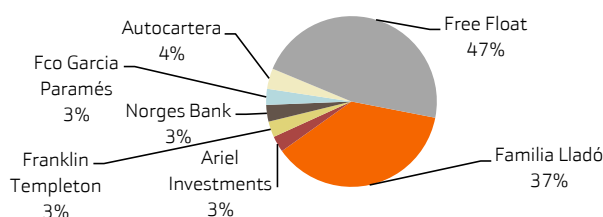


Tras la rebaja de márgenes, el foco está en la evolución de la cartera

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €): 1.500 M/acc.
 Último 26,8 €/acc.
 N° Acciones: 55,9 M acc.
 Max / Min (52 sem): 19,25/38,675€/acc.
 Cód. Reuters / Bloomberg: TRE.SM

Accionariado



Principales cifras y ratios

M€	2016r	2017r	2018e.	2019e.	TAMI (1)
Cartera	10.582	10.138	10.518	11.272	2%
Ingresos	4.793	5.068	4.620	4.246	-4%
EBITDA	211	122	106	124	-16%
EBIT	192	100	91	107	-18%
Margen EBIT	4,0%	2,0%	2,0%	2,5%	
BNA	140	59	59	71	-20%
BPA €/acc.	2,51	1,05	1,06	1,27	-20%
DPA €/acc.	1,34	1,34	1,34	1,34	0%
Rentab. Div	3,4%	5,0%	5,0%	5,0%	
Deuda Bruta	265	406	434	397	
DB/PN	60%	88%	99%	93%	
DFN (- caja)	-488	-231	-243	-221	
PER	15,5 x	25,1 x	25,4 x	21,1 x	
EV/Ventas	0,3 x	0,2 x	0,3 x	0,3 x	
EV/EBITDA	5,8 x	10,0 x	11,4 x	9,8 x	
ROE	32%	13%	14%	17%	

(1) TAMI: Tasa anual media de incremento 2016/19.

Cotización Técnicas Reunidas vs Ibex-35



Técnicas Reunidas

28,5 €
Neutral

Tras la presentación de resultados de 2017, subimos el Precio Objetivo desde 23,1€ hasta 28,5€. Dicho objetivo ofrece un potencial de revalorización de +6% por lo que revisamos nuestra recomendación desde Vender hasta Neutral. Su cotización se ha repuesto ya del golpe sufrido tras el último *profit warning* pero a partir de ahora no pensamos que vaya a avanzar tan rápido. Hay que tener en cuenta que los márgenes son cada vez más ajustados de forma que cualquier desajuste/imprevisto en los proyectos lleva a la compañía a revisar sus estimaciones a la baja. Además, el ejercicio 2018 será todavía débil, con caída de ventas, un margen EBIT reducido y unas adjudicaciones que seguramente se concentrarán en la segunda mitad del año.

Técnicas Reunidas (TR) presentó el 27 de febrero sus cuentas de 2017. Las principales cifras comparadas con el consenso de Bloomberg (BB) y nuestras estimaciones (BKT) son: Ingresos 5.067,9M€ (+5,7%); EBITDA 121,9M€ (-42%) vs 121,5M€ BB y 122,9M€ BKT, EBIT 100,4M€ (-48%); BNA operaciones continuadas 64M€ (+1%) vs 64,9M€ BB y 69,4M€ BKT, BNA 59M€ (-54%).

Son una cifras débiles pero que se alinean con las guías que dio la compañía tras el *profit warning* del pasado mes de noviembre. Además de por el retraso y la cancelación de proyectos, la compañía se ha visto perjudicada por la debilidad del dólar: el resultado financiero empeora y, por otro lado, la cartera no consigue el objetivo de mantenerse en los niveles de 2016. Se reduce -7% pero si la midiéramos en dólares habría aumentado de 11.100M\$ en 2016 a 11.800M\$.

La **posición de caja** se sitúa en 231M€ vs 488M€ hace un año, pero es algo mejor de lo que estimábamos. En cualquier caso, seguirá en niveles reducidos por la estructura de los nuevos contratos (la mayoría sin adelantos).

Como pensábamos, la compañía no ha modificado su **política de dividendo** y mantiene el pago de 1,3€/acción con cargo a los resultados de 2017 (rentabilidad por dividendo 5%).

Por otro lado, TR ha reafirmado sus **previsiones de 2018**: Ventas 4.300/4.600M€ con un margen EBIT de entre 1,5% y 2,5% que irá recuperándose a medida que avance el año.

Quizá en nuestra anterior nota (nov'17) fuimos demasiado severos pero seguimos siendo cautos respecto a la evolución de los márgenes. Dicho esto, pensamos que la compañía deja atrás un año que ha sido muy complicado y encara 2018 con mayor optimismo y nuevas oportunidades. TR ha reafirmado que su *backlog* actual cuenta con un margen normal (4% aprox.) pero preferimos esperar a que se vaya materializando para incorporarlo a nuestras previsiones (si bien lo hemos subido hacia el 3%). Tenemos relativamente reciente la rebaja de estimaciones por los sobrecostos del proyecto en Alberta (febrero'16) y nos tememos que se pueda convertir en algo habitual. Defender los márgenes se vuelve cada vez más complicado.

Por otro lado, tampoco vemos con buenos ojos el hecho de que el 74% de la cartera esté concentrado en Oriente Medio, región que sigue ganando peso desde el 67% de 2016 y el 21% de 2013. En cualquier caso, pensamos que los riesgos a la baja son reducidos y mejoraríamos nuestra visión si TR consigue aumentar la cartera más de lo esperado y/o materializa la recuperación de los márgenes.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Eva del Barrio (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Jesús Amador Rafael Alonso Ramón Carrasco Pilar Aranda Joao Pisco

Ana de Castro Esther G. de la Torre Aránzazu Bueno Elena Fdez-Trapiella Susana André (Support)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón. La compañía ha sido informada sobre esta recomendación antes de la publicación de esta nota.

Página 1/2

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

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

Avda. Bruselas 14
28108 Alcobendas

TAMI: Tasa anual media de incremento.

PyG (M€)	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Adjudicaciones	4.499	6.662	2.922	4.624	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000
Cartera de órdenes	8.412	12.136	10.582	10.138	10.518	11.272	11.621	11.658	11.658
Ingresos	3.149	4.188	4.793	5.068	4.620	4.246	4.651	4.962	5.000
Costes	2.980	4.083	4.582	4.946	4.514	4.122	4.513	4.802	4.837
EBITDA	170	105	211	122	106	124	138	160	163
Margen EBITDA	5,4%	2,5%	4,4%	2,4%	2,3%	2,9%	3,0%	3,2%	3,3%
EBIT	158	86	192	100	91	107	119	140	142
Margen EBIT	5,0%	2,1%	4,0%	2,0%	2,0%	2,5%	2,6%	2,8%	2,8%
BAI	166	82	193	91	84	101	110	129	130
BNA	135	60	140	59	59	71	77	90	91
BPA	2,41	1,08	2,51	1,05	1,06	1,27	1,38	1,62	1,62

Balance (M€)	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Caja	692	772	752	637	677	618	677	720	726
Activo circulante	1.519	2.496	2.514	2.911	2.612	2.422	2.636	2.820	2.827
Inmovilizado	128	135	83	64	71	74	79	84	88
Otros	100	210	250	274	214	199	216	231	232
Total Activo	2.439	3.613	3.599	3.886	3.574	3.313	3.608	3.856	3.873
Pasivo circulante	1.847	2.915	2.829	2.929	2.619	2.406	2.633	2.817	2.822
Provisiones	37	31	35	43	40	37	40	43	43
Deuda Financiera	28	240	265	406	434	397	459	504	500
Otros	71	30	29	45	45	45	45	45	45
Patrimonio neto	456	398	442	463	437	429	431	447	463
Total Pasivo	2.439	3.613	3.599	3.886	3.574	3.313	3.608	3.856	3.873

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (M€)

	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	Valor R
+BNA	59	71	77	90	91	
+Amortizaciones	16	18	19	20	21	
+Gastos Financieros*(1-T)	4	4	6	8	9	
- Inversión en activo fijo	(23)	(21)	(23)	(25)	(25)	
- Inversión en circulante	(11)	(23)	14	(0)	(2)	
= CFL Operativo	45	48	93	93	94	1.528

EV	1.310					WACC 8,2%
+ Caja neta	231					g 1,5%
+Autocartera	73					Nº acciones (M) 55,90
-Minoritarios y provisiones	(18)					
EqV	1.596					PER18e implícito
Precio objetivo	28,5 €/acción					27,0 x
						EV/EBITDA'18 implícito
						12,3 x

Tabla sensibilidad		Tasa de crecimiento sostenido								
Pº Objetivo		0,7%	0,9%	1,1%	1,3%	1,5%	1,7%	1,9%	2,1%	2,3%
Coste	6,2%	34,4	35,4	36,4	37,5	38,7	40,0	41,4	42,9	44,7
	medio	6,7%	31,9	32,7	33,6	34,5	35,4	36,5	37,6	38,8
de los	7,2%	29,8	30,5	31,2	31,9	32,7	33,6	34,5	35,5	36,6
	Recursos	7,7%	28,0	28,6	29,2	29,8	30,5	31,2	31,9	32,8
(WACC)	8,2%	26,5	26,9	27,4	28,0	28,5	29,1	29,8	30,5	31,2
	8,7%	25,1	25,5	25,9	26,4	26,9	27,4	27,9	28,5	29,1
	9,2%	23,9	24,2	24,6	25,0	25,4	25,9	26,3	26,8	27,4
	9,7%	22,8	23,1	23,4	23,8	24,2	24,5	24,9	25,4	25,8
	10,2%	21,8	22,1	22,4	22,7	23,0	23,4	23,7	24,1	24,5

Fuente: Bloomberg y Análisis Bankinter.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Página 2/2

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

Eva del Barrio (analista principal de este informe)

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

Ramón Forcada Jesús Amador Rafael Alonso Ramón Carrasco Pilar Aranda Joao Pisco

Avda. Bruselas 14

Ana de Castro Esther G. de la Torre Aránzazu Bueno Elena Fdez-Trapiella Susana André (Support)

28108 Alcobendas

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal

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

La compañía ha sido informada sobre esta recomendación antes de la publicación de esta nota.