

SECTOR: INDUSTRIAL

RECOMENDACIÓN: VENDER

PRECIO OBJETIVO: 23,10€

ESTA COMPAÑÍA NO SE ENCUENTRA EN NUESTRAS CARTERAS MODELO [enlace](#)

A continuación se ofrecen los comentarios más relevantes y recientes publicados por el Equipo de Análisis de Bankinter sobre *Técnicas Reunidas*.

En este documento encontrará la perspectiva más actualizada en base a la información más reciente y públicamente disponible incluyendo los comentarios publicados en nuestro *Informe Diario*, así como la última nota completa sobre la compañía. El primer comentario es el más reciente en términos cronológicos y es el que contiene la información más actualizada, por lo tanto contiene los datos que deben ser tenidos en cuenta ya sea en relación a la recomendación sobre el valor, el precio objetivo o cualquier otro aspecto relevante afectado.

COMENTARIOS

20/12/2017**TÉCNICAS REUNIDAS (Vender, Pº Objetivo: 23,10€; Cierre: 25,68€): Contrato en Azerbaiyán.-**

Ha sido seleccionada por la compañía estatal de petróleo de la Republica de Azerbaiyán (SOCAR) para el ejecución de la Modernización y Reconstrucción de la Refinería Heydar Aliyev en Bakú. El valor de proyecto ronda los 800M\$ y será completado en 38 meses.

OPINIÓN: Se trata de una buena noticia ya que incrementa la cartera de pedidos de forma que ésta no descenderá respecto al nivel de 2016. Con datos de 9M, el contrato representa el 6% del *backlog*. Este es el segundo gran proyecto de SOCAR adjudicado a Técnicas Reunidas, lo que puede considerarse un indicio de la buena ejecución de Técnicas ya que muchos de sus clientes repiten con ella. Dicho esto, seguimos pensando que a la compañía le resulta cada vez más difícil defender los márgenes, lo que deteriora su perfil de rentabilidad.

05/12/2017**TÉCNICAS REUNIDAS (Vender, Pº Objetivo: 23,10€; Cierre: 25,47€): Nuevo contrato en Oriente Medio.-**

El consorcio participado por Técnicas Reunidas, Technip y Samsung se adjudicó ayer un nuevo contrato para Bahrain Petroleum Company (Bapco) valorado en 4.200M\$ para acometer la expansión y modernización de la refinería de Sitra en Bahréin. A Técnicas Reunidas le corresponde el 29,7% del mismo y se encargará de los trabajos de ingeniería de algunas de las unidades más complejas, como la de crudo, la unidad de vacío, el *hydrocracker*, las plantas de gas saturado 1 y 2 y otras instalaciones auxiliares.

OPINIÓN: Se trata de una buena noticia ya que incrementa la cartera de pedidos de la compañía. Con datos de 9M, el contrato representa el 12% de la cartera y el 10% de las ventas estimadas para 2018. No se ha comunicado el plazo de ejecución pero estimamos que se prolongará más allá de 2018.

Bankinter Análisis

Ramón Forcada

Ana de Castro

(sujetos al RIC):

Ramón Carrasco

Rafael Alonso

Analista principal de este informe: Eva del Barrio

Esther G. de la Torre

Joao Pisco

Jesús Amador

Aránzazu Bueno

Susana André (Mktg &Support)

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

Avenida de Bruselas, 12

28108 Madrid

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:

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"

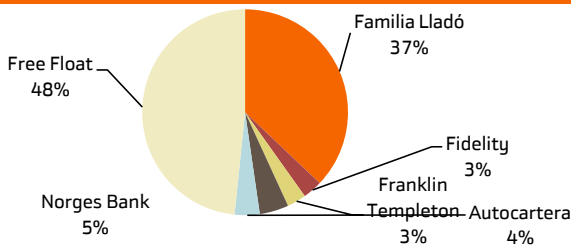
con el botón derecho de su ratón.

Defender los márgenes se vuelve cada vez más complicado

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €): 1.314 M/acc.
 Último 23,5 €/acc.
 N° Acciones: 55,9 M acc.
 Max / Min (52 sem): 19,25/39,57€/acc.
 Cód. Reuters / Bloomberg: TRE.SM

Accionariado

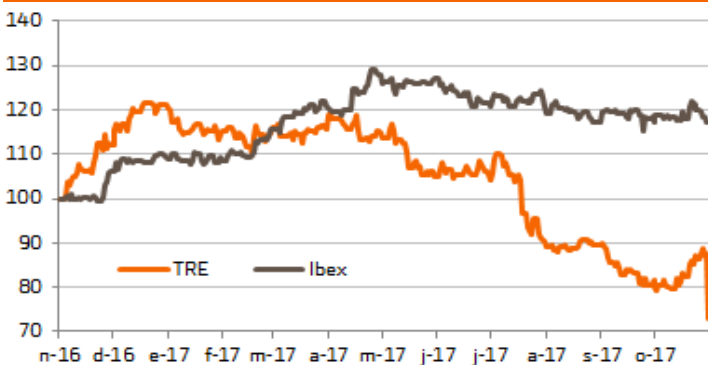


Principales cifras y ratios

M€	2016r	2017e.	2018e.	2019e.	TAMI (1)
Cartera	10.582	10.559	10.889	11.508	3%
Ingresos	4.793	5.006	4.671	4.381	-3%
EBITDA	211	123	122	126	-16%
EBIT	192	102	104	109	-17%
Margen EBIT	4,0%	2,0%	2,2%	2,5%	
BNA	140	69	66	72	-20%
BPA €/acc.	2,51	1,24	1,18	1,29	-20%
DPA €/acc.	1,34	1,34	1,34	1,34	0%
Rentab. Div	3,4%	5,7%	5,7%	5,7%	
Deuda Bruta	265	652	581	477	
DB/PN	60%	150%	136%	113%	
DFN	488	178	193	331	
PER	15,5 x	18,9 x	19,9 x	18,3 x	
EV/Ventas	0,2 x	0,2 x	0,2 x	0,2 x	
EV/EBITDA	5,1 x	8,8 x	8,8 x	8,6 x	
ROE	32%	16%	15%	17%	

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

Cotización Técnicas Reunidas vs Ibex-35



Equipo de Análisis de Bankinter:

Eva del Barrio (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Jesús Amador Rafael Alonso Ramón Carrasco Joao Pisco
 Ana de Castro Esther G. de la Torre Aránzazu Bueno 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 selecciónese 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.

Técnicas Reunidas

23,10 €

Vender

Revisamos el Precio Objetivo desde 35,7€ hasta 23,1€ como consecuencia de la revisión de márgenes a la baja. Dicho objetivo no ofrece potencial de revalorización por lo que revisamos nuestra recomendación desde Neutral hasta Vender.

Técnicas Reunidas (TR) ha aprovechado la presentación de resultados de hoy para revisar a la baja sus previsiones. Las principales cifras 9M'17 son: Ventas 3.883M€ (+13%), EBITDA 104,7M€ (-32%), EBIT 87,9M€ (-37%) BNA 55,4M€ (-45%).

Las guías que ha dado son: Ventas'17e 4.900/5.000M€ con un margen EBIT del 2%; Ventas'18e 4.300/4.600M€ con margen 1,5/2,5%.

El motivo de este deterioro estaría en la cancelación de dos importantes proyectos en Latinoamérica (2.000M\$ aprox.) y al retraso inesperado de varios proyectos en Oriente Medio y México (4.000M\$). La reducción de la actividad ha aflorado capacidad ociosa con su consiguiente coste y, además, se han producido gastos extraordinarios en la parte final de algunos proyectos que difícilmente se van a poder recuperar ya que sus clientes cada vez son más exigentes.

Ya esperábamos una caída de las ventas en los próximos ejercicios (ver nota de julio) pero no contábamos con el deterioro del margen EBIT y menos con uno tan acusado como el que ha anunciado hoy. El margen se va a recortar a la mitad durante este año y el próximo para empezar a recuperarse después. La compañía espera volver a niveles del 4% en 2019 pero en nuestras estimaciones hemos preferido ser más cautos y lo dejamos en el entorno del 2,5%. Tenemos relativamente reciente la rebaja de estimaciones por los sobrecostes 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.

La situación de caja neta se vuelve a deteriorar: baja de 225M€ en junio a 218M€ vs 488M€ a cierre de 2016. En verano pensábamos que se trataba de algo coyuntural pero ahora estimamos que no empezará a mejorar hasta 2019 cuando se recuperen las inversiones en circulante. En cualquier caso, no volvería a niveles del pasado ya que los anticipos cada vez son menos relevantes.

A pesar de este panorama, pensamos que la compañía no tendrá que alterar su política de dividendo ya que en años complicados del pasado fue capaz de mantenerlo.

Otro aspecto positivo es la recuperación de la cartera de pedidos, que sube hasta 10.600M€, lo que nos lleva a mejorar nuestras estimaciones de ventas.

En definitiva, el entorno se ha vuelto más competitivo y la revisión a la baja de márgenes sugiere que la compañía tiene que priorizar la captación de contratos en detrimento de su rentabilidad. TR afirma que su backlog actual cuenta con un margen normal (en torno a 4%) pero hasta que se vaya materializando pensamos que es mejor mantenerse fuera del valor.

TAMI: Tasa anual media de incremento.

PyG (M€)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Adjudicaciones	4.499	6.662	2.922	4.983	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000
Cartera de órdenes	8.412	12.136	10.582	10.559	10.889	11.508	11.722	11.724	11.724
Ingresos	3.149	4.188	4.793	5.006	4.671	4.381	4.786	4.998	5.000
Costes	2.980	4.083	4.582	4.883	4.548	4.255	4.648	4.853	4.853
EBITDA	170	105	211	123	122	126	138	145	147
Margen EBITDA	5,4%	2,5%	4,4%	2,5%	2,6%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%
EBIT	158	86	192	102	104	109	119	124	124
Margen EBIT	5,0%	2,1%	4,0%	2,0%	2,2%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
BAI	166	82	193	98	93	101	108	111	110
BNA	135	60	140	69	66	72	77	79	78
BPA	2,41	1,08	2,51	1,24	1,18	1,29	1,38	1,41	1,40

Balance (M€)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Caja	692	772	752	830	773	808	883	922	922
Activo circulante	1.519	2.496	2.514	2.863	2.641	2.382	2.582	2.610	2.654
Inmovilizado	128	135	83	98	113	128	143	158	170
Otros	100	210	250	200	186	175	190	194	197
Total Activo	2.439	3.613	3.599	3.991	3.713	3.493	3.798	3.884	3.943
Pasivo circulante	1.847	2.915	2.829	2.840	2.645	2.533	2.766	2.815	2.859
Provisiones	37	31	35	34	32	30	33	34	34
Deuda Financiera	28	240	265	652	581	477	545	577	588
Otros	71	30	29	29	29	29	29	29	29
Patrimonio neto	456	398	442	436	427	424	426	430	433
Total Pasivo	2.439	3.613	3.599	3.991	3.713	3.493	3.798	3.884	3.943

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (M€)

	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	Valor R
+BNA	66	72	77	79	78	
+Amortizaciones	19	17	19	21	24	
+Gastos Financieros* (1-T)	7	6	7	9	9	
- Inversión en activo fijo	(34)	(32)	(34)	(36)	(36)	
- Inversión en circulante	27	147	33	21	0	
= CFL Operativo	85	210	102	94	76	987

EV	1.046					WACC 10,1%
+ Caja neta	218					g 1,5%
+Autocartera	74					Nº acciones (M) 55,90
-Minoritarios y provisiones	(46)					
EqV	1.292					PER'18e implícito
Precio objetivo	23,1 €/acción					19,5 x
						EV/EBITDA'18 implícito
						8,5 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 medio de los Recursos (WACC)	8,1%	26,1	26,6	27,0	27,4	27,9	28,4	29,0	29,6	30,2
	8,6%	24,9	25,3	25,7	26,1	26,5	26,9	27,4	27,9	28,4
	9,1%	23,9	24,2	24,5	24,9	25,2	25,6	26,0	26,4	26,8
	9,6%	22,9	23,2	23,5	23,8	24,1	24,4	24,8	25,1	25,5
	10,1%	22,1	22,3	22,6	22,8	23,1	23,4	23,7	24,0	24,3
	10,6%	21,3	21,5	21,8	22,0	22,2	22,5	22,7	23,0	23,3
	11,1%	20,6	20,8	21,0	21,2	21,4	21,6	21,9	22,1	22,4
	11,6%	20,0	20,2	20,3	20,5	20,7	20,9	21,1	21,3	21,5
	12,1%	19,4	19,6	19,7	19,9	20,1	20,2	20,4	20,6	20,8

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 Joao Pisco
Ana de Castro Esther G. de la Torre Aránzazu Bueno Susana André (Support)

Avda. Bruselas 14
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.

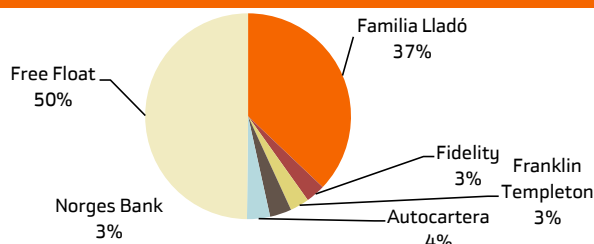
La compañía ha sido informada sobre esta recomendación antes de la publicación de esta nota.

El descenso en la cartera nos hace ser más cautos y bajar recomendación

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €): 1.866 M/acc.
 Último 33,4 €/acc.
 Nº Acciones: 56 M acc.
 Max / Min (52 sem): 26,805/39,57€/acc.
 Cód. Reuters / Bloomberg: TRE.SM

Accionariado



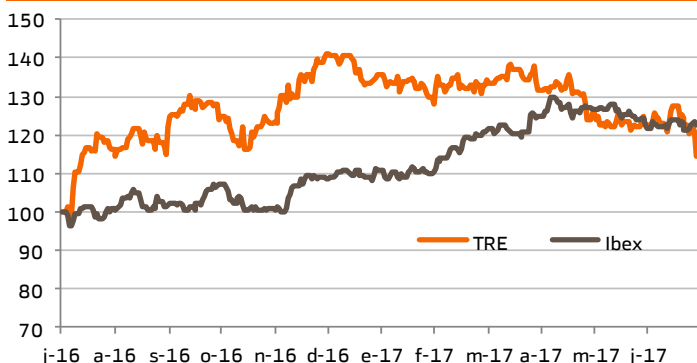
Principales cifras y ratios

M€	2016r	2017e.	2018e.	2019e.	TAMI (1)
Cartera	10.582	8.370	8.859	10.320	-1%
Ingresos	4.793	4.950	4.511	3.539	-10%
EBITDA	211	220	198	157	-9%
EBIT	192	200	179	140	-10%
Margen EBIT	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	
BNA	140	142	129	103	-10%
BPA €/acc.	2,51	2,54	2,31	1,85	-10%
DPA €/acc.	1,34	1,34	1,34	1,34	0%
Rentab. Div	3,4%	4,0%	4,0%	4,0%	
Deuda Bruta	265	200	54	-41	
DB/PN	60%	39%	10%	-7%	
Caja Neta (2)	172	266	319	369	
PER	15,5 x	13,2 x	14,5 x	18,1 x	
EV/Ventas	0,3 x	0,3 x	0,4 x	0,5 x	
EV/EBITDA	7,8 x	7,5 x	8,4 x	10,6 x	
ROE	32%	28%	23%	17%	

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

(2) Caja neta que excluye los adelantos de clientes. Calculado como DFN+Capital circulante neto.

Cotización Técnicas Reunidas vs Ibex-35



Técnicas Reunidas

35,68 €

Neutral

Revisamos el Precio Objetivo desde 41,1€ hasta 35,7€ como consecuencia de una peor evolución en la entrada de pedidos. Dicho objetivo supone un potencial de revalorización de +7% insuficiente para mantener la recomendación de Comprar por lo que la revisamos hasta Neutral.

La compañía ha presentado hoy sus cuentas del 1S'17 cuyas principales cifras son: Ingresos 2.628M€ (+14%); EBITDA 117M€ (+14%), EBIT 105M€ (+13%); BNA 67M€ (+1%), BPA 1,06 vs 1,25€ estimado por el consenso de Bloomberg.

Los ingresos aumentan notablemente gracias a la ejecución de los contratos adjudicados en el pasado. El margen EBIT se mantiene en el 4% pero el beneficio apenas aumenta +1% y no bate las estimaciones. El BNA se ha visto afectado por la depreciación del dólar frente al euro con un impacto de -8M€ en el trimestre. Además, el tipo efectivo del Impuesto de Sociedades sube respecto al 1S'16 (de 27% a 29%).

Por otro lado, la situación de caja neta se deteriora hasta 225M€ vs 413M€ el trimestre pasado y 521M€ hace un año. El descenso se explica por el incremento del fondo de maniobra en proyectos de Oriente Medio y sería algo coyuntural.

En cualquier caso, el aspecto más negativo es la evolución de la cartera.

En nuestro anterior informe señalábamos que vigilaríamos el ritmo de adjudicaciones y éste se ha ralentizado, lo que nos ha llevado a revisar nuestras estimaciones a la baja. El proyecto de Unidades Auxiliares de Talara se ha re-ofertado y, aunque seguramente lo consiga Técnicas, probablemente no se adjudique hasta 2018.

Dicho esto, hay varios proyectos importantes a la vista por lo que seguramente la segunda mitad de año será intensa en adjudicaciones. Aun así, ya no pensamos que la compañía vaya a ser capaz de mantener la cartera de pedidos en el nivel de cierre de 2016.

Técnicas Reunidas admite que se están aplazando proyectos tanto en Sudamérica como en Oriente Medio (entendemos que por la volatilidad del precio del crudo), lo que es un sesgo a peor respecto al diagnóstico del trimestre pasado cuando se hablaba de que la actividad comercial estaba siendo fuerte tanto en Oriente Medio como en Latinoamérica y el Sudeste Asiático.

Con la revisión a la baja de la entrada de pedidos la cifra de ventas de los próximos años se reduce, lo que nos conduce a un Precio Objetivo inferior, de 35,7€/acción.

En definitiva, la ralentización en la entrada de órdenes no hace ser más cautos respecto a nuestra visión de la compañía a pesar de la solidez de sus márgenes y una rentabilidad por dividendo del 4%.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Eva del Barrio (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Jesús Amador Rafael Alonso Ramón Carrasco Ana Achau (Asesoramiento)

Ana de Castro Belén San José Esther G. de la Torre Aránzazu Bueno Joao Pisco 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	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	TAMI'15/21
Adjudicaciones	4.499	6.662	2.922	2.738	5.000	5.000	5.500	5.500	
Cartera de órdenes	8.412	12.136	10.582	8.370	8.859	10.320	11.864	12.515	
Ingresos	3.149	4.188	4.793	4.950	4.511	3.539	3.956	4.849	2%
Costes	2.980	4.083	4.582	4.730	4.313	3.382	3.771	4.620	
EBITDA	170	105	211	220	198	157	185	229	14%
Margen EBITDA	5,4%	2,5%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,7%	4,7%	
EBIT	158	86	192	200	179	140	167	209	16%
Margen EBIT	5,0%	2,1%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,2%	4,3%	
BAI	166	82	193	196	178	142	171	214	17%
BNA	135	60	140	142	129	103	124	155	
BPA	2,41	1,08	2,51	2,54	2,31	1,85	2,22	2,78	17%

Balance (M€)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	TAMI'15/21
Caja	692	772	752	804	733	643	717	878	
Activo circulante	1.519	2.496	2.514	2.380	2.180	1.685	1.935	2.342	
Inmovilizado	128	135	83	99	112	121	131	147	
Otros	100	210	250	203	187	151	172	208	
Total Activo	2.439	3.613	3.599	3.486	3.213	2.600	2.954	3.575	0%
Pasivo circulante	1.847	2.915	2.829	2.719	2.540	1.999	2.233	2.646	
Provisiones	37	31	35	30	28	22	26	31	
Deuda Financiera	28	240	265	200	54	-41	14	139	
Otros	71	30	29	29	29	29	29	29	
Patrimonio neto	456	398	442	509	562	591	653	730	
Total Pasivo	2.439	3.613	3.599	3.486	3.213	2.600	2.954	3.575	

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (M€)

	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	Valor R
+BNA	142	129	103	124	155	
+Amortizaciones	20	19	17	18	20	
+Gastos Financieros* (1-T)	2	1	(2)	(3)	(4)	
- Inversión en activo fijo	(36)	(33)	(26)	(29)	(35)	
- Inversión en circulante	23	22	(46)	(15)	5	
= CFL Operativo	151	138	47	95	141	2.070

EV	1.783					WACC 9,1%
+ Caja neta	172					g 1,5%
+Autocartera	74					Nº acciones (M) 55,90
-Minoritarios y provisiones	(35)					
EqV	1.994					PER'17e implícito
Precio objetivo	35,7 €/acción					14,1 x
						EV/EBITDA'17 implícito
						8,1 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	7,1%	42,6	43,7	44,8	46,0	47,3	48,7	50,2	51,8	53,5
	medio	7,6%	39,7	40,6	41,6	42,6	43,7	44,8	46,0	47,4
de los	8,1%	37,3	38,0	38,8	39,7	40,6	41,6	42,6	43,7	44,8
	Recursos	8,6%	35,1	35,8	36,5	37,2	38,0	38,8	39,6	40,6
(WACC)	9,1%	33,2	33,8	34,4	35,0	35,7	36,4	37,1	37,9	38,7
	9,6%	31,5	32,0	32,5	33,1	33,7	34,3	34,9	35,6	36,3
	10,1%	30,0	30,5	30,9	31,4	31,9	32,4	33,0	33,6	34,2
	10,6%	28,7	29,1	29,5	29,9	30,3	30,8	31,3	31,8	32,3
	11,1%	27,4	27,8	28,2	28,5	28,9	29,3	29,8	30,2	30,7

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 Ana Achau (Asesoramiento)

Avda. Bruselas 14

Ana de Castro Belén San José Esther G. de la Torre Aránzazu Bueno Joao Pisco 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.