Sector: Industrial

Deterioro de perspectivas de negocio e incertidumbre con el contrato de Renfe.

Talgo

Precio Objetivo: 5,1 €

Recomendación: Neutral

Datos Básicos

Capitalización (M €):	607 M€
Último:	4,44 €/acc.
Nº Acciones (M.):	136,8 M acc.
Min / Max (52 sem):	3,36€/acc./6,69€/acc.
Cód. Bloomberg / Reuters:	TLGO.SM / TLGO.MC
Principales Accionistas:	Pegaso Transp. (32%) y Talgo (4,8%).

Principales cifras y ratios (estimaciones)

	2016e	2017e	2018e	2019e	TAMI (1)
Ingresos	628	640	654	675	2,5%
Ebitda	134	134	134	138	1,1%
Mg Ebitda	21,4%	20,9%	20,5%	20,5%	
BNA	82	84	85	90	2,9%
BPA (€/acc.)	0,60	0,61	0,62	0,66	
-DFN/+Caja	138	215	308	399	
PER	7,4x	7,2x	7,1x	6,8x	
Yield (2)	1,7%	2,3%	2,6%	3,0%	

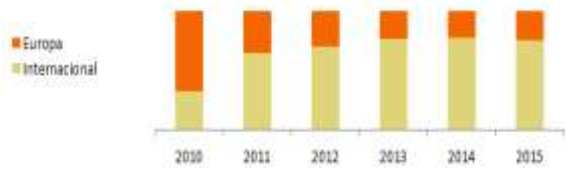
(1) Tasa Media Anual de Incremento

Valoración, resumen

Crecimiento sostenible esperado (g)	1,00%
Coste de la deuda (Kd)	2,1%
Prima de riesgo (Rp)	15,3%
Tasa libre de riesgo (RFR)	1,6%
Weighted Average Cost of Capital (WACC)	13,0%
Precio objetivo (€/acc.)	**5,1**
Cotización (€/acc.)	4,4
Potencial revalorización	**15,8%**

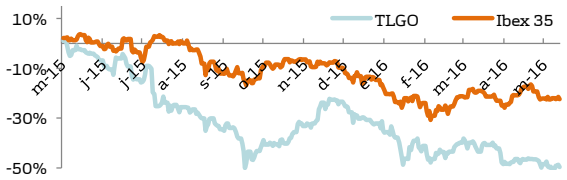
Relevancia Actividad Internacional

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Cartera de Pedidos (Bn€)	1,7	3,2	3,3	3,8	3,7	3,1
Ratio sobre Ventas	5,1x	9x	10,1x	11,5x	7,1	6,1



Ratio sobre ventas: Cartera de pedidos sobre Ventas.

Evolución Talgo vs Ibex-35



Fuentes: Bloomberg y Análisis Bankinter.

Subimos recomendación desde Vender hasta Neutral y fijamos nuestro Precio Objetivo en 5,1€/acc. (potencial +15%). Consideramos que nuestro modelo de valoración actualizado incorpora suficientemente unos riesgos superiores sobre el negocio** (ralentización del ritmo de consecución de nuevos contratos, sobre todo) **y también una probabilidad inferior de adjudicación del contrato de Renfe en España. Redujimos desde Neutral hasta Vender y situamos nuestro Precio Objetivo en revisión el día 6/5/16** (ver Informe Diario), **cuando estos riesgos ganaron notoriedad hasta el punto de perjudicar seriamente las perspectivas del mercado sobre la Compañía. Tras revisar nuestras estimaciones concluimos que resulta difícil aceptar una valoración inferior al rango 5,0/5,5€ debido a la "resiliencia" de la cartera de pedidos actual y a la recurrencia que las actividades de mantenimiento.

1.- Riesgos implícitamente superiores.-
Responden, en **primer lugar**, a que el reciente **abaratamiento del petróleo** debilita las finanzas de **Arabia Saudí** y **Kazajistán**. Ambos son sus principales clientes con aprox. el 70% de la cartera de pedidos. Eso hace que aumente el riesgo de que puedan llegar a producirse retrasos en los pagos. Además, hay diferencias de criterio con respecto a la aceptación o no de determinadas **desviaciones** sobre el presupuesto. Desviaciones en las que ya han incurrido Talgo y los otros miembros del consorcio que desarrolla la obra del AVE Meca-Medina, pero que A. Saudí solo ha reconocido parcialmente. Pero tal vez el mayor riesgo afecte a la consecución de nuevos contratos en las economías dependientes del petróleo, cuyas finanzas serán a partir de ahora menos cómodas. Es razonable pensar que los nuevos proyectos de infraestructuras serán menos frecuentes en esos países.

En **segundo lugar**, la probabilidad de que Talgo se adjudique el **contrato de Renfe para el AVE en España** (30 trenes; 2.600M€) es inferior. Siemens y Alstom están mejor posicionadas de lo que se descontaba. Este es un cambio relevante, aunque sólo sea en términos de probabilidades. Talgo venía siendo la compañía mejor posicionada a mucha distancia del resto.

2.- Pero el negocio típico no ha variado sustancialmente.-
Es indudable que el entorno de trabajo de la Compañía se ha endurecido, pero también lo es que la actual cartera de pedidos por aproximadamente 3.000M€ proporciona ingresos estables durante al menos 6 años. Sobre todo en la actividad de mantenimiento. Eso sin considerar que, antes o después, se incorporarán nuevos contratos, a pesar de la ausencia de buenas noticias en este frente durante los últimos meses. Su entrada en India, donde ya ha realizado con éxito pruebas de velocidad, puede representar un nuevo mercado de cierta relevancia. En nuestra opinión, lo lógico sería que la Compañía redirigiese parte de sus esfuerzos hacia este mercado, que podría reemplazar progresivamente la escasez de nuevos contratos en las economías dependientes del petróleo. Conviene no perder de vista la estabilidad de ingresos que representa la actual cartera de pedidos y la escalabilidad que puede suponer para una compañía de limitada dimensión como Talgo el acceso al mercado indio.

3.- Valoración: difícilmente inferior a 5,0/5,5€/acc.-
Nuestro Precio Objetivo actualizado se sitúa en 5,1€/acc. mediante DCF (flujos de caja descontados). El primer flujo que aplicamos es 2017, como hacemos habitualmente una vez queda superado el mes de junio. Hemos sido conservadores con nuestras hipótesis de trabajo al considerar que los riesgos que enfrenta son altos. Particularmente con la prima de riesgo, que se eleva hasta 13,1%. Para calcularla aplicamos primas de riesgo de doble dígito simple para todos sus contratos fuera de España y del 4,6% en el caso de España. Además, asumimos una progresiva erosión del Margen Ebitda hasta niveles inferiores al 21% en 2019/21 desde 22,7% en 2015. En definitiva, adaptamos nuestras estimaciones y valoración a un contexto más incierto, aceptando un riesgo superior y unos márgenes inferiores.

4.- ¿Qué nos permitiría revisar al alza nuestro Precio Objetivo?
Hipotéticamente, una mejora de la situación financiera de sus principales clientes (A. Saudí, etc) y/o un desenlace mejor de lo esperado en la concesión del contrato de Renfe y/o una mejor defensa de los márgenes en los próximos 2 trimestres. La reciente estabilización del precio del petróleo permite pensar que esta es una posibilidad que queda abierta.

Equipo de Análisis de Bankinter:
Pilar Aranda (analista principal de este informe) Ana Achau (Asesoramiento)
Ramón Forcada Jesús Amador Eva del Barrio Esther Gutierrez Ramón Carrasco Rafael Alonso Ana de Castro Belén San José
http://broker.bankinter.com/
http://www.bankinter.com/
Avda de Bruselas, 12
28108 Alcobendas

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:
http://broker.ebankinter.com/www/es-es/cgi/broker+binarios?secc=OPVS&subs=DISC&nombre=disclaimer.pdf

bankinter

20-jul.-16

Análisis

Nota compañía: TALGO

Cifras en millones de euros

Resumen Cuenta de Pérdidas y Ganancias

	2015r	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	TAMI '15-'21
Ingresos	529,9	627,6	639,6	654,0	675,2	707,4	754,2	**+6,1%**
Margen Bruto	425,7	493,5	506,0	520,2	536,8	562,1	597,0	
EBITDA Ajustado*	120,5	134,1	133,6	133,9	138,4	145,2	157,2	**+4,5%**
Margen Ebitda Ajustado	*22,7%*	*21,4%*	*20,9%*	*20,5%*	*20,5%*	*20,5%*	*20,8%*	
EBITDA	104,2	134,1	133,6	133,9	138,4	145,2	157,2	**+7,1%**
Margen Ebitda	*19,7%*	*21,4%*	*20,9%*	*20,5%*	*20,5%*	*20,5%*	*20,8%*	
EBIT	80,0	110,3	111,6	113,1	118,7	126,4	139,3	**+9,7%**
Margen Ebit	*15,1%*	*17,6%*	*17,5%*	*17,3%*	*17,6%*	*17,9%*	*18,5%*	
BAI	75,1	108,3	110,5	112,1	118,0	126,0	139,0	**+10,8%**
Impuesto de Sociedades	-15,5	-26,0	-26,5	-26,9	-28,3	-30,2	-33,4	
BNA	59,6	82,3	84,0	85,2	89,7	95,7	105,7	**+10,0%**
BPA	0,44	0,60	0,61	0,62	0,66	0,70	0,77	

**Ajustado por partidas no recurrentes (i.e. compensación al equipo directivo, amortización de la I+D del prototipo Avril, provisiones por depreciación relativas a gastos fiscales no recurrentes, así como otros ajustes menores).*

Resumen Balance de Situación

	2015r	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Inmovilizado	**276**	**240**	**221**	**204**	**189**	**175**	**163**
Activo Circulante	**396**	**637**	**771**	**891**	**1.013**	**1.145**	**1.296**
Existencias	89	118	131	135	139	145	153
Deudores	277	261	290	299	311	327	350
Tesorería	30	257	350	457	563	673	793
Total Activo	**672**	**877**	**992**	**1.095**	**1.201**	**1.320**	**1.459**
Patrimonio Neto	231	301	369	436	504	577	659
Pasivo Circulante	**231**	**373**	**397**	**410**	**425**	**444**	**472**
Deuda Financiera	*145*	*119*	*135*	*149*	*164*	*180*	*199*
Provisiones	29	44	50	55	60	66	73
Otros Pasivos	36	39	42	45	49	52	56
Total Pasivo	**672**	**877**	**992**	**1.095**	**1.201**	**1.320**	**1.459**

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
+BNA	84,0	85,2	89,7	95,7	105,7
+Amortizaciones	22,0	20,8	19,7	18,8	18,0
CFN	106,0	106,0	109,4	114,5	123,6
+Gastos Financieros	1,4	1,1	0,9	0,6	0,3
CFO	107,4	107,2	110,3	115,1	123,9
- Inversiones	-11,4	-11,9	-12,5	-13,1	-13,8
+/- Var. (AC-PC)	-17,9	0,5	-1,4	-2,4	-3,0
= CFL Operativo	78,1	95,7	96,4	99,6	107,1

Matríz de Sensibilidad. Valoración DFCF

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

WACC \ g	0,50%	0,75%	1,0%	1,25%	1,50%
12,6%	5,18	5,26	5,34	5,42	5,51
12,8%	5,06	5,13	5,20	5,28	5,36
13,1%	4,93	5,00	5,07	5,15	5,23
13,3%	4,82	4,88	4,95	5,02	5,09
13,6%	4,70	4,77	4,83	4,90	4,97

Sensibilidad de los potenciales de revalorización

WACC \ g	0,50%	0,75%	1,0%	1,25%	1,50%
12,6%	16,7%	18,4%	20,2%	22,1%	24,0%
12,8%	13,9%	15,5%	17,2%	18,9%	20,8%
13,1%	11,1%	12,7%	14,3%	15,9%	17,7%
13,3%	8,5%	10,0%	11,5%	13,1%	14,7%
13,6%	6,0%	7,4%	8,8%	10,3%	11,9%

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). El resultado varía desde 4,7€/acc. en el peor escenario posible hasta 5,5€/acc., en el mejor. El escenario central es 5,1€/acc.

Fuentes: Bloomberg, Reuters y Análisis Bankinter

Equipo de Análisis de Bankinter:
Pilar Aranda (analista principal de este informe) Ana Achau (Asesoramiento)
Ramón Forcada Jesús Amador Eva del Barrio Esther Gutiérrez Ramón Carrasco Rafael Alonso Ana de Castro Belén San José
http://broker.bankinter.com/
http://www.bankinter.com/
Avda de Bruselas, 12
28108 Alcobendas

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:
http://broker.ebankinter.com/www/es-es/cgi/broker+binarios?secc=OPVS&subs=DISC&nombre=disclaimer.pdf