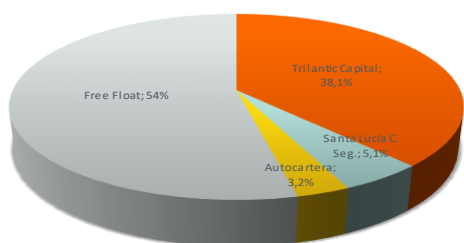


Sector: *Industrial**Servicios de Mantenimiento seguirá recuperándose progresivamente en 2021*

Datos Básicos

Capitalización (M €): 556 M€
 Último: 4,38 €/acc.
 Evolución 2021: 5,8%
 Nº Acciones (M.): 127,0 M acc.
 Min / Max (52 sem): 3,0€/acc./4,80€/acc.
 Cód. Bloomberg / Reuters: TLGO SM / TLGO.MC

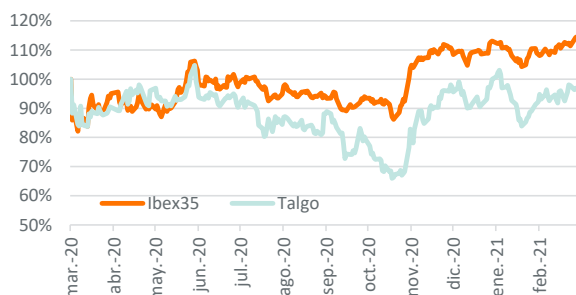
Accionariado



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	50	
DFN/EBITDA	-0,6x	3,0x	2,4x	0,6x	
PER (x)	15,5	-31,0	28,0	15,2	
EV/EBITDA (x)	8,8	22,3	12,0	7,4	

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

Evolución respecto al Ibex35 (base 100)



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

TALGO

Precio Objetivo: 4,70 €
 Recomendación: Neutral
 Potencial: 7,5%
 Analista: Aránzazu Cortina

Mantenemos la recomendación Neutral y P. Obj: 4,70€/acc (desde 4,30€/acc.). Las cifras de Talgo a finales de 2020 muestran una progresiva mejora de la actividad industrial, pero siguen marcadas especialmente por la menor actividad en Servicios de mantenimiento de flotas. El *guidance* para 2021 sobre el margen EBITDA ajustado apunta al 10%-12%, lo que pone de manifiesto la mejora desde 7% 2020, pero sigue estando alejado del nivel del 17% de 2019 (y nuestro 15% estimado anterior), ante la falta de normalización completa de la actividad de Servicios de Mantenimiento.

Nuestra recomendación se apoya en: (1) La expectativa de normalización de márgenes a partir de 2022e; (2) Una cartera de pedidos todavía elevada (3.184M€, 6,5x Ventas). El sector mantiene buenas perspectivas de licitaciones. 2020 ha sufrido retrasos lo que ha limitado el volumen de contrataciones (0,8x vs objetivo promedio 20-21 esperado por la compañía de 1,2x Ventas); (3) Desde un punto de vista financiero, a pesar del aumento de la deuda (+107M€ en el ejercicio), la compañía cuenta con líneas de liquidez, bajos vencimientos a corto plazo y la capacidad de financiación del proyecto de DB (hasta el 60% de su valor).

2020 impactado por las medidas de contención del Covid, especialmente en Servicios de Mantenimiento. Las principales cifras vs consenso (Reuters): Ingresos 487,1€ (+21,3% a/a) vs 469,9M€ estimados; EBITDA ajustado de 28M€ (-58,9%) vs 30,4M€ estimado y BNA de -17,4M€ (vs +38,49M€ en 2019) vs -2,0M€ estimado.

La contratación en 2020 fue débil 387M€ (vs 1.134M€ en 2019) 0,8x Ventas, debido a los retrasos en los procesos de licitación. Esto ha situado la cartera de pedidos en 3.184M€, frente a los 3.347M€ de 2019, aunque sigue suponiendo 6,5x Ventas.

La deuda financiera neta aumentó en 107M€ en el ejercicio, de caja neta a hasta 48M€ lo que supone 1,4x DFN/EBITDA ajustado, según datos de la compañía (c85M€ según nuestras estimaciones). En cualquier caso, la compañía dispone de líneas de liquidez por 150M€ adicionales, con vencimientos bajos en 2021-22 (41M€ y 15M€ respectivamente) además de la capacidad de financiación del proyecto de DB (hasta el 60% del valor del proyecto).

Los objetivos para 2021 contemplan un margen EBITDA ajustado entre 10%-12% y un Capex de 25M€. La compañía espera ejecutar entre 2021-2022 entre 35%-37% de la Cartera de Pedidos y alcanzar durante 2020-21 un *Book-to-bill* >1,2x (lo que supondría una contratación c1.000M€ este ejercicio). En términos de remuneración al accionista, se reacomodará el segundo tramo de amortización de acciones del Programa de recompra ejecutado (3,6M acc o 2,8% del capital).

Revisamos el margen EBITDA ajustado 2021e a la baja, pero mantenemos proyecciones medio plazo. Hemos revisado nuestras estimaciones de ingresos un -7% en 2021e y -18% 2022e para reflejar el menor volumen de contratación reciente y fundamentalmente revisamos el margen EBITDA ajustado para el año 2021e al 11,1% (desde el 15% ant.) para reflejar una evolución más lenta de la proyectada inicialmente en las actividades de Servicios de mantenimiento de flotas. Mantenemos en cambio, nuestras proyecciones a medio plazo de margen entre 15,1% y 15,3%.

Recomendación Neutral. P. Obj: 4,70€/acc. (desde 4,30€/acc.). El sector mantiene las perspectivas de licitaciones a futuro, si bien se está viendo afectado por los retrasos y muy especialmente por la falta de recuperación completa de la actividad de Mantenimiento de flotas. La incertidumbre sobre la velocidad de recuperación de ésta seguirá pesando sobre los márgenes en 2021, aunque continuará ganando visibilidad a medida que se avance en el proceso de vacunación. El WACC se ha reducido al 7,3% (desde 7,7% ant. principalmente por reducción de la prima de riesgo). Nuestra valoración, se revisada ligeramente hasta 4,60€/acc. (desde 4,3€/acc. ant.) y supone un múltiplo EV/EBITDA de 13,7x y 9,7x 2021x y 2022x. Mantenemos nuestra recomendación Neutral.

Cifras en millones de euros

TAMI: Tasa anual media de incremento.

Resumen de PyG	2018r	2019r	2020r	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI'20/25
Cartera de pedidos	2.613	3.347	3.184	3.100	2.934	2.695	2.480	2.257	-5,6%
Ingresos	324	402	487	579	566	621	565	574	2,8%
- Ferroviario est.	105	196	350	435	377	406	338	347	-0,1%
- Mantenimiento est.	220	205	137	144	189	215	227	227	8,7%
EBITDA	58	68	28	56	79	90	81	82	19,7%
Mrgn. EBITDA (%)	17,8%	17,0%	5,7%	9,8%	14,0%	14,5%	14,4%	14,4%	
EBITDA Ajust.	66	73	34	64	86	95	86	87	17,0%
Mrgn. EBITDA Ajust. (%)	20,2%	18,2%	7,0%	11,1%	15,2%	15,3%	15,3%	15,2%	
EBIT	33	51	-3	37	59	70	61	62	-
Mrgn. EBIT (%)	10,1%	12,7%	-0,7%	6,4%	10,4%	11,2%	10,8%	10,8%	
EBIT Ajust.	52	61	16	49	70	75	66	67	
Mrgn. EBIT Ajust. (%)	16,1%	15,1%	3,4%	8,4%	12,3%	12,0%	11,7%	11,7%	
BNA	18	39	-17	19	36	45	39	40	-
BNA Ajust.	27	40	-7	31	47	50	44	45	

Resumen Balance	2018r	2019r	2020r	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI'19/25
Inmovilizado	242	250	257	262	262	261	261	261	0,2%
Existencias	85	130	145	125	124	136	124	126	-2,4%
Deudores comerciales	190	165	260	329	286	307	256	263	0,2%
Otros activos corrientes	4	13	12	12	12	12	12	12	0,0%
Tesorería	384	326	228	167	239	257	326	332	6,4%
Total Activo	904	883	903	896	923	974	979	993	1,6%
Patrimonio Neto	328	292	258	277	313	357	396	436	9,1%
Deuda Financiera	302	285	313	301	289	272	266	233	-4,8%
Provisiones	42	51	56	56	56	56	56	56	0,0%
Acreedores comerciales	223	245	265	251	255	277	250	258	-0,5%
Otros Pasivos	9	10	11	11	11	11	11	10	-1,6%
Total Pasivo	904	883	903	896	923	974	979	992	1,6%

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (M€)

	2022e	2023e	2024e	2025e	Valor R
+ EBIT	59	70	61	62	
- Impuestos s/B° Operativo	(15)	(17)	(15)	(16)	
+ NOPAT	44	52	46	47	
+ Amortizaciones	21	20	20	20	
- Inversión en circulante	48	(10)	36	(1)	
- Inversión en activo fijo	(20)	(20)	(20)	(20)	
Flujo de Caja Libre	93	42	82	46	726
EV	771				
- DFN	134				
- Provisiones y Otros	56				
+ Autocartera	0				
EqV	581				
Precio objetivo	4,7				€/acción

WACC 7,3%

Múltiplos implícitos en Obj. 2021E 2022E

EV/EBITDA (x) 13,7 9,7

PER (x) 29,9 16,3

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

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 COMPAÑIAS

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

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