

Sector: Industrial

Su perfil de riesgo cambia con la finalización del contrato de Arabia

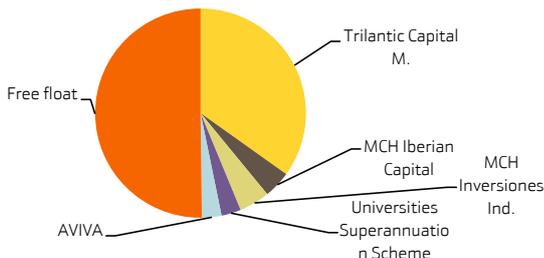
Talgo

Precio Objetivo: 5,71 €
Recomendación: Neutral

Datos Básicos

Capitalización (M €): 754 M€
Ultimo: 5,52 €/acc.
Nº Acciones (M.): 136,6 M acc.
Min / Max (52 sem): 3,74€/acc./5,81€/acc.
Cód. Bloomberg / Reuters: TLGO.SM / TLGO.MC

Accionariado



| Cifras & Ratios | 2016r | 2017r | 2018e | 2019e | TAMI (1) |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|----------|
| Cartera de pedido: | 2.604 | 2.783 | 3.001 | 2.604 | |
| Ingresos | 580 | 384 | 374 | 526 | -3,2% |
| EBITDA | 108 | 84 | 76 | 104 | -1,4% |
| Margen Ebitda | 18,6% | 21,7% | 20,3% | 19,7% | |
| EBIT | 88 | 59 | 57 | 85 | -1,1% |
| Margen Ebit | 15,1% | 15,4% | 15,3% | 16,1% | |
| BAI | 81 | 50 | 48 | 82 | 0,3% |
| BNA | 62 | 34 | 36 | 61 | -0,4% |
| BPA (€/acc.) | 0,453 | 0,250 | 0,262 | 0,448 | -0,4% |
| DPA (€/acc.) | 0,07 | 0,00 | 0,13 | 0,22 | 47,4% |
| Rent.Dividendo (2) | 1,5% | 1,4% | 2,4% | 4,1% | |
| DFN | 211 | 52 | 3 | 26 | |
| DFN/EBITDA | 2,0x | 0,6x | 0,0x | 0,3x | |
| ROE | 21,1% | 10,9% | 10,8% | 16,9% | |
| PER | 10,0x | 17,0x | 21,1x | 12,3x | |
| P/V | 2,6x | 2,4x | 2,3x | 2,1x | |
| EV/Ventas | 1,4x | 1,7x | 2,2x | 1,5x | |
| EV/EBITDA | 8,3x | 7,7x | 10,6x | 7,8x | |

(1)Tasa Media Anual de Incremento (2016/19)

(2)Rentab. 2016 y 2017 con cierre año, resto con última cotización. 2017 es recompra de acciones.

Talgo vs Ibex-35



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

Equipo de Análisis de Bankinter:

Eva del Barrio (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Jesús Amador Rafael Alonso Ramón Carrasco Esther G. de la Torre Pilar Aranda
Ana de Castro Belén San José Aránzazu Bueno Elena Fdez-Trapiella Joao Pisco Susana André (Support)

<http://broker.bankinter.com/>

<http://www.bankinter.com/>

Avda. Bruselas 14

28108 Alcobendas

Por favor, consulte importantes advertencias legales en: https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.

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

Hemos revisado nuestras estimaciones para incorporar los resultados de 2017 e incluir el ejercicio 2022 en nuestras proyecciones. Así, revisamos al alza el Precio Objetivo de Talgo desde 5,23€ a 5,71€. Dicho precio objetivo implica un potencial de revalorización de +4% por lo que nuestra recomendación sigue siendo Neutral.

La mejora del circulante ha permitido una notable reducción de deuda y la cartera de pedidos se ha fortalecido, con sesgo hacia Europa, lo que modera el perfil de riesgo del segmento de fabricación. Además, la actividad de mantenimiento continúa creciendo, proporcionando recurrencia y estabilidad a la compañía.

Por el lado negativo, las ventas volverán a caer en 2018 (este ejercicio marcaría un suelo) y esperamos cierto deterioro de los márgenes en el futuro, en la medida en que la compañía entre en el segmento de trenes de cercanías.

El último trimestre de 2017 destacó por la fuerte generación de caja, gracias a la recepción de importantes pagos que han permitido recuperar las inversiones en NOF realizadas en el proyecto del AVE Meca-Medina. Así, Talgo cumplió con sus objetivos de reducción de deuda, algo que no parecía fácil. De hecho, la reducción del endeudamiento ha sido superior a lo previsto y el ratio DFN/EBITDA disminuye desde 2,0x en 2016 a 0,6x vs 1,0x estimado. Además, esta tendencia va a seguir mejorando y pensamos que Talgo cerrará 2018 con una posición financiera neta equilibrada (DFN= 3M€, 0,0XEbitDA).

Talgo también cumplió con su objetivo de margen EBITDA al situarlo en 22%, un punto por encima de nuestra estimación. Dicho esto, el margen irá descendiendo en los próximos años, cuando la compañía vaya entrando en el segmento de cercanías. En nuestras previsiones hemos supuesto que el margen EBITDA se va deslizando hacia el entorno de 17,8% (2021/22).

También hay que tener en cuenta que las previsiones para el ejercicio 2018 no son demasiado alentadoras ya que la cifra de ingresos experimentará otro año de caídas (Ingresos'18e 374M€, -3%). La baja contratación de los años 2015 y 2016 seguirá pesando en sus cuentas de 2018. Ahora bien, en la segunda mitad de 2018 empezarán a entrar los primeros ingresos del contrato de Renfe (897M€, 30 trenes AVRIL y su mantenimiento). En consecuencia, la cifra de ventas se recuperará notablemente en 2019 por lo que el año 2018 marcaría un suelo en la facturación.

El CAPEX se incrementa este año hasta 20M€ por el desarrollo del nuevo tren Talgo EMU (para el segmento de regionales y cercanías) pero pensamos que disminuirá hacia el entorno de 15M€ en los siguientes ejercicios.

En cuanto al dividendo, la compañía repartió un DPA de 0,07€ con cargo a los resultados de 2016 (10M€) y el año pasado puso en marcha un plan de recompra de acciones de 10M€. Para este ejercicio la intención es fijar un payout del 50% que pensamos aplicará de ahora en adelante (rentabilidad por dividendo'18e 2,4%).

Por otro lado, hay que tener en cuenta que el perfil de riesgo de la compañía ha cambiado. Con la finalización del contrato de Arabia (está en las fases finales de ejecución) el foco de la compañía gira de países dependiente del petróleo (Arabia Saudí y Kazajistán) hacia Europa, especialmente España. Pensamos que este cambio de sesgo es positivo.

Teniendo en cuenta todo lo anterior, pensamos que la remontada que ha experimentado su cotización desde la publicación de los resultados está justificada. No obstante, a partir de ahora la evolución será más pausada a menos que sorprenda con nuevos contratos (corta distancia en España, entrada en el mercado indio) o se vea involucrada en alguna operación corporativa teniendo en cuenta que el mercado está en consolidación. Por el contrario, la falta de consecución de órdenes o un deterioro de los márgenes más allá de lo previsto pesarían sobre su cotización.

Cifras en millones de euros

| Cuenta de Pérdidas y Ganancias | 2015r | 2016r | 2017r | 2018e | 2019e | 2020e | 2021e | 2022e | TAMI '17-'22 |
|--------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------------|
| Ingresos | 520,7 | 579,8 | 384,4 | 373,5 | 525,7 | 604,7 | 448,8 | 529,3 | 6,6% |
| Margen Bruto | 416,5 | 471,7 | 300,9 | 297,6 | 422,0 | 492,8 | 369,0 | 435,1 | |
| EBITDA Ajustado* | 120,5 | 113,5 | 87,5 | 75,9 | 103,7 | 111,8 | 79,8 | 94,1 | 1,5% |
| Margen Ebitda Ajustado | 23,1% | 19,6% | 22,8% | 20,3% | 19,7% | 18,5% | 17,8% | 17,8% | |
| EBITDA | 104,2 | 108,1 | 83,5 | 75,9 | 103,7 | 111,8 | 79,8 | 94,1 | 2,4% |
| Margen Ebitda | 20,0% | 18,6% | 21,7% | 20,3% | 19,7% | 18,5% | 17,8% | 17,8% | |
| EBIT | 80,0 | 87,8 | 59,3 | 57,3 | 84,8 | 93,6 | 62,1 | 76,9 | 5,3% |
| Margen Ebit | 15,4% | 15,1% | 15,4% | 15,3% | 16,1% | 15,5% | 13,8% | 14,5% | |
| BAI | 75,1 | 80,9 | 49,9 | 47,7 | 81,6 | 87,5 | 53,6 | 70,0 | 7,0% |
| Impuesto de Sociedades | -15,5 | -18,9 | -15,7 | -11,9 | -20,4 | -21,9 | -13,4 | -17,5 | |
| BNA | 59,6 | 62,0 | 34,2 | 35,7 | 61,2 | 65,6 | 40,2 | 52,5 | 8,9% |
| BPA | 0,44 | 0,45 | 0,25 | 0,26 | 0,45 | 0,48 | 0,29 | 0,38 | 8,9% |

*Ajustado por partidas no recurrentes (i.e. compensación al equipo directivo, indemnizaciones por despidos y comisiones de avales financieros de los proyectos).

| Balance de Situación | 2015r | 2016r | 2017r | 2018e | 2019e | 2020e | 2021e | 2022e |
|-----------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Inmovilizado | 128 | 117 | 113 | 114 | 110 | 107 | 104 | 102 |
| Fondo de comercio y otros activos | 154 | 169 | 160 | 162 | 161 | 161 | 160 | 160 |
| Existencias | 89 | 93 | 69 | 57 | 80 | 92 | 82 | 97 |
| Deudores | 277 | 342 | 254 | 222 | 294 | 380 | 294 | 333 |
| Tesorería | 24 | 42 | 246 | 90 | 128 | 149 | 156 | 184 |
| Total Activo | 672 | 763 | 843 | 645 | 773 | 888 | 797 | 876 |
| Patrimonio Neto | 231 | 294 | 314 | 331 | 362 | 395 | 415 | 441 |
| Pasivo Circulante | 231 | 174 | 189 | 177 | 213 | 236 | 162 | 209 |
| Deuda Financiera | 145 | 253 | 298 | 93 | 154 | 212 | 174 | 179 |
| Provisiones | 29 | 33 | 33 | 34 | 34 | 35 | 36 | 37 |
| Otros Pasivos | 36 | 10 | 9 | 10 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| Total Pasivo | 672 | 763 | 843 | 645 | 773 | 888 | 797 | 876 |

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

| | 2018e | 2019e | 2020e | 2021e | 2022e | Valor R* | WACC 8,9% |
|----------------------------|-----------|-----------|----------|-----------|-----------|------------|-------------------------------------|
| +BNA | 36 | 61 | 66 | 40 | 52 | | g 1,0% |
| +Amortizaciones | 19 | 19 | 18 | 18 | 17 | | Nº acciones (M) 136,5 |
| =CF Operativo | 54 | 80 | 84 | 58 | 70 | | EV 832 |
| +Gtos Financieros *(1-T) | 12 | 4 | 8 | 11 | 9 | | -DFN -52 |
| - Inversión en activo fijo | (20) | (15) | (15) | (15) | (15) | | -Provisiones y otros 0 |
| - Inversión en circulante | 33 | (59) | (74) | 21 | (7) | | EqV 780 |
| =CFL Operativo | 79 | 10 | 2 | 75 | 56 | 937 | Precio objetivo 5,7 €/acción |

* El VR se calcula partiendo de un CFL medio de los últimos seis años para no sobreponderar el último flujo.

PER'18e implícito
22,8 x

EV/EBITDA'18 implícito
9,6 x

Matriz de Sensibilidad. Valoración DFCF

Sensibilidad del Pº Objetivo (en función de WACC y g).

| WACC | g | 0,60% | 0,80% | 1,00% | 1,20% | 1,40% |
|-------------|-----|-------|------------|-------|-------|-------|
| | | 7,4% | 6,8 | 7,0 | 7,2 | 7,4 |
| 7,9% | 6,3 | 6,5 | 6,6 | 6,8 | 7,0 | |
| 8,4% | 5,9 | 6,0 | 6,1 | 6,3 | 6,4 | |
| 8,9% | 5,5 | 5,6 | 5,7 | 5,8 | 6,0 | |
| 9,4% | 5,1 | 5,2 | 5,3 | 5,5 | 5,6 | |
| 9,9% | 4,8 | 4,9 | 5,0 | 5,1 | 5,2 | |
| 10,4% | 4,6 | 4,6 | 4,7 | 4,8 | 4,9 | |

Sensibilidad de los potenciales de revalorización

| WACC | g | 0,60% | 0,80% | 1,00% | 1,20% | 1,40% |
|-------------|------|-------|-----------|-------|-------|-------|
| | | 7,4% | 23% | 26% | 30% | 34% |
| 7,9% | 14% | 17% | 20% | 23% | 26% | |
| 8,4% | 6% | 9% | 11% | 14% | 17% | |
| 8,9% | -1% | 1% | 4% | 6% | 8% | |
| 9,4% | -7% | -5% | -3% | -1% | 1% | |
| 9,9% | -12% | -11% | -9% | -7% | -6% | |
| 10,4% | -17% | -16% | -15% | -13% | -11% | |

Esta matriz de sensibilidad refleja los diferentes Pº Objetivos y sus potenciales en función de un nivel de crecimiento (g) y un coste de los recursos (WACC).

Fuentes: Bloomberg, Reuters, propia Compañía y Análisis Bankinter

Equipo de Análisis de Bankinter:

Eva del Barrio (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Jesús Amador Rafael Alonso Ramón Carrasco Esther G. de la Torre Pilar Aranda

Ana de Castro Belén San José Aránzazu Bueno Elena Fdez-Trapiella Joao Pisco Susana André (Support)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en: https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.

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

<http://broker.bankinter.com/>

<http://www.bankinter.com/>

Avda. Bruselas 14

28108 Alcobendas

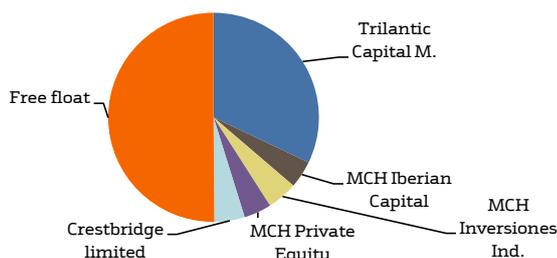
Sector: Industrial

El contrato de Renfe da visibilidad mientras que la mejora del circulante se retrasa

Datos Básicos

Capitalización (M €): 681 M€
 Último: 4,92 €/acc.
 Nº Acciones (M.): 138,4 M acc.
 Min / Max (52 sem): 3,79€/acc./5,81€/acc.
 Cód. Bloomberg / Reuters: TLGO.SM / TLGO.MC

Accionariado

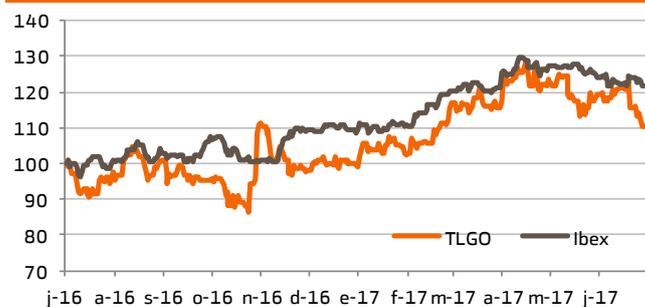


| Cifras & Ratios | 2016r | 2017e | 2018e | TAMI (1) |
|-----------------------|-------|-------|-------|----------|
| Cartera de pedidos | 2.604 | 2.769 | 2.891 | |
| Ingresos | 580 | 466 | 420 | -14,9% |
| EBITDA | 108 | 92 | 83 | -12,6% |
| Margen Ebitda | 18,6% | 19,7% | 19,7% | |
| EBIT | 88 | 72 | 64 | -14,7% |
| Margen Ebit | 15,1% | 15,6% | 15,2% | |
| BAI | 81 | 65 | 58 | -15,0% |
| BNA | 62 | 48 | 44 | -15,9% |
| BPA (€/acc.) | 0,45 | 0,35 | 0,32 | |
| DPA (€/acc.) | 0,07 | 0,07 | 0,07 | |
| Rentab. Dividendo (2) | 1,5% | 1,4% | 1,4% | |
| DFN (- es caja) | 211 | 93 | 34 | |
| DFN/EBITDA | 2,0x | 1,0x | 0,4x | |
| ROE | 21,1% | 15,0% | 12,3% | |
| PER | 10,0x | 14,1x | 15,6x | |
| P/VC | 2,3x | 2,1x | 1,9x | |
| EV/Ventas | 1,4x | 2,0x | 2,2x | |
| EV/EBITDA | 8,3x | 9,9x | 11,0x | |

(1) Tasa Media Anual de Incremento (2016/18)

(2) Rentab estimada 2016 con cierre año, resto con última cotización.

Talgo vs Ibex-35



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

Equipo de Análisis de Bankinter:

Eva del Barrio (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Jesús Amador Rafael Alonso Ramón Carrasco Ana Achau (Asesoramiento)

Ana de Castro Belén San José Esther G. de la Torre Aránzazu Bueno Joao Pisco Susana André (Support)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www/2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.

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

Talgo

Precio Objetivo: 5,23 €
Recomendación: Neutral

Después de la corrección del valor mejoramos la recomendación desde Vender a Neutral con un Precio Objetivo que no cambia en 5,23€. La mejora del circulante se retrasa pero el contrato de Renfe ayuda a dar visibilidad así como la consolidación de los márgenes.

Las cuentas del 1S'17 están en línea con las del 1T, en el sentido de que se observan las mismas pautas. Se sigue produciendo una caída de los ingresos por la menor ejecución de los contratos de fabricación en curso. Así, las ventas encadenan ya su tercer trimestre consecutivo de descensos y pensamos que continuarán con esta tendencia durante este año y el que viene.

El descenso de las ventas (-28%) se amortigua a nivel de EBITDA (-16%) gracias a las mejoras de eficiencia, pero después, unos mayores costes financieros (+42%) llevan al BNA a retroceder -25% a 26,1M€. El BNA recurrente queda en 31,9M(-18%).

Por su parte, la DFN sube en el semestre de 191M€ a 212M€.

La cartera de pedidos se sitúa en 2.747M€ pero subiría hasta 3.300M€ si se consideran los contratos de Renfe pendientes de firma.

Hemos actualizado nuestras previsiones para incorporar la extensión del contrato de Renfe (243M€ por la fabricación de 15 trenes adicionales) teniendo en cuenta el timing dado por la compañía. La ampliación del contrato ayuda a incrementar la cartera y a dar visibilidad a los ingresos pero su aportación a la cuenta de resultados no llegará hasta 2019 y 2020 (580M€ de fabricación) y posteriormente entrarían los ingresos de mantenimiento de treinta trenes (310M€ para Talgo). Por tanto, el año que viene también se presenta **débil a nivel de ventas**.

La buena noticia es que los márgenes consolidan la mejora experimentada en el trimestre pasado ya que el margen EBITDA se mantiene en 22,4% vs 18,6% a cierre de 2016 y 19,1% en 1S'16. De hecho la compañía ha mejorado su previsión para el conjunto del año y adelanta un margen EBITDA por encima de 22% frente a 20% anterior.

También ha habido cambios por el lado del capex dado que Talgo ha reducido su previsión de inversiones desde 19/20M€ a 12/15M€ por una menor inversión en el EMU de Kazajistán que finalmente se hará según los estándares europeos.

En cuanto al circulante, el working capital aumenta en el semestre de 265M€ a 296M€ pero debería reducirse notablemente en la segunda mitad del año cuando se produzcan los hitos de pago pendientes del contrato de Arabia (se han fabricado 30 de los 36 trenes y se han entregado 11). Este aspecto es clave para la generación de caja de la compañía y la reducción de la deuda.

Por último, Talgo reafirmó que va a amortizar en el 3T 1,85M de acciones compradas en el marco del programa de recompra de acciones. Por otro lado, el 87% de los accionistas decidieron recibir el dividendo en forma de acciones lo que llevó a la compañía a ampliar capital por 1,58M de acciones. En total estimamos que el número de acciones en circulación se reducirá ligeramente hasta 136,5M a cierre de 2017..

En definitiva, en nuestra anterior nota del 11 de mayo modificamos nuestra recomendación desde Neutral hasta Vender y desde entonces la cotización ha caído -13% vs -4% del Ibex. Ahora, con una cotización de 4,9€/acción, volvemos a subir la recomendación a Neutral dado que nuestro precio objetivo se sitúa ligeramente por encima. No vemos grandes catalizadores para la compañía si bien debería anunciar algún contrato adicional al de Renfe a tenor del esfuerzo comercial que está realizando. Si consiguiese entrar en el mercado indio veríamos una mejora en las proyecciones pero ahora mismo no parece factible. Aparte de esto, es importante que no haya retrasos en los cobros del contrato de Arabia para que la compañía pueda cumplir con su objetivo de reducir la DFN desde un ratio DFN/EBITDA de 2x actual a 1,0/1,2x a final de año.

<http://broker.bankinter.com/>

<http://www.bankinter.com/>

Avda. Bruselas 11

28108 Alcobendas

Cifras en millones de euros

| Resumen Cuenta de Pérdidas y Ganancias | 2015r | 2016r | 2017e | 2018e | 2019e | 2020e | 2021e | TAMI '16-'21 |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------------|
| Ingresos | 520,7 | 579,8 | 465,8 | 419,9 | 594,8 | 612,3 | 436,0 | -5,5% |
| Margen Bruto | 416,5 | 471,7 | 374,0 | 337,4 | 479,8 | 501,2 | 358,0 | |
| EBITDA Ajustado* | 120,5 | 113,5 | 95,8 | 82,5 | 115,1 | 111,1 | 78,0 | -7,2% |
| Margen Ebitda Ajustado | 23,1% | 19,6% | 20,6% | 19,7% | 19,3% | 18,1% | 17,9% | |
| EBITDA | 104,2 | 108,1 | 91,8 | 82,5 | 115,1 | 111,1 | 78,0 | -6,3% |
| Margen Ebitda | 20,0% | 18,6% | 19,7% | 19,7% | 19,3% | 18,1% | 17,9% | |
| EBIT | 80,0 | 87,8 | 72,5 | 63,9 | 97,0 | 92,7 | 59,4 | -7,5% |
| Margen Ebit | 15,4% | 15,1% | 15,6% | 15,2% | 16,3% | 15,1% | 13,6% | |
| BAI | 75,1 | 80,9 | 64,5 | 58,4 | 93,4 | 86,7 | 52,1 | -8,4% |
| Impuesto de Sociedades | -15,5 | -18,9 | -16,1 | -14,6 | -23,4 | -21,7 | -13,0 | |
| BNA | 59,6 | 62,0 | 48,4 | 43,8 | 70,1 | 65,0 | 39,1 | -8,8% |
| BPA | 0,44 | 0,45 | 0,35 | 0,32 | 0,51 | 0,48 | 0,29 | -8,8% |

*Ajustado por partidas no recurrentes (i.e. compensación al equipo directivo, indemnizaciones por despidos y comisiones de avales financieros de los proyectos).

| Resumen Balance de Situación | 2015r | 2016r | 2017e | 2018e | 2019e | 2020e | 2021e |
|-----------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Inmovilizado | 128 | 117 | 275 | 270 | 273 | 275 | 276 |
| Fondo de comercio y otros activos | 154 | 169 | 430 | 380 | 525 | 628 | 516 |
| Existencias | 89 | 93 | 71 | 64 | 90 | 93 | 80 |
| Deudores | 277 | 342 | 284 | 249 | 315 | 384 | 285 |
| Tesorería | 24 | 42 | 75 | 68 | 121 | 151 | 152 |
| Total Activo | 672 | 763 | 705 | 651 | 798 | 903 | 793 |
| Patrimonio Neto | 231 | 294 | 323 | 357 | 417 | 473 | 502 |
| Pasivo Circulante | 231 | 174 | 171 | 148 | 186 | 202 | 144 |
| Deuda Financiera | 145 | 253 | 168 | 102 | 150 | 183 | 99 |
| Provisiones | 29 | 33 | 33 | 34 | 35 | 35 | 36 |
| Otros Pasivos | 36 | 10 | 10 | 10 | 10 | 10 | 11 |
| Total Pasivo | 672 | 763 | 705 | 651 | 798 | 903 | 793 |

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

| | 2017e | 2018e | 2019e | 2020e | 2021e | Valor R* | WACC 8,9% |
|----------------------------|------------|-----------|-----------|-----------|------------|------------|-------------------------------------|
| +BNA | 48 | 44 | 70 | 65 | 39 | | g 1,0% |
| +Amortizaciones | 19 | 19 | 18 | 18 | 19 | | Nº acciones (M) 136,5 |
| =CF Operativo | 68 | 62 | 88 | 83 | 58 | | EV 958 |
| +Gtos Financieros *(1-T) | 10 | 7 | 4 | 8 | 9 | | -DFN -211 |
| - Inversión en activo fijo | (15) | (15) | (20) | (20) | (20) | | -Provisiones y otros -33 |
| - Inversión en circulante | 77 | 19 | (55) | (57) | 55 | | EqV 715 |
| =CFL Operativo | 140 | 73 | 18 | 14 | 102 | 960 | Precio objetivo 5,2 €/acción |

* El VR se calcula partiendo de un CFL medio de los últimos cinco años para no sobreponderar el último flujo.

PER'17e implícito
14,8 x

EV/EBITDA'17 implícito
9,9 x

Matriz de Sensibilidad. Valoración DFCF

Sensibilidad del Pº Objetivo (en función de WACC y g).

| WACC | g | g | | | | |
|-------------|-----|-------|------------|------|-------|-------|
| | | 0,60% | 0,80% | 1,0% | 1,20% | 1,40% |
| 7,4% | 6,4 | 6,6 | 6,7 | 7,0 | 7,2 | |
| 7,9% | 5,8 | 6,0 | 6,2 | 6,3 | 6,5 | |
| 8,4% | 5,4 | 5,5 | 5,7 | 5,8 | 6,0 | |
| 8,9% | 5,0 | 5,1 | 5,2 | 5,4 | 5,5 | |
| 9,4% | 4,6 | 4,7 | 4,8 | 5,0 | 5,1 | |
| 9,9% | 4,3 | 4,4 | 4,5 | 4,6 | 4,7 | |
| 10,4% | 4,0 | 4,1 | 4,2 | 4,3 | 4,4 | |

Sensibilidad de los potenciales de revalorización

| WACC | g | g | | | | |
|-------------|------|-------|-----------|------|-------|-------|
| | | 0,60% | 0,80% | 1,0% | 1,20% | 1,40% |
| 7,4% | 29% | 33% | 37% | 41% | 46% | |
| 7,9% | 19% | 22% | 25% | 29% | 33% | |
| 8,4% | 10% | 12% | 15% | 18% | 22% | |
| 8,9% | 1% | 4% | 6% | 9% | 12% | |
| 9,4% | -6% | -4% | -1% | 1% | 3% | |
| 9,9% | -12% | -10% | -8% | -6% | -4% | |
| 10,4% | -18% | -16% | -15% | -13% | -11% | |

Esta matriz de sensibilidad refleja los diferentes Pº Objetivos y sus potenciales en función de un nivel de crecimiento (g) y un coste de los recursos (WACC).

Fuentes: Bloomberg, Reuters, propia Compañía y Análisis Bankinter

Equipo de Análisis de Bankinter:

Eva del Barrio (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Jesús Amador Rafael Alonso Ramón Carrasco Ana Achau (Asesoramiento)

Ana de Castro Belén San José Esther G. de la Torre Aránzazu Bueno Joao Pisco Susana André (Support)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.

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

<http://broker.bankinter.com/>

<http://www.bankinter.com/>

Avda. Bruselas 11

28108 Alcobendas

Sector: Industrial

Defender márgenes e incrementar cartera, sus retos de medio plazo

Talgo

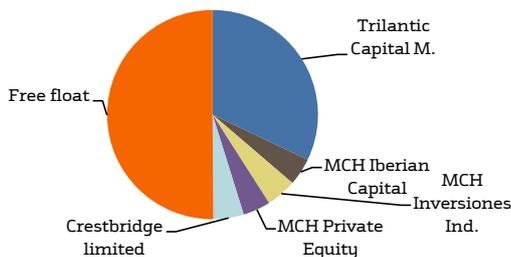
Precio Objetivo: 5,2 €

Recomendación: Vender

Datos Básicos

Capitalización (M €): 787 M€
 Último: 5,75 €/acc.
 N° Acciones (M.): 136,8 M acc.
 Min / Max (52 sem): 3,36€/acc./5,81€/acc.
 Cód. Bloomberg / Reuters: TLGO.SM / TLGO.MC

Accionariado

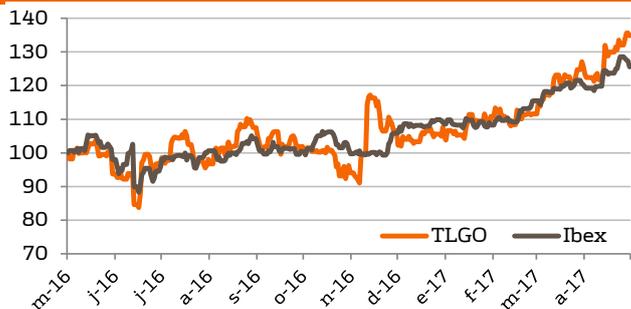


| Cifras & Ratios | 2016r | 2017e | 2018e | TAMI (1) |
|-----------------------|-------|-------|-------|----------|
| Cartera de pedidos | 2.604 | 2.744 | 2.550 | |
| Ingresos | 580 | 526 | 505 | -6,6% |
| EBITDA | 108 | 102 | 98 | -4,6% |
| Margen Ebitda | 18,6% | 19,5% | 19,5% | |
| EBIT | 88 | 83 | 79 | -5,2% |
| Margen Ebit | 15,1% | 15,8% | 15,6% | |
| BAI | 81 | 75 | 73 | -4,7% |
| BNA | 62 | 56 | 55 | -5,8% |
| BPA (€/acc.) | 0,45 | 0,41 | 0,40 | |
| DPA (€/acc.) | 0,07 | 0,07 | 0,07 | |
| Rentab. Dividendo (2) | 1,5% | 1,2% | 1,2% | |
| DFN (- es caja) | 211 | 83 | -28 | |
| DFN/EBITDA | 2,0x | 0,8x | -0,3x | |
| ROE | 21,1% | 17,0% | 14,6% | |
| PER | 10,0x | 12,1x | 12,4x | |
| P/VC | 2,7x | 2,4x | 2,1x | |
| EV/Ventas | 1,4x | 1,6x | 1,7x | |
| EV/EBITDA | 8,3x | 8,4x | 8,7x | |

(1)Tasa Media Anual de Incremento (2016/18)

(2)Rentab estimada 2016 con cierre año, resto con última cotización.

Talgo vs Ibex-35



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

Los resultados del 1T'16 apenas aportan información adicional por lo que mantenemos nuestras previsiones y Precio Objetivo de 5,2€/acción. Dicho precio implica un potencial de revalorización de -10% que nos lleva a cambiar la recomendación desde Neutral hasta Vender. Mejoraríamos nuestras estimaciones y recomendación si la entrada de pedidos se fortaleciese más de lo esperado.

La compañía ha presentado sus cuentas del 1T'17 cuyas principales cifras son: Ingresos 121M€ (-19%); EBITDA 26M€ (-9,9%), EBITDA recurrente 28M€ (-9,6%), EBIT 22,1M€ (-11%), BNA 15,6M€ (-14%), BNA recurrente 18,4M€ (-9,3%).

Se va produciendo la caída de ingresos que esperábamos por la menor ejecución de los contratos de fabricación en curso, si bien es más intensa de lo previsto para el conjunto del ejercicio: -19% en el 1T vs -9% estimado para 2017. La mejora de la eficiencia reduce la caída a nivel de EBITDA y EBIT a la mitad, pero después, unos mayores costes financieros (aumentan +15%) provocan que el BNA retroceda -14% hasta 15,6M€.

Como aspecto positivo señalamos el hecho de que los márgenes mejoran: el margen EBITDA sube de 20,1% en 1T'16 a 22,4% en 1T'17 y el margen EBITDA recurrente pasa de 20,6% en 1T'16 a 23,1% en 1T'17.

Por el contrario, la evolución de la cartera de pedidos, de la deuda financiera y del circulante (NOF) no parece que sea positiva. El aumento de los gastos financieros implica un mayor nivel de deuda si bien la empresa no ofrece esta información trimestralmente. Tampoco da cifras de circulante por la variabilidad que puede presentar y que conduciría a conclusiones erróneas. En este sentido, Talgo ha reafirmado que los hitos en relación al proyecto de Arabia van en línea con lo esperado por lo que las necesidades operativas de fondos disminuirán a finales de año. Esto provocará un notable descenso de la DFN.

En cuanto a la evolución de los pedidos, en abril se firmó el contrato con Renfe (566M€) anunciado a finales de 2016. Además, cuentan con ofertas presentadas para diferentes proyectos de fabricación por importe de 480M€. En nuestras proyecciones sólo consideramos la adjudicación de 100M€ adicionales al contrato de Renfe por lo que mejoraríamos nuestras estimaciones si finalmente consigue adjudicarse más contratos.

Por otro lado, la JGA aprobó el reparto de un dividendo de 10M€ con cargo a los resultados de 2016 con la fórmula de *scrip dividend*. Se confirma así la expectativa de pago de dividendo si bien el importe es algo inferior al esperado. Un payout del 20% nos parecía razonable, lo que implicaba un DPA de 0,09€ y finalmente será de 0,07€/acción (rentabilidad por dividendo a los precios actuales de 1,2%). No obstante, hay en marcha un plan de recompra de acciones que complementará dicha remuneración al accionista.

En conclusión, las cuentas del 1T'17 no aportan demasiada información. Al tratarse de unas cuentas trimestrales y no semestrales la compañía no publica datos de balance (ni de deuda ni de circulante). Dicho esto, Talgo mantiene sus objetivos anuales: margen EBITDA en 20%, recuperación del NOF, Capex de 19/20M€ y ratio de apalancamiento DFN/EBITDA de 1,0/1,2x.

Por tanto, mantenemos nuestras previsiones (sólo ajustamos el dividendo) y el Precio Objetivo de 5,20€/acción. La cotización actual se sitúa por encima de forma que modificamos nuestra recomendación desde Neutral hasta Vender. Mejoraría si se materializase otro contrato relevante en España (el Gobierno anunció el viernes 21 de abril una inversión de 500M€ para adquirir quince trenes AVE adicionales a los del contrato de noviembre'16) o si la compañía consiguiese entrar en el mercado indio (en el *conference call* de resultados explicaron que han presentado la documentación necesaria a las autoridades indias para el *leasing* de varios trenes).

Equipo de Análisis de Bankinter:

Eva del Barrio (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Jesús Amador Rafael Alonso Ramón Carrasco Ana Achau (Asesoramiento)

Ana de Castro Belén San José Esther G. de la Torre Aránzazu Bueno Joao Pisco Susana André (Support)

Por favor, consulte importantes advertencias legales (https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal)

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.

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

<http://broker.bankinter.com/>

<http://www.bankinter.com/>

Avda. Bruselas 11

28108 Alcobendas

Cifras en millones de euros

| Resumen Cuenta de Pérdidas y Ganancias | 2015r | 2016r | 2017e | 2018e | 2019e | 2020e | 2021e | TAMI '16-'21 |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------------|
| Ingresos | 520,7 | 579,8 | 525,5 | 505,4 | 695,4 | 694,9 | 604,1 | 0,8% |
| Margen Bruto | 416,5 | 471,7 | 423,3 | 407,1 | 564,9 | 564,7 | 492,9 | |
| EBITDA Ajustado* | 120,5 | 113,5 | 102,2 | 98,4 | 130,6 | 130,2 | 111,2 | -0,4% |
| Margen Ebitda Ajustado | 23,1% | 19,6% | 19,5% | 19,5% | 18,8% | 18,7% | 18,4% | |
| EBITDA | 104,2 | 108,1 | 102,2 | 98,4 | 130,6 | 130,2 | 111,2 | 0,6% |
| Margen Ebitda | 20,0% | 18,6% | 19,5% | 19,5% | 18,8% | 18,7% | 18,4% | |
| EBIT | 80,0 | 87,8 | 82,8 | 78,9 | 111,0 | 110,6 | 91,5 | 0,8% |
| Margen Ebit | 15,4% | 15,1% | 15,8% | 15,6% | 16,0% | 15,9% | 15,1% | |
| BAI | 75,1 | 80,9 | 75,1 | 73,4 | 109,1 | 106,5 | 88,8 | 1,9% |
| Impuesto de Sociedades | -15,5 | -18,9 | -18,8 | -18,4 | -27,3 | -26,6 | -22,2 | |
| BNA | 59,6 | 62,0 | 56,3 | 55,1 | 81,8 | 79,9 | 66,6 | 1,4% |
| BPA | 0,44 | 0,45 | 0,41 | 0,40 | 0,60 | 0,58 | 0,49 | 1,4% |

*Ajustado por partidas no recurrentes (i.e. compensación al equipo directivo, indemnizaciones por despidos y comisiones de avales financieros de los proyectos).

| Resumen Balance de Situación | 2015r | 2016r | 2017e | 2018e | 2019e | 2020e | 2021e |
|-----------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Inmovilizado | 128 | 117 | 251 | 251 | 252 | 252 | 252 |
| Fondo de comercio y otros activos | 154 | 169 | 485 | 401 | 580 | 616 | 619 |
| Existencias | 89 | 93 | 80 | 77 | 105 | 105 | 91 |
| Deudores | 277 | 342 | 320 | 242 | 333 | 340 | 320 |
| Tesorería | 24 | 42 | 85 | 82 | 142 | 170 | 208 |
| Total Activo | 672 | 763 | 736 | 652 | 831 | 868 | 872 |
| Patrimonio Neto | 231 | 294 | 331 | 376 | 448 | 519 | 576 |
| Pasivo Circulante | 231 | 174 | 194 | 178 | 237 | 237 | 207 |
| Deuda Financiera | 145 | 253 | 168 | 54 | 102 | 67 | 43 |
| Provisiones | 29 | 33 | 33 | 34 | 35 | 35 | 36 |
| Otros Pasivos | 36 | 10 | 10 | 10 | 10 | 10 | 11 |
| Total Pasivo | 672 | 763 | 736 | 652 | 831 | 868 | 872 |

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

| | 2017e | 2018e | 2019e | 2020e | 2021e | Valor R | WACC 10,3% |
|----------------------------|------------|------------|-----------|-----------|-----------|------------|-------------------------------------|
| +BNA | 56 | 55 | 82 | 80 | 67 | | g 1,0% |
| +Amortizaciones | 19 | 19 | 20 | 20 | 20 | | Nº acciones (M) 136,8 |
| =CF Operativo | 76 | 75 | 101 | 100 | 86 | | EV 919 |
| +Gtos Financieros *(1-T) | 10 | 7 | 2 | 5 | 3 | | -DFN -211 |
| - Inversión en activo fijo | (20) | (20) | (20) | (20) | (20) | | -Minoritarios 0 |
| - Inversión en circulante | 55 | 66 | (61) | (8) | 5 | | EqV 708 |
| =CFL Operativo | 120 | 127 | 23 | 77 | 74 | 889 | Precio objetivo 5,2 €/acción |
| | | | | | | | PER'17e implícito 12,6 x |
| | | | | | | | EV/EBITDA'17 implícito 8,4 x |

Matriz de Sensibilidad. Valoración DFCF

Sensibilidad del Pº Objetivo (en función de WACC y g).

| WACC | g | g | | | | |
|--------------|-----|-------|------------|------|-------|-------|
| | | 0,60% | 0,80% | 1,0% | 1,20% | 1,40% |
| 8,8% | 6,0 | 6,2 | 6,3 | 6,5 | 6,6 | |
| 9,3% | 5,6 | 5,8 | 5,9 | 6,0 | 6,2 | |
| 9,8% | 5,3 | 5,4 | 5,5 | 5,6 | 5,8 | |
| 10,3% | 5,0 | 5,1 | 5,2 | 5,3 | 5,4 | |
| 10,8% | 4,7 | 4,8 | 4,9 | 5,0 | 5,1 | |
| 11,3% | 4,4 | 4,5 | 4,6 | 4,7 | 4,8 | |
| 11,8% | 4,2 | 4,3 | 4,3 | 4,4 | 4,5 | |

Sensibilidad de los potenciales de revalorización

| WACC | g | g | | | | |
|--------------|------|-------|-------------|------|-------|-------|
| | | 0,60% | 0,80% | 1,0% | 1,20% | 1,40% |
| 8,8% | 5% | 7% | 10% | 13% | 16% | |
| 9,3% | -2% | 0% | 3% | 5% | 7% | |
| 9,8% | -8% | -6% | -4% | -2% | 0% | |
| 10,3% | -13% | -12% | -10% | -8% | -6% | |
| 10,8% | -18% | -17% | -15% | -14% | -12% | |
| 11,3% | -23% | -22% | -20% | -19% | -17% | |
| 11,8% | -27% | -26% | -25% | -23% | -22% | |

Esta matriz de sensibilidad refleja los diferentes Pº Objetivos y sus potenciales en función de un nivel de crecimiento (g) y un coste de los recursos (WACC).

Fuentes: Bloomberg, Reuters, propia Compañía y Análisis Bankinter

Equipo de Análisis de Bankinter:

Eva del Barrio (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Jesús Amador Rafael Alonso Ramón Carrasco Ana Achau (Asesoramiento)

Ana de Castro Belén San José Esther G. de la Torre Aránzazu Bueno Joao Pisco Susana André (Support)

Avda. Bruselas 11

28108 Alcobendas

Por favor, consulte importantes advertencias legales (https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal)

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.

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

<http://broker.bankinter.com/>

<http://www.bankinter.com/>