

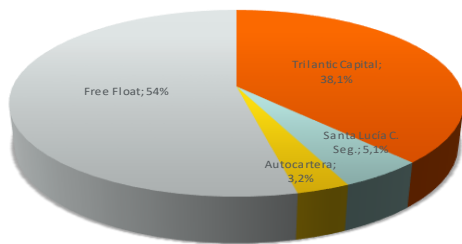
Sector: *Industrial*

Recuperación progresiva en Servicios de Mantenimiento, debilidad en adjudicaciones

Datos Básicos

Capitalización (M €): 562 M€
 Último: 4,43 €/acc.
 Evolución 2021: 7,0%
 N° Acciones (M.): 127,0 M acc.
 Min / Max (52 sem): 3,0€/acc./5,10€/acc.
 Cód. Bloomberg / Reuters: TLGO SM / TLGO.MC

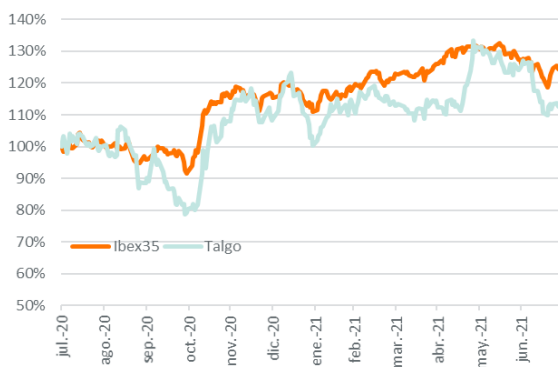
Accionariado



| Ppales cifras | 2019r | 2020r | 2021e | 2022e | TAMI ⁽¹⁾ |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|---------------------|
| Cartera de pedidos | 3.347 | 3.184 | 3.100 | 2.934 | -3,8% |
| Ingresos | 402 | 487 | 579 | 566 | 20,0% |
| EBITDA | 68 | 28 | 56 | 79 | -9,0% |
| Mgn Ebitda | 17,0% | 5,7% | 9,8% | 14,0% | |
| EBIT | 51 | -3 | 37 | 59 | -14,9% |
| BNA | 39 | -17 | 19 | 36 | -29,0% |
| BPA (€/acc.) | 0,28 | -0,13 | 0,16 | 0,29 | -25,6% |
| DPA (€/acc.) | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | - |
| Rentab. Divid | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | |
| DFN | -40 | 85 | 134 | 51 | |
| DFN/EBITDA | -0,6x | 3,0x | 2,4x | 0,6x | |
| PER (x) | 15,7 | -31,4 | 28,3 | 15,3 | |
| EV/EBITDA (x) | 8,9 | 22,5 | 12,1 | 7,5 | |

(1) Tasa Media Anual de Incremento (2020/22)

Evolución respecto al Ibex35 (base 100)



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

Precio Objetivo: 4,9 €
 Recomendación: Neutral
 Potencial: 9,9%
 Analista: Aránzazu Cortina

TALGO

Recomendación Neutral. P. Obj: 4,9€/acc. (dic-22). Las cifras del 1S 2021 y la revisión de los Objetivos del Grupo para 2021 muestran dos tendencias: **(1) Mejora en el margen EBITDA del Grupo**, derivado de la recuperación de los Servicios de Mantenimiento de flotas (actualmente se ha recuperado >85% del mantenimiento internacional y >65% nacional). Objetivo de margen 2021 se sitúa entre 11%/12% (revisado desde 10%/12%); **(2) Debilidad en la contratación** (el 2S 2021 prácticamente sin cambios respecto al 1T 2021). El objetivo de *book-to-bill* se sitúa entre 1x y 1,2x (desde >1,2x) en promedio 2020-21. La Deuda financiera se incrementa (a 67,8M€), si bien la compañía ha extendido los vencimientos de la deuda y cuenta con estructuras de financiación (como la del proyecto de DB) y líneas de crédito 125M€. **Mantenemos nuestras proyecciones que apuntan una tendencia de margen EBITDA del 11,1% en el año (vs 10,4% en el 1S 2021) y niveles en torno al 14,5%-15% en próximos ejercicios. Nuestra valoración implica un EV/EBITDA de 12,5x 2021 y 8,9x 2022e.** Talgo tiene previsto realizar en el segundo semestre un Plan Estratégico 2022-2026.

Progresiva mejora del margen EBITDA, pero debilidad en adjudicaciones. Principales cifras del 1S 2021 frente consenso de la compañía: Ingresos 293,3M€ (+35,4% a/a) vs 300,7M€ estimados; EBITDA ajustado de 30,5M€ (107,8%) vs 29,8M€ estimado y BNA de 10,2M€ (vs -5,7M€) vs 13M€ estimado. **El margen EBITDA se eleva al 10,2% en el 2T 2021 vs 9,1% 1T 2021**, a medida que se recuperan los servicios de mantenimiento de flotas, si bien en términos trimestrales todavía por debajo del margen del 12,2% 1T 2020, justo al inicio de la pandemia.

La cartera de pedidos asciende 3.131M€, frente a los 3.300M€ a mar-21, con una contratación similar en el semestre a la alcanzada en el 1T 2021 (238M€ en el semestre vs 233 en 1T 2021). Esta cifra se elevaría en 224M€ adicionales, si se incorporan los contratos adjudicados pendientes de firma.

La deuda financiera neta aumentó hasta 67,8M€, desde 48,1M€ (según datos de la compañía) a final de año, lo que supone mantenerse en **1,4x EBITDA ajustado** de los últimos 12M (c.98M€ según nuestras estimaciones). Además dispone de una estructura de financiación del proyecto de DB (hasta el 60% del valor del proyecto), que se utilizará a lo largo de la vida del proyecto, aunque la compañía no ha dado por el momento detalles sobre su utilización.

En cualquier caso, Talgo dispone de **líneas de liquidez por 125M€ adicionales**, ha reducido el coste financiero (a 1,04% vs 1,61%) y los vencimientos hasta finales de 2022 son escasos (11M€ en el 2S 2021 y 20M€ en 2022).

Objetivos 2021 actualizados: mejora el margen EBITDA ajustado entre 11% / 12% (desde 10%/12%), pero más incertidumbre en la contratación a corto plazo (se revisa a *Book-to-Bill* entre 1x y 1,2x en el período 2020-21 (frente al objetivo de >1,2x).

El objetivo de ejecución de cartera se ha mantenido entre 35%-37% de la cartera de pedidos entre 2021 y 2022 y el Capex estimado en cerca de 25M€. Además establece por primera vez el objetivo de DFN 2021 entre 1,2x y 1,5x EBITDA Ajustado.

Talgo elaborará un Plan Estratégico 2022-2026, que será aprobado en el segundo semestre y un nuevo Plan de Retribución al accionista para el 1S 2022.

Recomendación Neutral. P. Obj: 4,9€/acc. (dic-22) (desde 4,70€/acc.). Mantenemos nuestras proyecciones de progresiva recuperación del margen EBITDA ajustado, a medida que los Servicios de Mantenimiento recuperen la actividad normalizada (hasta 11,1% para el conjunto del año y estimamos un nivel en torno al 14,5%-15% en próximos ejercicios, cuyo nivel de estabilidad a medio plazo sigue siendo la principal incertidumbre). **Trasladamos nuestra valoración hasta 4,9€/acc. (dic-22)** (desde 4,60€/acc. ant.). Esta valoración supondría cotizar a un PER supone un múltiplo EV/EBITDA de 8,9x 2022. **Neutral.**

Cifras en millones de euros

TAMI: Tasa anual media de incremento.

| Resumen de PyG | 2019r | 2020r | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | TAMI'20/26 |
|--------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------------|
| Cartera de pedidos | 3.347 | 3.184 | 3.100 | 2.934 | 2.695 | 2.480 | 2.257 | 2.047 | -7,1% |
| Ingresos | 402 | 487 | 579 | 566 | 621 | 565 | 574 | 559 | 2,3% |
| - Ferroviario est. | 196 | 350 | 435 | 377 | 406 | 338 | 347 | 333 | -0,8% |
| - Mantenimiento est. | 205 | 137 | 144 | 189 | 215 | 227 | 227 | 227 | 8,7% |
| EBITDA | 68 | 28 | 56 | 79 | 90 | 81 | 81 | 77 | 18,3% |
| Mrgn. EBITDA (%) | 17,0% | 5,7% | 9,8% | 14,0% | 14,5% | 14,4% | 14,1% | 13,7% | |
| EBITDA Ajust. | 73 | 34 | 64 | 86 | 95 | 86 | 86 | 82 | 15,6% |
| Mrgn. EBITDA Ajust. (%) | 18,2% | 7,0% | 11,1% | 15,2% | 15,3% | 15,3% | 14,9% | 14,6% | |
| EBIT | 51 | -3 | 37 | 59 | 69 | 61 | 60 | 56 | - |
| Mrgn. EBIT (%) | 12,7% | -0,7% | 6,4% | 10,4% | 11,2% | 10,8% | 10,5% | 10,0% | |
| EBIT Ajust. | 61 | 16 | 49 | 70 | 74 | 66 | 65 | 61 | |
| Mrgn. EBIT Ajust. (%) | 15,1% | 3,4% | 8,4% | 12,3% | 12,0% | 11,6% | 11,3% | 10,9% | |
| BNA | 39 | -17 | 19 | 36 | 44 | 38 | 38 | 36 | - |
| BNA Ajust. | 40 | -7 | 31 | 47 | 49 | 43 | 43 | 41 | |

| Resumen Balance | 2019r | 2020r | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | TAMI'20/26 |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|
| Inmovilizado | 250 | 257 | 262 | 263 | 263 | 264 | 264 | 264 | 0,5% |
| Existencias | 130 | 145 | 125 | 124 | 136 | 124 | 126 | 123 | -2,8% |
| Deudores comerciales | 165 | 260 | 329 | 286 | 307 | 256 | 263 | 252 | -0,5% |
| Otros activos corrientes | 13 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 0,0% |
| Tesorería | 326 | 228 | 167 | 238 | 255 | 320 | 316 | 319 | 5,8% |
| Total Activo | 883 | 903 | 896 | 923 | 974 | 975 | 981 | 970 | 1,2% |
| Patrimonio Neto | 292 | 258 | 277 | 313 | 357 | 396 | 434 | 469 | 10,5% |
| Deuda Financiera | 285 | 313 | 301 | 289 | 272 | 266 | 233 | 201 | -7,2% |
| Provisiones | 51 | 56 | 56 | 56 | 56 | 56 | 56 | 56 | 0,0% |
| Acreeedores comerciales | 245 | 265 | 251 | 255 | 277 | 247 | 247 | 234 | -2,1% |
| Otros Pasivos | 10 | 11 | 11 | 11 | 11 | 11 | 11 | 10 | -1,6% |
| Total Pasivo | 883 | 903 | 896 | 923 | 974 | 976 | 981 | 969 | 1,2% |

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (M€)

| | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | Valor R |
|----------------------------|------------|-----------|-----------|-----------|-----------------|
| + EBIT | 69 | 61 | 60 | 56 | |
| - Impuestos s/B° Operativo | (17) | (15) | (15) | (14) | |
| + NOPAT | 52 | 46 | 45 | 42 | |
| + Amortizaciones | 21 | 21 | 21 | 21 | |
| - Inversión en circulante | (10) | 33 | (9) | 0 | |
| - Inversión en activo fijo | (21) | (21) | (21) | (21) | |
| Flujo de Caja Libre | 41 | 78 | 36 | 42 | 669 |
| EV | 707 | | | | |
| - DFN | 51 | | | | |
| - Prov. y otros | 56 | | | | |
| + Autocartera | 0 | | | | |
| EqV | 600 | | | | |
| Precio objetivo | 4,9 | | | | €/acción |

WACC 7,3%

Múltiplos implícitos en Obj. 2021E 2022E

EV/EBITDA (x) 12,5 8,9

PER (x) 30,9 16,8

Método de Valoración: establecemos el Precio Objetivo en función del descuento del flujo de caja libre, bajo las hipótesis recogidas en las tablas adjuntas.

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 | 6,3% | 5,0 | 5,2 | 5,4 | 5,6 | 5,9 | 6,1 | 6,4 | 6,8 | 7,1 |
| medio | 6,6% | 4,8 | 4,9 | 5,1 | 5,3 | 5,6 | 5,8 | 6,1 | 6,4 | 6,7 |
| de los | 6,8% | 4,6 | 4,7 | 4,9 | 5,1 | 5,3 | 5,5 | 5,8 | 6,1 | 6,4 |
| Recursos | 7,1% | 4,4 | 4,5 | 4,7 | 4,9 | 5,1 | 5,3 | 5,5 | 5,8 | 6,0 |
| (WACC) | 7,3% | 4,2 | 4,4 | 4,5 | 4,7 | 4,9 | 5,0 | 5,3 | 5,5 | 5,7 |
| | 8,5% | 3,6 | 3,7 | 3,8 | 3,9 | 4,0 | 4,2 | 4,3 | 4,5 | 4,6 |
| | 8,8% | 3,5 | 3,6 | 3,7 | 3,8 | 3,9 | 4,0 | 4,1 | 4,3 | 4,4 |
| | 9,0% | 3,4 | 3,4 | 3,5 | 3,6 | 3,8 | 3,9 | 4,0 | 4,1 | 4,3 |
| | 9,3% | 3,3 | 3,3 | 3,4 | 3,5 | 3,6 | 3,7 | 3,8 | 4,0 | 4,1 |

Fuentes: Bloomberg, Reuters, propia Compañía y Análisis Bankinter

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

Avda. de Bruselas, 14

28108 Alcobendas, Madrid

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

INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website: <https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>
- 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 COMPANIAS

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

EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada - Director
Rafael Alonso - Bancos
Pilar Aranda - Petróleo & Aerolíneas
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos & Media
Luis Piñas - Alimentación/Distribución
Aránzazu Bueno - Eléctricas
Filipe Aires - Portugal

Aránzazu Cortina - Industriales
Juan Moreno - Inmobiliarias & Hoteles
Pedro Echeguren - Farma & Salud
Juan Tuesta - Construcción & Tecnología
Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo y Telecom
Eduardo Cabero - Seguros
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