Sector: Industrial

Defender márgenes e incrementar cartera, sus retos de medio plazo

Talgo

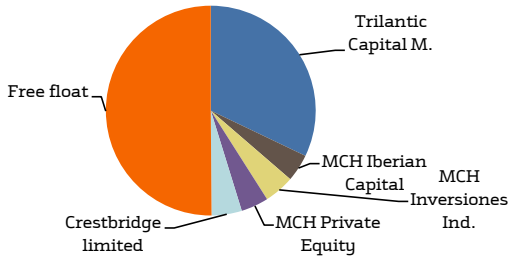
Precio Objetivo: 5,2 €

Recomendación: Neutral

Datos Básicos

Capitalización (M €):	672 M€
Último:	4,91 €/acc.
Nº Acciones (M.):	136,8 M acc.
Min / Max (52 sem):	3,36€/acc./5,11€/acc.
Cód. Bloomberg / Reuters:	TLGO.SM / TLGO.MC

Accionariado

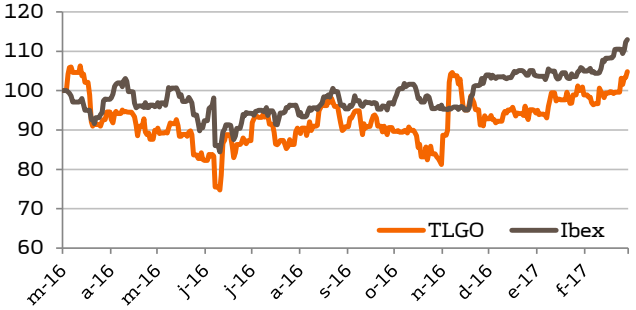


Cifras & Ratios	2016r	2017e	2018e	TAMI (1)
Cartera de pedidos	2.604	2.744	2.550	
Ingresos	580	526	505	-6,6%
EBITDA	108	102	98	-4,6%
Margen Ebitda	*18,6%*	*19,5%*	*19,5%*	
EBIT	88	83	79	-5,2%
Margen Ebit	*15,1%*	*15,8%*	*15,6%*	
BAI	81	75	73	-4,8%
BNA	62	56	55	-5,8%
BPA (€/acc.)	0,45	0,41	0,40	
DPA (€/acc.)	0,09	0,09	0,09	
Rentab. Dividendo (2)	2,0%	1,8%	1,8%	
DFN (- es caja)	211	86	-23	
DFN/EBITDA	2,0x	0,8x	-0,2x	
ROE	21,1%	17,2%	14,8%	
PER	10,0x	12,1x	12,4x	
P/VC	2,3x	2,0x	1,8x	
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.

Afinamos al alza nuestro Precio Objetivo desde 5,1 a 5,2€/acción. Dicho precio implica un potencial de revalorización de +6%, motivo por el que nuestra recomendación se mantiene en Neutral. La compañía encara un 2017 con reparto de dividendo y recuperación de márgenes pero afronta el reto de defenderlos e incrementar su cartera de pedidos ahora que el mega proyecto Meca-Medina se aproxima a su fin.

La compañía consiguió cerrar 2016 con unas cuentas bastantes positivas a nivel de facturación. Los ingresos netos se incrementaron +11% hasta 579,8M€. Ahora bien, este crecimiento se reduce a medida que se va descendiendo por la cuenta de Pérdidas y Ganancias hasta un BNA de 61,9M€ (+4%). Por tanto, la compañía sufre cierto deterioro en los márgenes. El margen EBITDA se reduce de 20% a 18,6%. Tomando el EBITDA ajustado por los costes no recurrentes derivados de retrasos en las certificaciones en el proyecto de Rusia así como por las indemnizaciones por despidos y gastos de avales financieros, el margen también caería, de 23,1% a 22,1%.

Otro aspecto negativo es la pobre evolución de la cartera de pedidos que pasa de 3.117M€ en 2015 a 2.604M€ actual, lo que implica que el ratio cartera/ingresos se reduce de 6,0x a 4,5x. Eso sí, este ratio mejora hasta 5,5x cuando se tiene en cuenta el contrato del AVE en España (se espera su firma en el 1T'17).

De cara a 2017, la compañía no ha ofrecido su expectativa de **ventas** si bien en el *conference call* de resultados comentó que estaría en la línea de 2016. No obstante, nosotros esperamos una ligera caída en los ingresos por la menor ejecución de los contratos de fabricación en curso. Por su parte, la actividad de mantenimiento (30% de los ingresos aprox.) mantendrá el buen tono, proporcionando estabilidad a los ingresos. Dicho esto, la cartera de pedidos ha continuado deteriorándose ya que las adjudicaciones de los últimos años han estado por debajo de las ventas. El nuevo contrato obtenido en España ayudará a mejorar la cartera, pero no tanto como esperábamos en un principio. El importe del contrato de alta velocidad con Renfe se sitúa en 567M€ frente a los 787M€ anunciados dado que Talgo formará una *joint venture* con Renfe para el mantenimiento (449M€). Esta práctica ya se había producido en el pasado pero no teníamos claro que se fuera a producir cuando se anunció su adjudicación.

Las **inversiones** se situarán en 19/20M€, de los que 13M€ irán al proyecto del EMU, con el que Talgo pretende ampliar sus líneas de negocio hacia el segmento de los trenes regionales y de cercanías. Además, Talgo continuará con la amortización del proyeco AVRIL.

Por su parte, el **margen EBITDA** se recuperará ligeramente este año (cerca de 20%) aunque en el medio plazo es probable que se vaya reduciendo en la medida en que la empresa se va dirigiendo a otras líneas de negocio de menor margen y afronta una mayor competencia.

En cuanto a la evolución de **la deuda**, se irá reduciendo durante los próximos años gracias a la generación de caja que se verá impulsada por la mejora en las necesidades operativas de fondos una vez se cumplen los últimos hitos del contrato de Arabia.

En relación al **dividendo**, parece que Talgo cumple lo anunciado y lo repartirá en el 1S'17 con cargo al beneficio de 2016 si bien todavía no se ha anunciado y ha de aprobarlo la JGA. En principio, un *payout* del 20% sería razonable, lo que supondría un DPA de 0,09€ (2% de rentabilidad) al que habría que añadir el programa de recompra de acciones (10M€, 1,83% del capital).

Por tanto, la compañía encara un 2017 con recuperación temporal de los márgenes, mejora de la caja y pago de dividendo, pero afronta el reto de mantener los márgenes e incrementar su cartera de pedidos ahora que el mega proyecto Meca-Medina se aproxima a su fin (el 78% del alcance total de fabricación ya se ha ejecutado). La visibilidad de los ingresos se va reduciendo si bien la compañía cuenta con el colchón de los contratos de mantenimiento.

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)
http://broker.bankinter.com/
http://www.bankinter.com/
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.

bankinter.

17-mar-17 15:33

Análisis

Nota compañía: TALGO

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	73,3	108,9	106,2	88,4	1,8%
Impuesto de Sociedades	-15,5	-18,9	-18,8	-18,3	-27,2	-26,5	-22,1	
BNA	59,6	62,0	56,3	55,0	81,7	79,6	66,3	1,3%
BPA	0,44	0,45	0,41	0,40	0,60	0,58	0,48	1,3%

**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	328	371	440	507	561
Pasivo Circulante	231	174	194	178	237	237	207
Deuda Financiera	145	253	171	59	110	79	57
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
+BNA	56	55	82	80	66	
+Amortizaciones	19	19	20	20	20	
=CF Operativo	76	74	101	99	86	
+Gtos Financieros *(1-T)	10	7	3	6	4	
- Inversión en activo fijo	(20)	(20)	(20)	(20)	(20)	
- Inversión en circulante	55	66	(61)	(8)	5	
=CFL Operativo	**120**	**127**	**23**	**77**	**75**	**892**

WACC	10,3%
g	1,0%
Nº acciones (M)	136,8
EV	921
-DFN	-211
-Minoritarios	0
EqV	710
Precio objetivo	**5,2 €/acción**

PER'17e implícito	EV/EBITDA'17 implícito
12,6 x	8,4 x

Matriz de Sensibilidad. Valoración DFCF

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

WACC \ g	0,60%	0,80%	1,0%	1,20%	1,40%
8,8%	6,1	6,2	6,3	6,5	6,7
9,3%	5,7	5,8	5,9	6,1	6,2
9,8%	5,3	5,4	5,5	5,7	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	0,60%	0,80%	1,0%	1,20%	1,40%
8,8%	23%	26%	29%	32%	36%
9,3%	15%	18%	21%	23%	26%
9,8%	8%	10%	13%	15%	18%
10,3%	2%	4%	6%	8%	10%
10,8%	-4%	-2%	-1%	1%	3%
11,3%	-9%	-8%	-6%	-5%	-3%
11,8%	-14%	-13%	-11%	-10%	-8%

Esta matríz de sensibilidad refleja los diferentes Pº Objetivos y sus potenciales en función de un nivel de crecimiento (g) y un coste de los recusos (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)

http://broker.bankinter.com/
http://www.bankinter.com/
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.