

*Cartera en máximos históricos pero poca visibilidad en márgenes y caída del precio de crudo.*

## Técnicas Reunidas

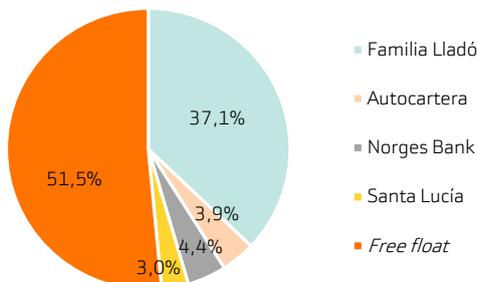
Recomendación: Mantener

Analista: Pilar Aranda

### Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €):	1.135 M€
Último:	20,30 €/acc.
Nº Acciones	55,9 M acc.
Max / Min (52 sem):	27,4/19,6€
Cód. Reuters / Bloomberg:	TRE.MC / TRE SM

### Datos Básicos (mercado). Accionariado

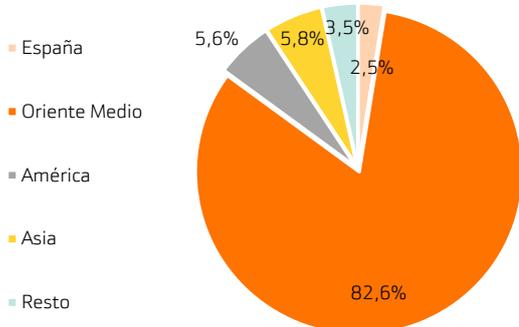


*Técnicas Reunidas disfruta de una cartera de pedidos en máximos históricos y de un balance saneado, que incluye caja neta positiva. Sin embargo, los márgenes continúan siendo ajustados y éste es el principal foco de incertidumbre a medio plazo. Además la reducida visibilidad en la recuperación del precio del petróleo y del gas y la escasa diversificación de su negocio (focalizado en Oriente Medio), nos lleva a elevar la cautela. En este contexto, reducimos Precio Objetivo hasta 23,8€/acc. desde 25,1€/acc. y mantenemos recomendación en Neutral (potencial +17%).*

### Principales cifras 2019

	FY19	FY18	% Var.
<b>Cartera Pedidos</b>	<b>10.026</b>	<b>8.981</b>	<b>11,6%</b>
<b>Ingresos</b>	<b>4.699</b>	<b>4.396</b>	<b>7%</b>
<b>Ebitda</b>	<b>110,2</b>	<b>61,1</b>	<b>80%</b>
Margen Ebitda	2,3%	1,4%	
<b>Ebit</b>	<b>68,2</b>	<b>42,1</b>	<b>62%</b>
Margen Ebit	1,5%	1,0%	
<b>Beneficio Neto</b>	<b>39,4</b>	<b>14,4</b>	<b>174%</b>
Posición Neta de Tesorería	371,0	258,0	44%

### Desglose geográfico de Ingresos



### Principales ratios

	2019r.	2020e.	2020e.
PER	n.a.	21	19
BPA (€/acc.)	-0,2	1,0	1,1
DPA (€/acc.)	0,0	0,6	0,6
Rent. Divid.	0%	2,6%	2,7%
ROE	n.a.	15%	16%

### Comparativa con Ibex-35 (últimos 12 meses)



Fuentes: Bloomberg y Análisis Bankinter

Todos nuestros informes disponibles en:  
<https://bankinter.com/broker/analisis>  
[www.bankinter.com](http://www.bankinter.com)

### Análisis de Resultados: Técnicas Reunidas ha presentado sus cuentas 2019 y han sorprendido al alza. Principales cifras: Ingresos 4.699M€ (+7% a/a); EBITDA 110M€ (+80% a/a); EBIT 68,2M€ (+62% a/a); BN -10M€ vs 14,4M€ en 2018) por el alza de provisiones (65,8M€: 55,4M€ como provisión de ajuste fiscal, 9,1M€ en intereses y plusvalías por venta de activos no estratégicos de 15,8M€). También ligera mejora en términos de márgenes: el margen EBITDA aumenta hasta 2,3% desde 1,4% y el margen EBIT hasta 1,5% desde 1,0%. Estas cifras están distorsionadas por la aplicación de la norma de información financiera IFRS 16: tuvo un impacto positivo de 28,5M€ en Ebitda, una disminución en BNA de -0,6M€ y un incremento de los activos de 42,5M€. La posición de caja neta pasa a 371M€ (vs 258M€ en diciembre de 2018). La cartera de pedidos cerró el año en 10.026M€, máximo histórico (vs 8.981M€ en 2018).

*La principal fortaleza es la cartera de pedidos, pero también su balance.-*  
 La cartera de pedidos alcanza un máximo histórico. Además comienza bien el año con los proyectos de Sonatrach en Argelia por 2.000M\$ y Canadá Kuwait Petrochemical Corporation. 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. Por otra parte, tiene una base accionarial estable (la familia fundadora es propietaria del 37%) y de clientes sólida, algunos ejemplos son Aramco o Exxon.

*Pero el valor está en mínimos y existe reducida visibilidad en cuanto a su recuperación.-*

A pesar de una cartera de pedidos en máximos históricos, la acción se encuentra en mínimos de diez años. Esto se explica por tres motivos principales: **(i) Márgenes:** 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 supone una parte reducida de la cartera. Además probablemente ha tenido que sacrificar márgenes por elevar su presencia en determinadas geografías. **(ii) Petróleo y Gas:** los precios caen con fuerza en lo que llevamos de año (Brent -20%) y no existe visibilidad en cuanto a su recuperación. Esto lastra el valor por la elevada vinculación que existe entre la acción y el precio del crudo y porque las compañías petroleras reducen las inversiones futuras en infraestructuras de petróleo. El aumento de producción en EE.UU. y el menor consumo global, particularmente de China (principal consumidor mundial), por Coronavirus, impactan directamente. **(iii) Reducida diversificación:** su negocio está focalizado en Petróleo y Gas y poco distribuido geográficamente, sin apenas presencia en el área de energías limpias.

*Conclusión.-*

Técnicas Reunidas disfruta de una cartera en máximos históricos, fortaleza de su balance y una sólida base de clientes. A pesar de ello, mantenemos nuestra recomendación en Neutral. La reducida visibilidad en la recuperación de sus márgenes, la caída del precio del petróleo y gas y una cartera de pedidos poco diversificada nos hacen ser muy cautos con nuestra recomendación.

*Síntesis de Valoración.-*

Adoptamos una actitud conservadora en la valoración y estimamos que el margen Ebitda se situará algo por debajo del 3%, lejos del 4% de años previos (2016). Estimamos una prima de riesgo de 9%, 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%.

*Síntesis de Valoración.-*

Adoptamos una actitud conservadora en la valoración y estimamos que el margen Ebitda se situará algo por debajo del 3%, lejos del 4% de años previos (2016). Estimamos una prima de riesgo de 9%, 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

	2017r	2018r	2019r	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	TAMI (*) 19/24
<b>Cartera de Pedidos</b>	<b>9.870</b>	<b>8.981</b>	<b>10.026</b>	<b>10.176</b>	<b>10.329</b>	<b>10.484</b>	<b>10.641</b>	<b>10.801</b>	<b>1%</b>
<b>Ingresos</b>	<b>5.070</b>	<b>4.403</b>	<b>4.707</b>	<b>5.190</b>	<b>5.268</b>	<b>5.347</b>	<b>5.427</b>	<b>5.508</b>	<b>3%</b>
<i>Ratio de conversión</i>	<i>51,4%</i>	<i>49,0%</i>	<i>46,9%</i>	<i>51,0%</i>	<i>51,0%</i>	<i>51,0%</i>	<i>51,0%</i>	<i>51,0%</i>	
Aprovisionamientos	(4.051)	(3.437)	(3.680)	(4.054)	(4.109)	(4.165)	(4.217)	(4.275)	3%
Costes de Personal	(582)	(584)	(611)	(626)	(642)	(658)	(675)	(692)	3%
Otros gastos de explotación	(315)	(322)	(306)	(363)	(369)	(374)	(380)	(386)	5%
<b>EBITDA</b>	<b>122</b>	<b>61</b>	<b>110</b>	<b>147</b>	<b>148</b>	<b>149</b>	<b>156</b>	<b>157</b>	<b>7%</b>
<i>Margen Ebitda</i>	<i>2,4%</i>	<i>1,4%</i>	<i>2,3%</i>	<i>2,8%</i>	<i>2,8%</i>	<i>2,8%</i>	<i>2,9%</i>	<i>2,8%</i>	
Amortización	(22)	(19)	(42)	(40)	(33)	(28)	(24)	(22)	-12%
<b>RESULTADO DE EXPLOTACIÓN</b>	<b>100</b>	<b>42</b>	<b>68</b>	<b>107</b>	<b>115</b>	<b>121</b>	<b>131</b>	<b>135</b>	<b>15%</b>
Resultado Financiero	(7)	(19)	(13)	(19)	(19)	(19)	(20)	(20)	n.a.
Resultado puesta en equivalencia	(2)	(1)	0	(1)	(1)	(0)	(1)	(1)	n.a.
<b>BAI</b>	<b>91</b>	<b>22</b>	<b>56</b>	<b>87</b>	<b>96</b>	<b>102</b>	<b>111</b>	<b>115</b>	<b>15%</b>
Impuestos ordinarios & otros	(32)	(10)	(66)	(33)	(37)	(39)	(42)	(44)	-8%
<b>Beneficio del ejercicio</b>	<b>59</b>	<b>12</b>	<b>(10)</b>	<b>54</b>	<b>59</b>	<b>63</b>	<b>69</b>	<b>71</b>	<b>n.a.</b>
<b>BENEFICIO POR ACCIÓN</b>	<b>1,06</b>	<b>0,21</b>	<b>(0,18)</b>	<b>0,96</b>	<b>1,06</b>	<b>1,12</b>	<b>1,23</b>	<b>1,24</b>	<b>n.a.</b>

## Resumen Balance de Situación

	2017r	2018r	2019r	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	TAMI (*) 19/24
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>3.886</b>	<b>3.725</b>	<b>4.280</b>	<b>4.352</b>	<b>4.430</b>	<b>4.514</b>	<b>4.599</b>	<b>4.692</b>	<b>2%</b>
<b>Activo No corriente</b>	<b>338</b>	<b>515</b>	<b>632</b>	<b>571</b>	<b>552</b>	<b>539</b>	<b>529</b>	<b>523</b>	<b>-4%</b>
Inmovilizado Material e Inmaterial	50	91	149	122	103	88	78	70	-14%
Inversiones en Asociados	13	13	3	9	9	9	10	10	24%
Impuestos Diferidos	255	319	387	387	387	387	387	387	0%
Otros Activos No Corrientes	20	92	92	52	53	53	54	55	-10%
<b>Activo Corriente</b>	<b>3.548</b>	<b>3.210</b>	<b>3.649</b>	<b>3.781</b>	<b>3.878</b>	<b>3.975</b>	<b>4.070</b>	<b>4.169</b>	<b>3%</b>
Existencias	18	23	6	6	6	6	6	6	3%
Deudores	2.786	2.422	2.672	2.933	2.977	3.022	3.067	3.113	3%
Otros Activos Corrientes	107	20	18	20	20	21	21	21	3%
Efectivo	637	746	953	822	875	926	976	1.028	2%
<b>PATRIMONIO NETO</b>	<b>463</b>	<b>359</b>	<b>330</b>	<b>349</b>	<b>372</b>	<b>399</b>	<b>432</b>	<b>467</b>	<b>7%</b>
<b>Pasivos No Corrientes</b>	<b>137</b>	<b>447</b>	<b>389</b>	<b>386</b>	<b>392</b>	<b>398</b>	<b>404</b>	<b>410</b>	<b>1%</b>
Deuda Financiera	92	389	297	301	305	310	315	319	1%
Otros Pasivos No Corrientes	45	58	92	85	87	88	89	91	0%
<b>Pasivos Corrientes</b>	<b>3.286</b>	<b>2.919</b>	<b>3.562</b>	<b>3.617</b>	<b>3.666</b>	<b>3.716</b>	<b>3.763</b>	<b>3.815</b>	<b>1%</b>
Provisiones	43	40	34	37	37	37	37	37	1%
Deuda Financiera	314	99	286	290	294	299	303	308	1%
Proveedores	2.796	2.654	2.979	3.070	3.112	3.154	3.194	3.237	2%
Otros pasivos corrientes	133	126	263	219	223	226	229	233	-2%
<b>TOTAL PATRIMONIO Y PASIVO</b>	<b>3.886</b>	<b>3.725</b>	<b>4.280</b>	<b>4.352</b>	<b>4.430</b>	<b>4.514</b>	<b>4.599</b>	<b>4.692</b>	<b>2%</b>

(\*) TAMI: Tasa Media Anual de Incremento.

Todos nuestros informes disponibles en:  
<https://bankinter.com/broker/analisis>  
[www.bankinter.com](http://www.bankinter.com)

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

Avda. de Bruselas, 14  
 28108 Alcobendas, Madrid

Nota Compañía

Valoración Descuento cash Flow Libre Operativo (Compañía)

	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Ebit	107	115	121	131	135
Impuesto de Sociedades	(41)	(44)	(46)	(50)	(52)
Noplat (Ebit *(1-T))	66	71	75	81	83
(+) Amortizaciones	40	33	28	24	22
(-) Inversiones	(13)	(13)	(14)	(14)	(14)
(+/-) Variación fondo de maniobra	(218)	1	1	(3)	1
<b>Flujo de Caja Libre</b>	<b>(125)</b>	<b>91</b>	<b>90</b>	<b>88</b>	<b>92</b>
Valor Residual					1.204
<b>Valor Presente del Flujo</b>	<b>-125,4</b>	<b>91,2</b>	<b>90,2</b>	<b>88,4</b>	<b>1.295,5</b>

**Método de valoración:**  
Fijamos un precio objetivo de **23,8/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 +17%.

Hipótesis de Valoración

WACC	8,7%
Coste del Equity	8,7%
Tasa Libre de Riesgo	1,5%
Beta	0,8
Prima de Riesgo	9,0%
Coste de Deuda	1,0%
g (crecimiento a perpetuidad)	1,0%

Valor Empresa

<b>Valor Empresa</b>	<b>949</b>
Caja Neta	-371
Minoritarios en Balance	13
Equity Value	1.332
Nº Acciones	55.896.000
<b>Valor Acción</b>	<b>23,8</b>
Cotización	20,3
<b>Potencial</b>	<b>17%</b>

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%	24,0	24,2	24,4	24,7	24,9	25,1	25,3
	8,5%	23,8	24,0	24,2	24,4	24,6	24,8	25,0
	8,6%	23,5	23,7	23,9	24,1	24,3	24,5	24,7
	8,7%	23,3	23,4	23,6	<b>23,8</b>	24,0	24,2	24,5
	8,8%	23,0	23,2	23,4	23,6	23,8	24,0	24,2
	8,9%	22,8	23,0	23,1	23,3	23,5	23,7	23,9
	9,0%	22,5	22,7	22,9	23,1	23,3	23,4	23,6

Valoración por Múltiplos Comparables

	Capitalización (Bn€)	PER20	ROE 19	EV/Ebitd a 19	DVD Yield 19
Técnicas Reunidas	1,1	21,1	n.a	8,6	0,0%
Maire Tecnimont	0,7	6,9	31,0%	5,0	5,1%
Technip	5,8	10,5	n.a.	5,6	2,4%
Saipem	3,3	15,0	n.d.	4,9	0,0%
JGC	2,9	30,3	6,0%	8,5	1,9%
Petrofac	1,2	6,2	10,9%	4,4	7,5%
Daewoo Ingeniería y Construcción	1,3	5,4	n.a.	5,8	0%
<b>Promedio</b>	<b>2,3</b>	<b>13,6</b>	<b>16%</b>	<b>6,1</b>	<b>4,2%</b>

Fuentes: Bloomberg y Análisis Bankinter

Todos nuestros informes disponibles en:  
<https://bankinter.com/broker/analisis>  
[www.bankinter.com](http://www.bankinter.com)

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

Avda. de Bruselas, 14  
28108 Alcobendas, Madrid