

Sector: *Industrial*

Fortaleza de la Cartera de Pedidos, aunque presión en márgenes

TALGO

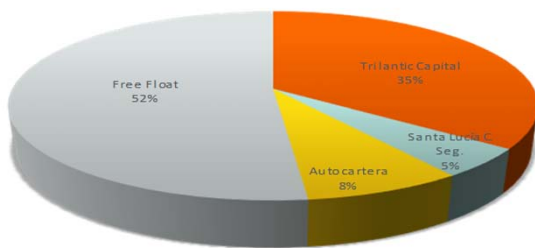
Precio Objetivo: 5,7 €
Recomendación: Neutral

Analista: Aránzazu Cortina

Datos Básicos

Capitalización (M €): 683 M€
Último: 5,00 €/acc.
Nº Acciones (M.): 136,5 M acc.
Min / Max (52 sem): 4,56€/acc./6,31€/acc.
Cód. Bloomberg / Reuters: TLGO SM / TLGO.MC

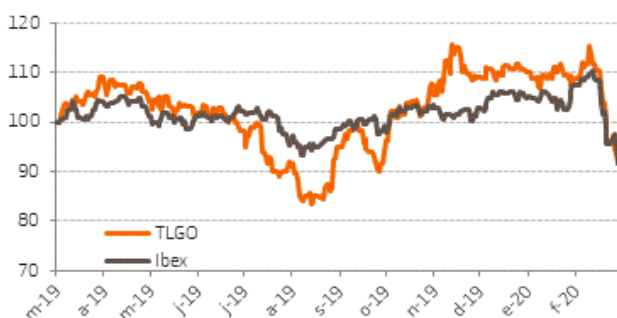
Accionariado



Ppales cifras y ra	2018r	2019r	2020e	2021e	TAMI ⁽¹⁾
Cartera de pedido	2.613	3.347	3.355	3.257	-1,4%
Ingresos	324	402	582	633	25,6%
EBITDA	58	68	91	97	19,1%
Mgn Ebitda	17,8%	17,0%	15,6%	15,2%	
EBIT	33	51	73	75	21,4%
Mgn Ebit	10,1%	12,7%	12,6%	11,9%	
BAI	24	43	63	66	
BNA	18	39	47	50	13,3%
BPA (€/acc.)	0,13	0,28	0,37	0,41	20,9%
DPA (€/acc.)	0,00	0,00	0,00	0,00	-
Rentab. Dividend	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
DFN	-82	-40	140	110	
DFN/EBITDA	-1,4x	-0,6x	1,5x	1,1x	
ROE	5,4%	12,4%	16,0%	15,2%	
PER (x)	38,6	17,7	13,4	12,1	
EV/Ventas (x)	2,10	1,70	1,37	1,20	
EV/EBITDA (x)	11,8	10,0	8,8	7,9	
EV/EBIT (x)	20,8	13,4	10,9	10,1	

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

Evolución respecto al Ibex35 (base 100)



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.

Recomendación Neutral con P. Objetivo 5,70€/acc, que supondría potencial del 14% y un EV/EBITDA implícito de 9,6x 2020E (desde 8,8x estimado actual).

La Cartera de Pedidos otorga a la compañía una **elevada visibilidad en los ingresos de los próximos años**. A finales de 2019, la Cartera ascendía a 3.347M€ (+28,5 a/a, de la cual el 36% fabricación), tras un elevado volumen de adjudicaciones en el año (1.134M€, 2,8x ventas).

Los **objetivos 2020** contemplan: (1) Ventas 2020-21 agregadas en torno al 35% de la Cartera; (2) Un margen EBITDA ajustado en torno al 16,5% (desde 18,1% en 2019 y 20,2% 2018) y ; (3) respecto al flujo de caja, estiman un uso eficiente de la caja, de cara al incremento esperado de actividad manufacturera.

Desde nuestro punto de vista **las claves en los próximos años** vendrán de: (1) **la evolución en márgenes** (nuestras estimaciones apuntan a 16,5% margen EBITDA ajustado 2020E y una tendencia hacia 15,2% a 2024E); y (2) **la gestión del circulante, ante el aumento de la actividad de fabricación**. La compañía cuenta con Caja Neta a finales de 2019 y nuestras estimaciones apuntan a una DFN/EBITDA 1,5x 2020E, ante el incremento de Capex previsto (40M€) y sobre todo, el aumento de financiación de proyectos.

La posición financiera también ha permitido que Talgo lleve ejecutado el **63% del Plan de recompra** de 100M€ (al cierre del 2019, un 8% del capital). **La primera amortización se espera para 1T20**, cuando alcance en torno al **9,5%**.

:: 2019 año de fuerte actividad comercial

La **fortaleza de la actividad comercial** ha sido el aspecto más positivo de los últimos meses. El elevado **volumen de adjudicaciones** en 2019 (1.134M€, 2,8x ventas), ha permitido elevar **la cartera de pedidos a 3.347M€** (+28% a/a), 36% de la cual es fabricación, 58% Mantenimiento y 6% Mantenimiento pesado o remodelación. Este volumen **dará visibilidad al crecimiento de ventas de próximos ejercicios**. De hecho, las guías contemplan ventas en torno al 35% de la cartera para el conjunto de 2020-21.

La compañía **cumplió con los objetivos** de alcanzar un **Book-to-bill promedio a 2 años superior a 1,3x** (que se situó finalmente en 1,8x tras la elevada contratación en 2019 vs 0,5x en 2018) **y de un margen EBITDA ajustado en torno al 18%** (finalmente 18,2%, desde 20,1% en 2018).

Sin embargo, la evolución de la caja fue algo inferior a la esperada (se estimaba ligero incremento), ante la decisión de iniciar la financiación internamente del proyecto de Alemania y los cobros pendientes de Arabia Saudí, trasladados al 1T20. La compañía mantiene una **posición de Caja neta en torno a 40M€**, -0,6x DFN/EBITDA a dic-19 (vs 82M€ a dic18, -1,4x DFN/EBITDA)

En conjunto, las principales cifras de resultados de 2019 estuvieron **ligeramente por debajo del consenso** Bloomberg: Ingresos 401,7M€ (+23,8% a/a) vs 420,3M€ estimados; EBITDA 72,9M€ (+11,2% a/a) vs 74,65M€ estimado y BNA ajustado de 40,1M€ (+52,7) vs 40,4M€ estimado.

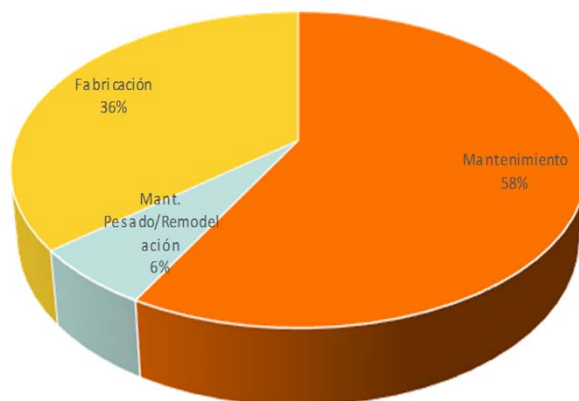
Entre los principales contratos adjudicados en 2019 destacan en fabricación: el de Deutsche Bahn (23 trenes por 550M€), ENR en Egipto (6 trenes y mantenimiento de 8 años, por 157M€) y la remodelación de hasta 121 vehículos en EE.UU. (por 78M\$). En Febrero de 2020 Talgo ha obtenido un contrato de 134M€ de 8 trenes para el operador danés DSB.

:: Pipeline, mayoritariamente en Europa

Al cierre del 2019, Talgo tenía **identificado un pipeline** de unos 8.400M€ para los próximos 20 oportunidades (7.400M€ dic-18), en el que destacaríamos como un **77% del mismo se encuentra en Europa** (60% en R.U. y España), 11% en Oriente Medio y Norte de África, 8% APAC y 4% otras áreas.

La compañía destaca la diversificación de los contratos obtenidos en 2019 y del **pipeline** derivado del incremento del esfuerzo comercial, con énfasis en países desarrollados.

Cartera de Pedidos 2019. Desglose por Actividad



Pipeline 2020-22. Desglose Geográfico

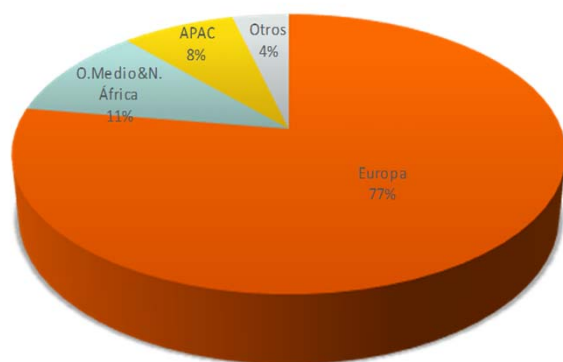
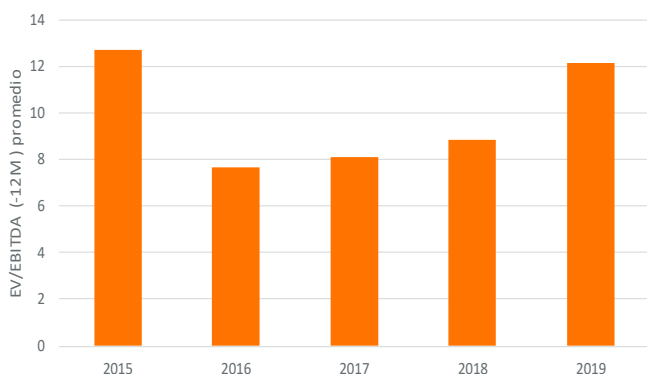


Gráfico histórico, EV/EBITDA (-12M) promedio (x)



Fuentes: la propia compañía y Análisis Bankinter.

:: Objetivos 2020: visibilidad en Ingresos, márgenes a la baja

- **Visibilidad en la guía de Ingresos**, derivada de la cartera de pedidos: proyectan un crecimiento de ventas en 2020-21, en conjunto, en torno al 35% de la Cartera. Así mismo, plantean alcanzar un *Book-to-bill* >1,2x en promedio 2020-21.
- **Tendencia a la baja en margen EBITDA ajustado***: el objetivo se sitúa en torno a 16,5%. Este supone continuar la tendencia desde 22,8% 2017, 20,2% en 2018 y 18,2% 2019. [*los principales ajustes al EBITDA se deben a los avales financieros de los proyectos y gastos extraordinarios].
- **En términos de necesidades de caja: aumenta el objetivo de Capex a 40M€ vs 18M€ en 2018 (+11M€ por incremento de capacidad y +9M€ por digitalización); mientras que el incremento de la actividad supondrá, por una parte el uso eficiente de la caja existente** (actualmente 326M€ de caja, en torno a 40M€ caja neta) y las facilidades de financiación de algún proyecto.

La compañía cuenta con un **programa de recompra de acciones**, iniciado en noviembre del año pasado, por un plazo de 18 meses. El importe máximo del programa es de 22,5 M. acc. (16% del capital) o **hasta 100M€**. Al cierre de los 2019, la compañía había **ejecutado el 63% del programa**, 11,2M de acciones). Estiman que la **primera amortización** podría realizarse en el **1T20**, al alcanzar en torno al 9,5% del capital.

Estimaciones: las claves en márgenes y gestión del circulante

Nuestras estimaciones para Talgo consideran un crecimiento de las ventas del 9% en Tasa anual acumulativa 2019-2024E y un 5,4% en términos de EBITDA ajustado. El margen EBITDA pasaría del 18,1% en 2019, 16,5% en 2020E y hasta 15,2% en 2024E.

En **concreto en 2020** estimamos unas Ventas de 582M€ y un EBITDA ajustado de 96M€, lo que supondría un **margen EBITDA ajustado del 16,5% (-160pb vs 2019)**. En términos de caja, suponemos un ejercicio de aumento de actividad y de necesidades de circulante, que supongan una DFN de unos 140M€ (1,5x DFN/EBITDA).

:: P. Objetivo: 5,70€/acc. recomendación: Neutral

La reciente mejora en adjudicaciones eleva la **visibilidad de los ingresos, lo que valoramos positivamente**. En cambio, somos **cautos en márgenes, ante la evolución de los últimos ejercicios, donde proyectamos un descenso** (reflejo seguramente de la presencia en mercados más maduros y la elevada competencia). El aumento de la actividad de fabricación en los próximos años supondrá un mayor esfuerzo en gestión de circulante, aunque parten de una sólida posición de caja neta en 2019.

Nuestra valoración por descuento de flujos de caja apunta un **P. Objetivo de 5,70€/acc., lo que supone un potencial del 14%** y un ratio implícito de 9,6x EV/EBITDA 2020E (vs 8,8x actual). **Neutral**.

Cifras en millones de euros

TAMI: Tasa anual media de incremento.

Resumen de PyG	2017r	2018r	2019r	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	TAMI'19/24
Cartera de pedidos	2.783	2.613	3.347	3.355	3.257	2.919	2.601	2.334	-7,0%
Ingresos	384	324	402	582	633	738	700	617	9,0%
- Ferroviario est.	174	105	196	354	396	501	459	375	13,8%
- Mantenimiento est.	211	220	205	227	237	237	242	242	3,3%
EBITDA	84	58	68	91	97	106	101	89	5,4%
Mrgn. EBITDA (%)	21,7%	17,8%	17,0%	15,6%	15,2%	14,4%	14,5%	14,4%	
EBITDA Ajust.	88	66	73	96	105	113	106	94	5,1%
Mrgn. EBITDA Ajust. (%)	22,8%	20,2%	18,2%	16,5%	16,5%	15,4%	15,2%	15,2%	
EBIT	59	33	51	73	75	85	83	70	6,5%
Mrgn. EBIT (%)	15,4%	10,1%	12,7%	12,6%	11,9%	11,5%	11,8%	11,3%	
EBIT Ajust.	75	52	61	82	87	96	88	75	
Mrgn. EBIT Ajust. (%)	19,4%	16,1%	15,1%	14,1%	13,7%	13,0%	12,5%	12,1%	
BNA	34	18	39	47	50	57	55	46	3,7%
BNA Ajust.	43	27	40	56	62	68	60	51	

Resumen Balance	2017r	2018r	2019r	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	TAMI'18/23
Inmovilizado	273	242	250	273	271	269	269	269	2,2%
Existencias	69	85	130	215	274	290	194	194	18,1%
Deudores comerciales	254	190	165	354	440	436	367	288	14,1%
Otros activos corrientes	3	4	13	13	13	13	13	13	24,4%
Tesorería	243	384	326	119	142	148	293	345	-5,3%
Total Activo	843	904	883	973	1.140	1.155	1.135	1.109	4,7%
Patrimonio Neto	314	328	292	301	351	408	464	510	7,2%
Deuda Financiera	298	302	285	259	252	250	232	232	-5,1%
Provisiones	33	42	51	51	51	51	51	51	4,1%
Acreeedores comerciales	189	223	245	351	476	436	378	306	11,1%
Otros Pasivos	9	9	10	10	10	10	10	10	1,8%
Total Pasivo	843	904	883	973	1.140	1.154	1.135	1.109	4,7%

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (M€)

	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e		
+ EBIT	73	75	85	83	70		
- Impuestos s/B° Operativo	(18)	(19)	(21)	(21)	(17)		
+ NOPAT	55	56	64	62	52		
+ Amortizaciones	18	21	21	19	19		
- Inversión en circulante	(168)	(20)	(52)	107	6		
- Inversión en activo fijo	(40)	(20)	(19)	(19)	(19)		
Flujo de Caja Libre	(135)	37	15	169	58		
EV	872						
- DFN	140						
- Provisiones y Otros	51						
+ Autocartera	27						
EqV	707						
Precio objetivo	5,7	€/acción					

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

	WACC 7,7%	Múltiplos implícitos en Obj.	2020E	2021E
EV				
- DFN	g 1,0%	EV/EBITDA (x)	9,6	9,0
- Provisiones y Otros	Nº acc. (est. fin de año) (M): 123,56			

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

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.

Descripción

Talgo es una compañía dedicada al diseño, fabricación y mantenimiento de trenes. Cuenta con tecnología propia, desarrollada a lo largo de décadas. Realiza su actividad en el negocio de trenes de Alta Velocidad (HS o High Speed) y Muy Alta Velocidad (VHS o Very High Speed), trenes Intercity y más recientemente trenes regionales. Sus dos áreas principales son: (i) Fabricación, con una duración de los proyectos entre 12 y 36 meses; y (ii) Mantenimiento, en su mayor parte de los trenes que vende y alguno de trenes de terceros, con una duración de los contratos aproximada entre 5 y 30 años.

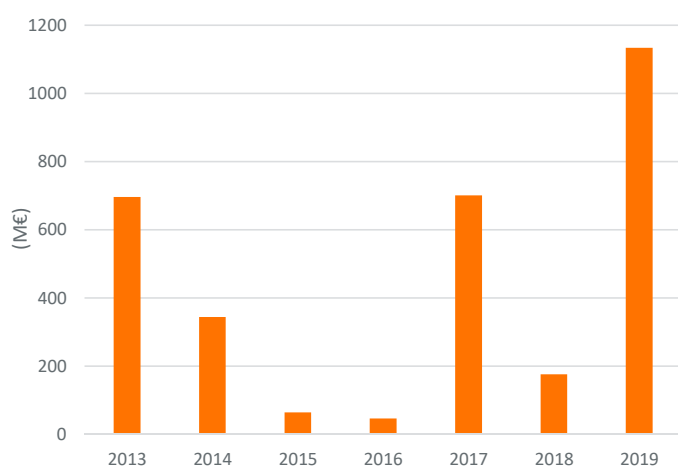
Riesgos

- Entorno muy competitivo. Presión en márgenes.
- Riesgos de gestión de circulante
- Riesgos de ejecución de proyectos o entrada en nuevas actividades.

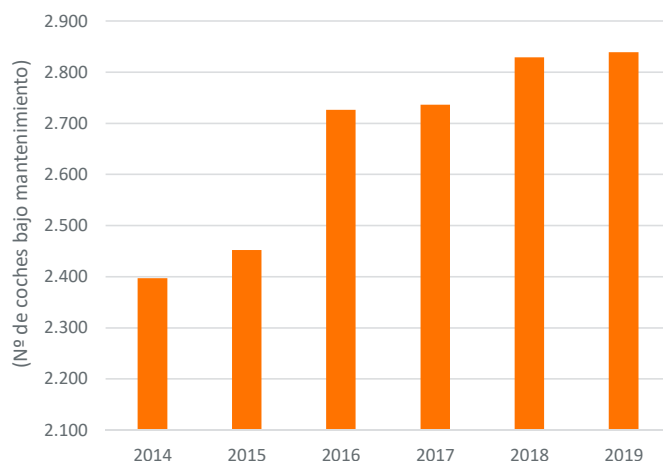
Oportunidades

- Liberalización de la red ferroviaria en España. Posibilidad de nuevos contratos de fabricación
- *Pipeline* con peso elevado en Europa.
- Tecnología propia (modelo de producción no intensivo en activos y componentes de alto valor añadido producidos internamente).

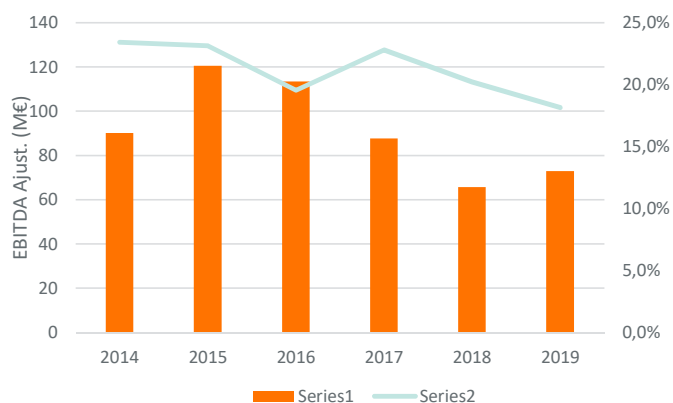
Contratos Adjudicados (M€), 2013-2019



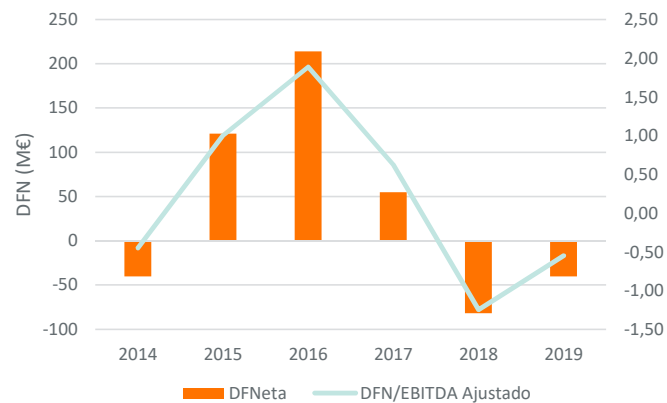
Act. Mantenimiento - Nº de vehículos, 2014-2019



EBITDA Ajust. (M€) y margen EBITDA Ajust. (%)



Deuda Financiera Neta (M€) y DFN/EBITDA Ajust. (x)



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
Andrea Cardalliaguet - Analista	Ignacio Montes - Analista

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