

Sector: *Industrial*

Precio Objetivo: **4,3 €**

Recomendación: **Neutral**

Baja visibilidad en la recuperación de Mantenimiento. Buena posición de balance.

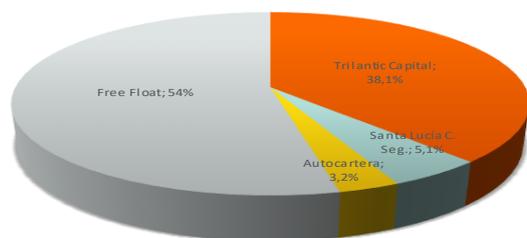
TALGO

Analista: Aránzazu Cortina

Datos Básicos

Capitalización (M €): 512 M€
 Último: 4,04 €/acc.
 Nº Acciones (M.): 127,0 M acc.
 Min / Max (52 sem): 3,8€/acc./6,3€/acc.
 Cód. Bloomberg / Reuters: TLGO SM / TLGO.MC

Accionariado



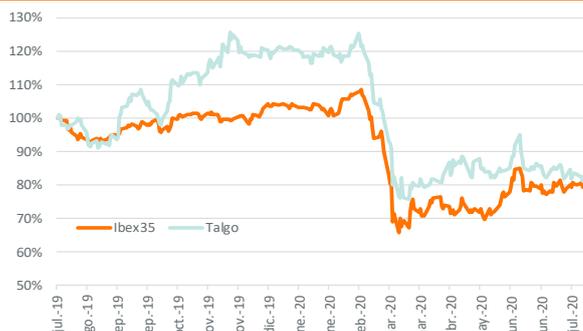
Ppales cifras y r.	2018r	2019r	2020e	2021e	TAMI ⁽¹⁾
Cartera de pedic	2.613	3.347	3.286	3.162	-2,8%
Ingresos	324	402	430	620	24,2%
EBITDA	58	68	37	85	11,8%
Mgn Ebitda	17,8%	17,0%	8,6%	13,8%	
EBIT	33	51	19	64	11,9%
BNA	18	39	6	39	0,9%
BPA (€/acc.)	0,13	0,28	0,05	0,32	6,4%
DPA (€/acc.)	0,00	0,00	0,00	0,00	-
Rentab. Dividen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
DFN	-82	-40	88	169	
DFN/EBITDA	-1,4x	-0,6x	2,4x	2,0x	
PER (x)	31,1	14,3	85,3	12,6	
EV/EBITDA (x)	9,5	8,1	15,8	7,8	

(1) Tasa Media Anual de Incremento (2019/21)

(M€)	1S19	1S20	Var (%)	Consenso* 1T20
Cartera de pedic	3.251	3.338	2,7%	-
Ingresos	167,8	216,6	29,1%	221,1
EBITDA Ajust.	31,0	14,7	-52,6%	29,4
BNA ajustado	14,8	-5,3	-135,8%	10,5

Datos en M€. (*) Consenso Reuters

Evolución respecto al Ibex35 (base 100)



Fuentes: Bloomberg, Reuters, propia compañía y Análisis Bankinter.

Mantenemos la recomendación Neutral y P. Obj: 4,3€/acc. que supone un nivel de EV/EBITDA de 8x y PER 13,6x 2021E. Los resultados del 1S20 han puesto de manifiesto un mayor impacto del esperado en márgenes derivado del Covid-19 (margen EBITDA ajustado del 6,8% en 1S20, lo que supone en torno al 0% en 2T20 estanco vs 13,1% en el 1T20 y 18,5% en 1S19), ante las paradas y retrasos en la actividad de Fabricación, pero sobre todo por la parada o menor actividad de Mantenimiento.

En este sentido, la principal incertidumbre reside, a corto y medio plazo, en la escasa visibilidad sobre el ritmo de recuperación de la actividad Mantenimiento, que será función de la flota en uso por parte de los operadores (en España c30%). La compañía no ha realizado perspectivas para el 2S20.

El lado positivo es la contención de costes, limitación de las inversiones, que les permite mantener una buena posición de balance y la liquidez disponible, con bajos vencimientos de deuda en 2S20 y 2021.

Hemos revisado nuestras estimaciones para reflejar un entorno más complejo en márgenes (8,6% margen EBITDA vs 12,8% est. anterior), pero menor proyección de DFN para el ejercicio (hasta 88M€ desde 142M€ est. anteriormente).

:: 1S20 márgenes más afectados de lo esperado, por Mantenimiento.

Principales cifras frente consenso Reuters: Ingresos 216,6€ (+29,1% a/a) vs 221,1M€ estimados; EBITDA ajustado de 14,7M€ (-52,6% a/a) vs 29,4M€ estimado y BNA ajustado de -5,7M€ (vs 14,0M€ en 1S19) vs 10,5M€ estimado.

El margen EBITDA ajustado bajó al 6,8% en el 1S20 desde el 13,1% del 1T20 y el 18,5% del mismo período el año pasado. Este descenso implica que en términos del 2T20 aislado el margen ha sido nulo vs 13,1% del 1T20. Este descenso se debe en parte a Fabricación (menor productividad, problemas de suministros y retrasos en los proyectos), pero fundamentalmente al descenso de la actividad de Mantenimiento. A corto plazo, mientras la actividad de Fabricación ha recuperado un nivel normalizado a finales de 2T20, la recuperación en Mantenimiento es más incierta según la propia compañía (en España la actividad está en torno al 30%, Kazajstán entre 25%-40% y A. Saudí suspendida) y dependerá del progreso en la recuperación de utilización de las flotas por parte de los operadores.

La nueva contratación ascendió a 142M€, sin cambios desde los 141M€ del 1T20 y 804M€ en el mismo período de 2019, lo que supone un book-to bill de 0,3x y sitúa la cartera de pedidos a 3.338M€ (1.200M€ de fabricación) desde 3.405 en 1T20.

:: Buena situación de balance (DFN/EBITDA 12M estimada 0,3x):

La deuda financiera neta aumentó en c.40M€ en el semestre, lo que todavía supone -0,4x DFN/EBITDA de últimos 12 meses, dato ajustado de la compañía (+0,3x DFN/EBITDA según nuestras estimaciones). Talgo ha adoptado medidas de control de costes, que se refleja también en la variación de circulante (añadido al menor nivel de actividad) y las inversiones se han limitado a 6,9M€ en el 1S20 (vs 40M€ estimados inicialmente para el año).

En términos de liquidez, la caja bruta asciende a 291M€ (con anticipos de 61 M€) y líneas de crédito por 145M€, frente a unos vencimientos de deuda a corto plazo de 9M€ en el 2S20 y 52M€ en 2021.

:: Mantenemos recomendación Neutral y P. Obj: 4,3€/acc.

La principal incertidumbre reside en el ritmo de recuperación de la actividad de Mantenimiento, que penaliza especialmente los márgenes y resultados. La propia compañía no ha emitido perspectivas para el 2020, por la falta de visibilidad en este aspecto, que depende de las flotas en servicio de los operadores.

Mantenemos nuestra opinión Neutral por dos aspectos: (i) la solidez de la cartera de pedidos, donde no esperamos cancelaciones; y (ii) la posición de liquidez de la compañía, con un apalancamiento limitado y bajos vencimientos de deuda en los próximos meses. Hemos revisado a la baja los márgenes para el 2020E (8,6% margen EBITDA 2020E vs 12,8% est. anterior), que se compensa con menor proyección de DFN (88M€ vs 142M€ est. anterior). Nuestra valoración supone un PER 2021E de 13,6x.

Todos nuestros informes disponibles en: <https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>

Avda. de Bruselas, 14

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

28108 Alcobendas, Madrid

www.bankinter.com

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

Cifras en millones de euros

TAMI: Tasa anual media de incremento.

Resumen de PyG	2018r	2019r	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI'19/25
Cartera de pedidos	2.613	3.347	3.286	3.162	2.863	2.629	2.415	2.188	-6,8%
Ingresos	324	402	430	620	699	616	564	577	6,2%
- Ferroviario est.	105	196	279	434	496	397	334	347	10,0%
- Mantenimiento est.	220	205	151	186	203	219	230	230	1,9%
EBITDA	58	68	37	85	99	90	82	83	3,4%
Mrgn. EBITDA (%)	17,8%	17,0%	8,6%	13,8%	14,2%	14,5%	14,4%	14,4%	
EBITDA Ajust.	66	73	42	93	106	95	87	88	3,2%
Mrgn. EBITDA Ajust. (%)	20,2%	18,2%	9,8%	15,0%	15,2%	15,4%	15,3%	15,3%	
EBIT	33	51	19	64	78	71	63	64	4,0%
Mrgn. EBIT (%)	10,1%	12,7%	4,5%	10,3%	11,2%	11,5%	11,1%	11,1%	
EBIT Ajust.	52	61	28	76	89	76	68	69	
Mrgn. EBIT Ajust. (%)	16,1%	15,1%	6,6%	12,2%	12,8%	12,3%	12,0%	12,0%	
BNA	18	39	6	39	50	45	39	40	0,7%
BNA Ajust.	27	40	15	51	61	50	44	45	

Resumen Balance	2018r	2019r	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI'19/25
Inmovilizado	242	250	273	271	269	269	269	270	1,2%
Existencias	85	130	142	268	275	171	178	182	5,8%
Deudores comerciales	190	165	266	457	431	318	257	267	8,3%
Otros activos corrientes	4	13	13	13	13	13	13	13	0,0%
Tesorería	384	326	197	152	186	351	389	428	4,7%
Total Activo	904	883	890	1.160	1.174	1.122	1.106	1.159	4,6%
Patrimonio Neto	328	292	287	326	376	420	459	500	9,4%
Deuda Financiera	302	285	285	321	319	302	302	302	0,9%
Provisiones	42	51	51	51	51	51	51	51	0,0%
Acreeedores comerciales	223	245	257	452	417	339	283	296	3,2%
Otros Pasivos	9	10	10	10	10	10	10	10	0,0%
Total Pasivo	904	883	890	1.160	1.173	1.122	1.106	1.158	4,6%

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (M€)

	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e		
+ EBIT	64	78	71	63	64	Método de Valoración: establecemos el Precio Objetivo en función del descuento del flujo de caja libre, bajo las hipótesis recogidas en las tablas adjuntas	
- Impuestos s/B° Operativo	(16)	(20)	(18)	(16)	(16)		
+ NOPAT	48	59	53	47	48		
+ Amortizaciones	21	21	19	19	19		
- Inversión en circulante	(122)	(15)	138	(1)	(1)		
- Inversión en activo fijo	(20)	(19)	(19)	(19)	(19)		
Flujo de Caja Libre	(73)	46	191	46	47		
EV	671		WACC 7,7%	Múltiplos implícitos en Obj.	2020E	2021E	
- DFN	88		g 1,0%		EV/EBITDA (x)	18,2	7,9
- Provisiones y Otros	51	Nº acc. (est. fin de año) (M): 122,9			PER (x)	91,5	13,6
+ Autocartera	0						
EqV	532						
Precio objetivo	4,3	€/acción					

Matriz de Sensibilidad del Precio Objetivo

		Tasa de crecimiento sostenido (%)								
		0,00%	0,25%	0,50%	0,75%	1,00%	1,25%	1,50%	1,75%	2,00%
Coste	6,7%	4,5	4,7	4,9	5,1	5,3	5,5	5,8	6,1	6,4
medio	7,0%	4,3	4,5	4,7	4,8	5,0	5,2	5,5	5,7	6,0
de los	7,2%	4,1	4,3	4,4	4,6	4,8	5,0	5,2	5,4	5,7
Recursos	7,5%	4,0	4,1	4,2	4,4	4,5	4,7	4,9	5,1	5,3
(WACC)	7,7%	3,8	3,9	4,0	4,2	4,3	4,5	4,7	4,9	5,1
	8,5%	3,3	3,4	3,5	3,7	3,8	3,9	4,0	4,2	4,3
	8,8%	3,2	3,3	3,4	3,5	3,6	3,7	3,8	4,0	4,1
	9,0%	3,1	3,2	3,3	3,4	3,5	3,6	3,7	3,8	3,9
	9,3%	3,0	3,0	3,1	3,2	3,3	3,4	3,5	3,6	3,8

Fuentes: Bloomberg, Reuters, propia Compañía y Análisis Bankinter

INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro <https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/anali>
- Las metodologías de valoración más frecuentes aplicadas en nuestro análisis de compañías son las siguientes (lista no exhaustiva): VAN FCF, Descuento de Dividendos, Neto Patrimonial, Ratios Comparables, Valor Neto Liquidativo, Warranted Equity Value y PER Teórico

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos

NOTAS DE COMPAÑÍAS

Todas nuestras notas están disponibles en: [Link a los informes de compañías](#)

EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada - Director	Aránzazu Cortina - Industriales
Rafael Alonso - Bancos	Juan Moreno - Inmobiliarias
Pilar Aranda - Petróleo	Pedro Echeguren - Farma & Salud
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos	Juan Tuesta - Construcción & Tecnología
Luis Piñas - Alimentación/Distribución	Ana de Castro - Analista
Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo	Aránzazu Bueno - Eléctricas
Eduardo Cabero - Seguros	Joao Pisco - Portugal
Rafael Diogo - Portugal	Susana André - Portugal, Assistant

Tel.: 912759421

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por todo el Equipo:

- Macroeconomía
- Estrategia de Inversión
- Bonos
- Divisas
- Fondos de Inversión
- ETFs
- Carteras Modelo de Fondos de Inversión y de Renta Variable