

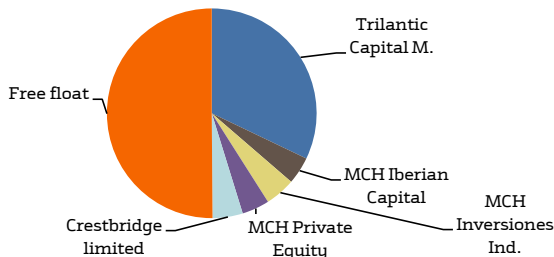
Sector: Industrial

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

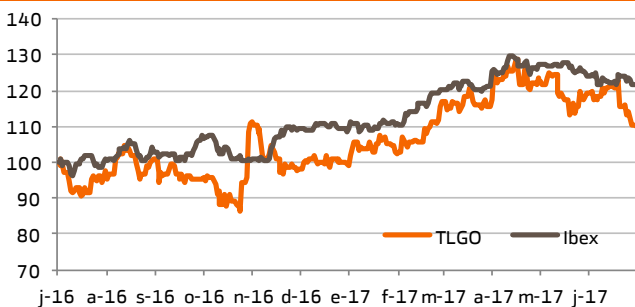


Cifras & Ratios	2016r	2017e	2018e	TAMI (1)
Cartera de pedidos	2.604	2.769	2.891	
Ingresos	580	466	420	-14,9%
EBITDA	108	92	83	-12,6%
Margen Ebitda	18,6%	19,7%	19,7%	
EBIT	88	72	64	-14,7%
Margen Ebit	15,1%	15,6%	15,2%	
BAI	81	65	58	-15,0%
BNA	62	48	44	-15,9%
BPA (€/acc.)	0,45	0,35	0,32	
DPA (€/acc.)	0,07	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)

Avda. Bruselas 11

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.

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

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