañía, ya que hace que su cuenta de resultados esté sujeta a un elevado riesgo, como ya ocurrió en Canadá cuando uno de sus contratos fue cancelado. En sentido contrario y positivo, en un contexto de ciclo y negocio favorable, una mejora de márgenes permitiría un aumento de los beneficios considerablemente superior. En definitiva, se trata de resultados débiles, aunque en línea con expectativas. Como es razonable la compañía se ve muy afectada por la fuerte caída que se ha producido en el precio del petróleo, lo que reduce la inversión de las compañías petroleras en empresas de infraestructuras de crudo. A pesar de que el entorno no es el más apropiado para el desarrollo de su actividad, consigue alcanzar un ligero incremento de su cartera de pedidos gracias a dos adjudicaciones obtenidas en México y en Finlandia. **En este contexto mantenemos nuestra recomendación en Neutral y Precio Objetivo en 26,6€/acc. tal y como expusimos en la [nota](#) publicada el pasado 31/03.**

Bankinter Análisis (sujetos al RIC):

Ramón Forcada

Rafael Alonso

Ana de Castro

Ana Achau (Asesoramiento)

<http://broker.bankinter.com/>

Eva del Barrio

Jesús Amador

Pilar Aranda

<http://www.bankinter.com/>

Todos los informes disponibles en:

<http://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+asesoramiento?secc=NRAP&subs=NRAP>

Avda. Bruselas 12

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

28108, Alcobendas. Madrid

<http://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+hinarios?secc=NRAP&subs=NRAP&nombre=disclaimer.pdf>

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción *open weblink in Browser* con el botón derecho de su ratón.

20/03/2016

TÉCNICAS REUNIDAS (Vender, Pº Objetivo: 26,6€; Cierre 28,9€; Var. Día: +3,1%). Se ha suspendido un contrato de supervisión que Técnicas desarrollaba conjuntamente con Ineco en el Golfo Pérsico.- Se trata de un macro proyecto focalizado en interconectar las diferentes áreas del Golfo Pérsico por ferrocarril. El motivo ha sido la fuerte caída en el precio del petróleo y el impacto que esto tiene en los países de esta área geográfica. **OPINIÓN.- esta noticia todavía no ha sido confirmada, pero en cualquier caso ambas compañías deberán mantener** conversaciones con las autoridades pertinentes para obtener una compensación. En cualquier caso esperamos un impacto reducido en mercado a lo largo de la sesión de hoy, puesto que este contrato nunca llegó a anunciarse y tampoco había sido todavía incluido en cartera.

18/03/2016

TÉCNICAS REUNIDAS (Vender, Pº Objetivo: En Revisión; Cierre 26€; Var. Día: +1,7%): Pemex le adjudica un proyecto por 800M\$.- Realizará la segunda fase de un proyecto diésel ultra bajo azufre en Minatitlán. Realizará entre otras cosas la ingeniería, aprovisionamiento, construcción y puesta en marcha de dos nuevas unidades de refino. El contrato se inició bajo la modalidad de "libro abierto" y se desarrolla en dos etapas. Técnicas participó en una primera fase en un proyecto por 50M\$ y en la que realizó la ejecución del diseño, estimación del coste de la inversión y la compra de algunos equipos. La segunda fase es bajo la modalidad llave en mano y se ejecutará a lo largo de los próximos 36 meses. Técnicas Reunidas ya había trabajado previamente con Pemex en dos proyectos en esta misma refinería. **OPINIÓN.-** es una noticia muy positiva que debería impulsar al valor a lo largo de la sesión de hoy. El importe del proyecto es muy elevado: 800M\$. Como referencia cerró 2015 con una Cartera de Pedidos de 12.136M€ y unos ingresos de 4.187M€. Este contrato se une al anunciado ayer, en el que realizará una nueva planta de generación de energía en Finlandia por 270M€.

17/03/2016

TÉCNICAS REUNIDAS (Vender, Pº Objetivo: En Revisión; Cierre 25,6€; Var. Día: +0,7%): Alcanza un nuevo contrato en Finlandia.- Realizará el diseño y la construcción de una nueva planta de generación de energía. El proyecto total tiene un importe de 400M€, pero la parte correspondiente a Técnicas Reunidas asciende a 270M€. Como referencia cerró 2015 con una Cartera de Pedidos 12.136M€ y unos ingresos de 4.187M€. **OPINIÓN.-** Es una buena noticia por dos motivos. Por un lado porque permite elevar su cartera de pedidos en un año que previsiblemente va a ser complicado en términos de contratación, por la caída en el precio del petróleo y porque las constructoras reducen su inversión en compañías de infraestructuras de petróleo. Por otro, consigue posicionarse en una nueva geografía en la que no tenía presencia hasta la fecha. Aun así es un importe pequeño y por lo tanto el impacto va a ser reducido.

29/02/2016

TÉCNICAS REUNIDAS (Vender, Pº Objetivo: En Revisión; Cierre 25€; Var. Día: +1,2%): Resultados 4T'15 débiles, aunque en línea con lo adelantado el 15/02.- Cifras principales comparadas con el consenso de mercado (Bloomberg): Ventas 4.187,9 (+33%) vs 4.158M€e.; Ebitda 105,3M€ (-37,9%), Ebit 86M€ (-45%); BNA 60,2M€ (-55%); BPA 1,10€/acc. vs 2,84€/acc. e. La Cartera de Pedidos asciende a 12.136M€ (+44%). El nivel de tesorería se sitúa en 533M€ vs 523M€ en 3T'15, cifra que compararía con niveles de 664M€ a cierre de 2014. Esta fuerte caída en el nivel de Ebitda, Ebit y Tesorería se debe a unos sobrecostes muy elevados en el desarrollo en un proyecto en Alberta, Canadá, algo que ya anunciaron el pasado 15 de febrero. Esto ha supuesto una brusca reducción en sus

Bankinter Análisis (sujetos al RIC):

Ramón Forcada
Eva del BarrioRafael Alonso
Jesús AmadorAna de Castro
Pilar Aranda
Ana Achau (Asesoramiento)<http://broker.bankinter.com/><http://www.bankinter.com/>

Todos los informes disponibles en:

<http://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+asesoramiento?secc=NRAP&subs=NRAP>

Avda. Bruselas 12

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

28108, Alcobendas. Madrid

<http://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+hinarios?secc=NRAP&subs=NRAP&nombre=disclaimer.pdf>* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción *open weblink in Browser* con el botón derecho de su ratón.

márgenes Ebitda, que se reducen hasta 2,5% desde 5,4% y Ebit hasta 2,1% desde 5%. De cara a 2016 la compañía proporciona el siguiente *guidance*: ventas en el rango 4.300M€/4.600M€, margen Ebit en torno a 4% y mantienen política de retribución al accionista (DVD *yield* aprox. 2,6%). **OPINIÓN.-** Son resultados débiles pero que no sorprenden porque Técnicas ya lo anunció de manera preliminar el pasado 15/02. Por ello, no esperamos gran impacto en su cotización. Mantenemos recomendación en Vender por los siguientes argumentos: **(i) No consigue recuperar los niveles de tesorería**, algo que previsiblemente no ocurrirá hasta finales de 2016 o incluso 2017. Al tener un reducido nivel tanto de activos como de *equity*, su principal activo es la caja, por lo que una reducción de la misma les afecta directamente. **(ii) Fuerte caída de márgenes**, tanto Ebit como Ebitda y escasa visibilidad acerca de cuándo los recuperará. Esto podría estar indicando que estaría priorizando captar clientes en detrimento de su rentabilidad. **(iii) Fuerte impacto por la caída en el precio del petróleo**, puesto que las petroleras reducen su inversión en compañías de infraestructuras de petróleo. **(iv) Focalizan su esfuerzo de contratación futura en Oriente Medio y de hecho elevan el porcentaje de su cartera hasta el 63% desde el 23% en 2014.** Esto nos parece un riesgo nada despreciable considerando el impacto en los ingresos fiscales de Arabia Saudí de la caída en el precio del petróleo (aprox. 80% de los ingresos fiscales).

En este contexto de impacto negativo por la caída del precio del petróleo, la reducción de márgenes, la fuerte caída de beneficio y la reducción del nivel de tesorería, mantenemos recomendación en Vender. Además, es importante tener en cuenta que el reducido nivel de beneficio de la Compañía en relación a la dimensión de sus Ingresos (60M€ vs 4.188M€) hace que su **cuenta de resultados esté sujeta a un elevado riesgo**, ya que cualquier pequeño cambio en los márgenes o en las condiciones de algún contrato de cierta dimensión podría hacer que entrara en pérdidas. En sentido contrario y positivo, cualquier mejora en márgenes o condiciones de contratos, por pequeñas que éstas fueran, permitirían, en un contexto de ciclo/negocio favorable, un aumento de los beneficios proporcionalmente superior. Sin embargo, en el actual contexto, esto se presenta más bien como un riesgo que como una oportunidad. Podríamos decir que la Compañía tiene una "cuenta de resultado de elevada beta", lo cual es otro de los factores de riesgo que nos han llevado a situar nuestro Precio Objetivo en revisión y nuestra recomendación en Vender. En los próximos días publicaremos una nota sobre la compañía actualizando nuestro Precio Objetivo.

15/02/2016

TÉCNICAS REUNIDAS (Vender, Pº Objetivo: en revisión; Cierre 28,9€; Var. Día: +2,8%): Presenta resultados preliminares 4T'15 inesperadamente y anuncia fuerte caída de beneficio.- A pesar de la caída en el beneficio, la cifra de ingresos y de cartera de pedidos ha sido muy fuerte en 2015. Principales cifras: la cartera de pedidos asciende a 12.100M€ (+44%), las ventas 4.180M€ (+33%); Ebit 86M€ (-45%) y Beneficio Neto 60M€ (-55%). Por otra parte, no consiguen mejorar su nivel de tesorería, el cual se redujo considerablemente en 3T'15. Se sitúa en 530M€ vs 523M€ en 3T'15, cifra que compararía con niveles de 664M€ a cierre de 2014. Esta fuerte reducción de sus resultados 2015 se ha visto influida por factores relacionados con la ejecución de un proyecto en Alberta, Canadá, en el cual han tenido que incurrir en costes mucho más elevados de los inicialmente estimados por la inestabilidad derivada de la caída en el precio del petróleo y por condiciones meteorológicas adversas. Técnicas habría preferido asumir estos sobrecostes priorizando cumplir los plazos del proyecto, por un tema de imagen. Para 2016 el crecimiento de Técnicas podría moderarse: estiman un nivel de ventas que se situaría en un rango 4.300M€/4.600M€, un margen Ebit en torno a 4% vs 5% cierre de 2014 y 4,9% en 3T'15. Finalmente, reiteran que mantienen intacta su política de retribución al accionista. **OPINIÓN.-** Ha sido un año realmente bueno en términos de ventas y sobre todo en incremento de cartera de pedidos, sin embargo pensamos que el valor va a sufrir por tres motivos: (i) no consigue recuperar los niveles de tesorería, algo que previsiblemente no ocurrirá hasta finales de 2016 o incluso 2017. A pesar de que disfruta de un balance saneado, su tesorería es muy importante a la hora de captar contratos. (ii) Fuerte caída de márgenes, tanto Ebit como Ebitda, aunque para conocer el

Bankinter Análisis (sujetos al RIC):

Ramón Forcada

Rafael Alonso

Ana de Castro

Ana Achau (Asesoramiento)

<http://broker.bankinter.com/>

Eva del Barrio

Jesús Amador

Pilar Aranda

<http://www.bankinter.com/>

Todos los informes disponibles en:

<http://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+asesoramiento?secc=NRAP&subs=NRAP>

Avda. Bruselas 12

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

28108, Alcobendas. Madrid

<http://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+hinarios?secc=NRAP&subs=NRAP&nombre=disclaimer.pdf>

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción *open weblink in Browser* con el botón derecho de su ratón.

nivel exacto es necesario esperar hasta la presentación de resultados definitiva (viernes 26 de febrero). Esto sugiere que estaría priorizando la captación de contratos en detrimento de su rentabilidad y que los clientes estarían presionando en precio. (iii) Técnicas Reunidas, a pesar de haber conseguido elevar la cartera de pedidos considerablemente, se está viendo afectada por la caída en el precio del petróleo, lo que es razonable para una compañía de infraestructuras de petróleo. En este contexto de impacto negativo de caída de precio de petróleo, reducción de márgenes, fuerte caída de beneficio y reducción en los niveles de tesorería, reducimos nuestra recomendación hasta Vender desde Comprar y situamos Precio Objetivo en revisión desde 51,6€/acc. En los próximos días publicaremos una nota actualizada sobre la compañía.

16/10/2015

TÉCNICAS REUNIDAS (Comprar, Pº Objetivo 51,6€; Cierre 37,1€; Var. Día: -0,6%): Presenta resultados 9M'15 alentadores en términos de actividad, aunque destaca una fuerte reducción en sus niveles de tesorería y caída de márgenes.- Cifras principales: Ventas 3.006M€ (+31%); Ebitda 159€ (+27%); Margen Ebitda 5,3% vs 5,5% en 9M'14 y 5,4% en el conjunto de 2014; EBIT 148M€ (+27%); Margen Ebit 4,9% vs 5,1% en 9M'14; BNA 115M€ (+16%), a pesar de un mayor gasto en impuestos y un menor resultado financiero. La Cartera de Pedidos se eleva hasta 9.977€ (+14%). El principal proyecto alcanzado durante el trimestre fue la construcción de una refinería en Kuwait, en colaboración con Sinopec y Hanwha, por un importe total de 3.838M€. Mantiene un **Balance saneado, pero se produce una reducción de su posición neta de tesorería de -313M€ hasta 348M€ (-47%)**, por la combinación de menores anticipos de los proyectos alcanzados recientemente y un retraso en los pagos correspondientes a las fases de ejecución en algunos proyectos de gran dimensión que están ahora en ejecución. **La tesorería se reduce en -166M€ hasta 523M€.** Por áreas de negocio, Petróleo y Gas es el principal segmento, y alcanza unos ingresos de 2.653M€ (+22%), mientras que las ventas de Generación de Energía repuntaron hasta 256€ (+370%). Finalmente, los ingresos de Infraestructuras e Industria registran un repunte de las ventas de +52% hasta 96M€. **OPINIÓN:** son unos resultados sólidos en términos de actividad, lo que queda reflejado en el aumento de Ventas (+31%) y Ebitda (+27%) y además sus tres áreas de negocio evolucionan positivamente. A pesar de ello, probablemente se produzca una caída del valor a lo largo de la sesión de hoy por dos motivos principales: (i) importante retroceso en sus niveles de caja. Hoy a las 16h se celebrará el *conference call* en la que esperamos obtener más detalles sobre esta caída. (ii) Disminución de los márgenes Ebitda (5,3%) y Ebit (4,9%), por debajo incluso de los niveles alcanzados en 2014. A pesar de esta reducción de márgenes y de tesorería mantenemos recomendación en Comprar y Precio objetivo en Objetivo 51,6€. El valor es atractivo en términos de valoración, como así lo refleja el ratio EV/Cartera de Pedidos que se encuentra en mínimos.

16/10/2015

TÉCNICAS REUNIDAS (Comprar, Pº Objetivo 51,6€; Cierre 40,96€; Var. Día: +0,5%): Técnicas Reunidas consigue entrar en EEUU. Buena noticia.- Ayer se anunció la adjudicación de un contrato por 150M€ en EE.UU. para el desarrollo de dos plantas en Louisiana que realizará al grupo Sasol. **OPINIÓN:** es una buena noticia que debería impactar positivamente en el valor a lo largo de la sesión de hoy, ya que fue anunciada con el mercado ya cerrado. Técnicas ha intentado entrar en varias ocasiones en este mercado, donde las oportunidades son muy elevadas, pero la fuerte competencia se lo ha impedido. El contrato no es muy elevado, 150M€, y no se conoce si realmente ha tenido que reducir precio, lo que sería razonable pero presionaría sus márgenes, algo que el mercado mira muy detalladamente. No obstante, lo realmente importante de la noticia es que consigue entrar en EE.UU. y es lo que va a impactar hoy. Previsiblemente, los resultados de Técnicas de cara a final de año van a ser fuertes, considerando que al cierre del 1S'15 ya superaba la cifra de pedidos del año previo y a que en este trimestre ha incrementado su presencia en Arabia Saudí.

Bankinter Análisis (sujetos al RIC):

Ramón Forcada
Eva del Barrio

Rafael Alonso
Jesús Amador

Ana de Castro
Pilar Aranda
Ana Achau (Asesoramiento)

<http://broker.bankinter.com/>

<http://www.bankinter.com/>

Todos los informes disponibles en: <http://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+asesoramiento?secc=NRAP&subs=NRAP>

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<http://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+hinarios?secc=NRAP&subs=NRAP&nombre=disclaimer.pdf>

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción *open weblink in Browser* con el botón derecho de su ratón.

Avda. Bruselas 12

28108, Alcobendas. Madrid