

Cartera en máximos históricos pero poca visibilidad en márgenes y concentración geográfica.

Técnicas Reunidas

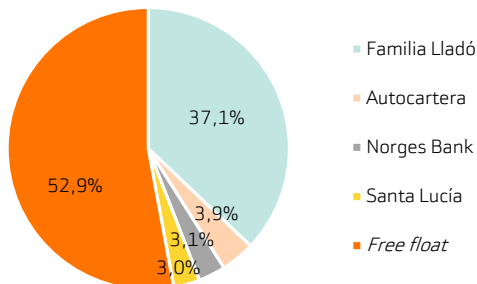
Recomendación: Mantener
Analista: Pilar Aranda

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €):	1.246 M€
Último:	22,30 €/acc.
Nº Acciones	56 M acc.
Max / Min (52 sem):	29,7/20,2€
Cód. Reuters / Bloomberg:	TRE.MC / TRE SM

Técnicas Reunidas disfruta de una cartera de pedidos en máximos históricos y de un sector que parece haber dejado atrás la fuerte crisis sufrida en los últimos años. Sin embargo, los márgenes continúan muy ajustados y éste es el principal foco de incertidumbre a medio plazo. Además la volatilidad en el precio del petróleo y la poca diversificación en su cartera (86% procede de Oriente Medio) nos lleva a mantener nuestra recomendación en Neutral y reducir el Precio Objetivo a 25,1€ desde 28,5€ anterior (potencial +12%).-

Datos Básicos (mercado). Accionariado



Principales cifras 1S'19

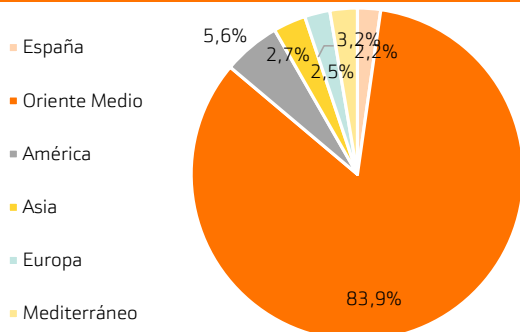
	1S19	2S18	% Var.
Cartera Pedidos	8.781	9.027	-3,0%
Ingresos	2.217	2.259	-1,9%
Ebitda	46,4	25,5	82,0%
Margen Ebitda	2,1%	1,1%	
Ebit	27,4	17,1	60,2%
Margen Ebit	1,2%	0,8%	
Beneficio Neto	13,6	6,9	97,1%
Posición Neta de Tesorería	250,1	206,9	20,9%

Análisis de Resultados: Técnicas Reunidas ha presentado sus cuentas 1S19 y han sorprendido al alza. Principales cifras: Ingresos 2.217M€ (-2% a/a); Ebitda 46,4M€ (+82% a/a); Ebit 27,4M€ (+60% a/a); BN 13,6M€ (+97% a/a). También ligera mejora en términos de márgenes: el margen Ebitda aumenta hasta 2,1% desde 1,1% y el margen Ebit hasta 1,2% desde +0,8%. Estas cifras están distorsionadas por la aplicación de la nueva norma de información financiera IFRS 16: tuvo un impacto positivo de 12,8M€ en Ebitda, una disminución en BNA de 0,3M€ y un incremento de los activos de 48M€. La posición de caja neta pasa a 250M€ (vs 258M€ en diciembre de 2018). La cartera de pedidos cerró el semestre en 8.781M€, aunque en el mes de julio alcanzó los 11.472M€.

La principal fortaleza sigue siendo la cartera de pedidos.-

Se encuentra en niveles máximos y previsiblemente la tendencia es de aumento progresivo. Los ascensos vividos en el precio del petróleo este año fomentarán inversiones en el sector, paralizadas en los últimos años, lo que debería favorecer la contratación. Como referencia solo en el mes de julio firmó un contrato por 3.000M\$ de gas para Saudi Aramco y un contrato de 1.500M\$ de ingeniería, aprovisionamientos y construcción para ExxonMobile en Singapur. Puede hacer frente a estos contratos si tenemos en cuenta que no realiza inversiones en los proyectos. Además cuenta con un balance saneado y caja neta positiva.

Desglose geográfico de Ingresos



La evolución de los márgenes y la concentración de la cartera como principales riesgos.-

Aunque lo peor parece haber quedado atrás, todavía existe reducida visibilidad en cuanto a su recuperación. Lo razonable sería ver niveles cercanos a 4% en los próximos años, pero no es algo que sucederá de manera inmediata. Los proyectos de Técnicas Reunidas se dividen en tres fases: ingeniería, compras y construcción. La fase de compras es la que más contribución realiza a los márgenes y ahora mismo es una parte reducida de la cartera, de manera que habrá que esperar a tener una mayor contribución.

Principales ratios

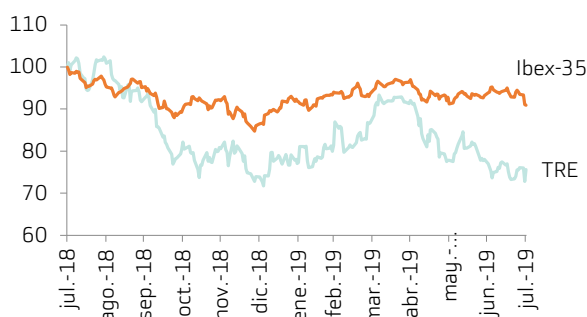
	2018r.	2019e.	2020e.
PER	121	35	13
BPA (€/acc.)	0,2	0,6	1,7
DPA (€/acc.)	0,0	0,0	1,1
Rent. Divid.	0%	0%	5%
ROE	3%	9%	22%

Por otro lado, Técnicas ha conseguido posicionarse muy positivamente en Arabia Saudí y ha realizado durante muchos años varios proyectos para Saudi Aramco. Sin embargo su presencia en Oriente Medio supone, bajo nuestro punto de vista, un riesgo geográfico. Como referencia los ingresos en Oriente Medio ha pasado del 67% en 2016 al 84% actualmente.

Conclusión.-

Técnicas Reunidas afronta un escenario más benigno que meses atrás, con una cartera de pedidos en máximos e inmersa en un sector que comienza a dar visos de recuperación. Además la fortaleza de su balance y una cada vez mayor conversión de la cartera de pedidos permitirá, estimamos, retomar el dividendo el año próximo.

Comparativa con Ibex-35 (últimos 12 meses)



A pesar de ello, mantenemos nuestra recomendación en Neutral. La reducida visibilidad en la recuperación de sus márgenes, la volatilidad en el precio del petróleo y una cartera poco diversificada nos hacen ser muy cautos con nuestra recomendación.

Síntesis de Valoración.

Adoptamos una actitud conservadora en la valoración y estimamos que no alcanzará el 4% en margen Ebitda, al menos hasta 2020. Momento en el que se convertirá parte de la cartera y podrá obtener mayor margen. Esto permitirá una mejora sustancial en términos de beneficios. Estimamos una prima de riesgo de 14%, por la elevada presencia en Oriente Medio y la reducida visibilidad en márgenes y una prima adicional por sector. Esto deriva en una WACC (coste promedio ponderado del capital) de 8,7%.

Cifras en millones de euros

Resumen Cuenta de Pérdidas y Ganancias

	2016r	2017r	2018r	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	TAMI (*) 18/23
Cartera de Pedidos	10.582	9.870	9.870	10.500	10.658	10.817	10.980	11.144	2%
Ingresos	4.797	5.070	4.403	4.620	4.689	4.760	4.776	4.848	2%
<i>Ratio de conversión</i>	<i>45,3%</i>	<i>51,4%</i>	<i>44,6%</i>	<i>44,0%</i>	<i>44,0%</i>	<i>44,0%</i>	<i>43,5%</i>	<i>43,5%</i>	
Aprovisionamientos	(3.407)	(4.051)	(3.437)	(3.606)	(3.564)	(3.617)	(3.630)	(3.684)	1%
Costes de Personal	(576)	(582)	(584)	(596)	(608)	(620)	(632)	(645)	2%
Otros gastos de explotación	(603)	(315)	(322)	(323)	(328)	(333)	(334)	(339)	1%
EBITDA	211	122	61	95	189	189	180	179	24%
<i>Margen Ebitda</i>	<i>4,4%</i>	<i>2,4%</i>	<i>1,4%</i>	<i>2,1%</i>	<i>4,0%</i>	<i>4,0%</i>	<i>3,8%</i>	<i>3,7%</i>	
Amortización	(19)	(22)	(19)	(25)	(24)	(24)	(24)	(24)	5%
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	192	100	42	70	165	165	155	155	30%
Resultado Financiero	4	(7)	(19)	(11)	(10)	(6)	(7)	(8)	n.a.
Resultado puesta en equivalencia	(3)	(2)	(1)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	11%
BAI	193	91	22	57	154	158	147	145	46%
Impuestos ordinarios & otros	(64)	(32)	(10)	(22)	(59)	(60)	(56)	(56)	40%
Beneficio del ejercicio	129	59	12	35	95	97	91	90	50%
BENEFICIO POR ACCIÓN	2,31	1,06	0,21	0,63	1,70	1,74	1,62	1,61	50%

Resumen Balance de Situación

	2016r	2017r	2018r	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	TAMI (*) 18/23
TOTAL ACTIVO	3.599	3.886	3.725	3.955	4.037	4.221	4.388	4.616	4%
Activo No corriente	333	338	515	462	463	464	465	467	-2%
Inmovilizado Material e Inmaterial	70	50	91	89	89	88	88	88	-1%
Inversiones en Asociados	13	13	13	13	14	14	15	16	4%
Impuestos Diferidos	226	255	319	267	267	267	267	267	-4%
Otros Activos No Corrientes	25	20	92	92	94	95	96	97	1%
Activo Corriente	3.266	3.548	3.210	3.493	3.574	3.757	3.923	4.148	5,3%
Existencias	17	18	23	18	18	18	18	18	-4%
Deudores	2.406	2.786	2.422	2.567	2.678	2.668	2.702	2.730	2%
Otros Activos Corrientes	91	107	20	68	69	70	71	72	29%
Efectivo	752	637	746	840	810	1.000	1.132	1.328	12%
PATRIMONIO NETO	442	463	359	394	427	476	526	584	10%
Pasivos No Corrientes	184	137	447	500	578	668	774	897	15%
Deuda Financiera	155	92	389	454	531	621	726	849	17%
Otros Pasivos No Corrientes	29	45	58	46	47	48	48	48	-4%
Pasivos Corrientes	2.974	3.286	2.919	3.061	3.032	3.077	3.089	3.135	1%
Provisiones	35	43	40	39	39	39	39	39	0%
Deuda Financiera	109	314	99	105	107	108	110	111	2%
Proveedores	2.571	2.796	2.654	2.778	2.746	2.787	2.797	2.838	1%
Otros pasivos corrientes	259	133	126	139	141	143	143	145	3%
TOTAL PATRIMONIO Y PASIVO	3.599	3.886	3.725	3.955	4.037	4.221	4.388	4.616	4%

(*) TAMI: Tasa Media Anual de Incremento.

Nota Compañía

Valoración Descuento cash Flow Libre Operativo (Compañía)

	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Noplat (Ebit *(1-T))	43	102	102	96	96
(+) Amortizaciones	25	24	24	24	24
(-) Inversiones	(23)	(23)	(24)	(24)	(24)
(+/-) Variación fondo de maniobra	(53)	(141)	51	(24)	15
Flujo de Caja Libre	(8)	(39)	154	72	110
Valor Residual					1.447
Valor Presente del Flujo	(8)	(39)	154	72	1.557

Método de valoración:
Fijamos un precio objetivo de **25,1€/acc.**, empleando para ello el método de descuento de flujos de caja libre operativos.

El análisis ha sido realizado bajo las hipótesis señaladas e implica un potencial para el valor de +12%.

Hipótesis de Valoración

WACC	8,7%
Coste del Equity	16,4%
Tasa Libre de Riesgo	1,0%
Beta	1,1
Prima de Riesgo	14,0%
Coste de Deuda	1,0%
G (crecimiento a perpetuidad)	1,0%

Valor Empresa

Deuda Financiera Neta	-258
Minoritarios en Balance	14
Equity Value	1.401
Nº Acciones	55.896.000
Valor Acción	25,1
Cotización	22,3
Potencial	12%

Matriz de Sensibilidad al Precio Objetivo

Crecimiento sostenible esperado (g)

		Crecimiento Sostenible Esperado (g)						
		0,7%	0,8%	0,9%	1,0%	1,1%	1,2%	1,3%
WACC (coste promedio ponderado del capital)	8,4%	25,3	25,5	25,8	26,1	26,3	26,6	26,9
	8,5%	25,0	25,2	25,5	25,7	26,0	26,2	26,5
	8,6%	24,7	24,9	25,1	25,4	25,6	25,9	26,2
	8,7%	24,4	24,6	24,8	25,1	25,3	25,6	25,8
	8,8%	24,1	24,3	24,5	24,8	25,0	25,2	25,5
	8,9%	23,8	24,0	24,2	24,5	24,7	24,9	25,2
	9,0%	23,5	23,7	23,9	24,2	24,4	24,6	24,8

Valoración por Múltiplos Comparables

	Capitalización (Bn€)	PER19	ROE	Mg Ebitda	EV/Ebitda	DVD Yield
Técnicas Reunidas	1,3	35,5	3%	1,4%	19,0	0,0%
Maire Tecnimont	0,7	6,3	34,4%	6,6%	5,2	3,7%
Technip	10,0	17,2	n.d.	n.d.	6,3	1,6%
Samsung Engineering	2,1	10,0	14,4%	n.d.	6,8	0,9%
Saipem	4,2	32,4	n.d.	9,7%	5,1	0,0%
JGC	2,7	15,5	6,0%	4,9%	7,5	1,9%
Petrofac	1,5	5,7	7,9%	5,2%	3,4	7,7%
Daewoo Ingeniería y Construcción	0,1	5,8	10,9%	n.d.	5,6	0%
Promedio	2,8	16,0	0,1	0,1	7,4	3,2%

Fuentes: Bloomberg y Análisis Bankinter

Todos nuestros informes disponibles en:
<https://bankinter.com/broker/analisis>
www.bankinter.com

<https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>

Avda. de Bruselas, 14
28108 Alcobendas, Madrid