SECTOR: INDUSTRIAL

RECOMENDACIÓN: **VENDER** PRECIO OBJETIVO: **2,9€/acc**.

ESTA COMPAÑÍA NO SE ENCUENTRA EN NUESTRAS CARTERAS MODELO enlace

A continuación se ofrecen los comentarios más relevantes y recientes publicados por el Equipo de Análisis de Bankinter sobre *Tubacex.*

En este documento encontrará la perspectiva más actualizada en base a la información más reciente y públicamente disponible incluyendo los comentarios publicados en nuestro *Informe Diario*, así como la última nota completa sobre la compañía. El primer comentario es el más reciente en términos cronológicos y es el que contiene la información más actualizada, por lo tanto contiene los datos que deben ser tenidos en cuenta ya sea en relación a la recomendación sobre el valor, el precio objetivo o cualquier otro aspecto relevante afectado.

COMENTARIOS

20/02/2019

TUBACEX (Vender, P° Objetivo: 2,9€/acc.; Cierre: 2,96€ Var.:-1,33%): Anuncia una alianza con SENAAT para la compra del grupo NOBU por 57,3M\$ (unos 46,8M€) sujeto a potenciales ajustes. SENAAT es un holding industrial de los Emiratos Árabes. NOBU es una compañía de servicios de reparación y fabricación para componentes tubulares de alta precisión, propiedad hasta ahora de compañías de capital privado noruegas. La compañía está presente en Arabia Saudita, Dubai y Noruega. Las ventas estimadas para NOBU para 2019 es de 34M\$.

OPINIÓN.-

El acuerdo y la adquisición son buenas noticias para la compañía por el sentido estratégico para Tubacex, que le debería permitir crecer en soluciones tubulares en Oriente Medio. La recuperación del precio del crudo y la mejora de los márgenes y de deuda del 3T18 ha favorecido la recuperación del valor que ha subido un 20,8% desde mínimos de final de año. La valoración a múltiplo medio histórico 10,2x EV/EBITDA sobre EBITDA de consenso se situaría en torno a 2,9 €/acc. La compañía cotiza por encima de los múltiplos de sus comparables y de su media histórica de EV/EBITDA.

18/12/2018

TUBACEX (Vender, P° Objetivo: En revisión; Cierre: 2,70€ Var.:-0,74%): Ha obtenido un préstamo de 30 M€ para la construcción de su segunda planta en EE.UU. Tubacex anunció ayer un préstamo de COFIDES para su segunda planta en EE.UU., que se situará en Durant (Oklahoma) para el desarrollo de soluciones de alto valor tecnológico, en sectores como el aeroespacial. Tubacex tiene ya presencia en EE.UU. con una planta en Pensilvania, oficinas comerciales y un centro de almacenaje en Houston.

OPINIÓN.-

En sus últimos resultados trimestrales el nivel de apalancamiento se redujo, aunque todavía se encuentra en niveles de 4,5x. La compañía esperaba alcanzar niveles en torno a 3x en diciembre.

Bankinter Análisis(sujetos al RIC):Analista principal de este informe: Aránzazu CortinaRamón ForcadaJuan TuestaEsther G. de la TorrePilar ArandaJoao PiscoAránzazu BuenoAna de CastroRafael AlonsoAránzazu BuenoSusana André

http://broker.bankinter.com/ http://www.bankinter.com/ Avenida de Bruselas, 14

28108 Madrid

Todos los informes disponibles en: http://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+asesoramiento?
Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

06/11/2018

TUBACEX (Vender, P° Objetivo: En revisión; Cierre: 3,2250€ Var.:+1,9%): Resultados 3T18.- Principales cifras comparadas con el consenso de Bloomberg: Ingresos 159,30M€ (+23,4%) vs. 167,5M€ estimado; EBITDA 19,70M€ (+197,8%) vs. 17,40M€; BNA 5,70M€ (vs. -0,8M€) vs. 4,250M€ estimado. La deuda financiera neta se redujo a 258,3M€ (vs 253,5M en dic-17), lo que supone un nivel de apalancamiento (DFN/EBITDA) de 4,5x vs 9,8x en dic-17.

OPINIÓN.-

El margen EBITDA se ha recuperado a niveles del 10,6% en los primeros 9M18 vs 6,5% de 9M17 y esta recuperación ha permitido la mejora del nivel de apalancamiento a niveles de 4,5x. La compañía espera alcanzar niveles de 3x en diciembre. Respecto a las sanciones sobre Irán por parte de EE.UU., que entraban en vigor a partir del 4 de noviembre, ha generado la discontinuación de un importante pedido a Irán. A pesar de ello, según la compañía el proceso se ha gestionado con una reducción secuencial de la producción desde septiembre y sin ninguna contingencia por la cancelación del suministro.

09/05/2018

TUBACEX (Vender, P° Objetivo: En revisión; Cierre: 3,60€): Rebajamos la recomendación por la incertidumbre en torno a Irán.-

Trump anunció ayer que EEUU se retira del acuerdo nuclear con Irán. También afirmó que va a reinstaurar las sanciones económicas contra dicho país, sanciones que habían sido levantadas de forma provisional con la firma del acuerdo.

OPINIÓN.-

El 6 de junio de 2017 publicamos una nota donde fijamos el Precio Objetivo de Tubacex en 4,23€ y nuestra recomendación en Comprar. Dicha recomendación se apoyaba en la idea de que el cambio de estrategia de la compañía hacia productos de mayor valor añadido estaba dando sus frutos como se había podido comprobar con un importante contrato con Irán (560M€) que le permitiría cumplir sus objetivos estratégicos (Ventas de 1.000M€ en 2020 con un margen EBITDA del 15%). Pensamos que los últimos acontecimientos en torno a Irán complican la consecución del plan así que, por prudencia, preferimos no estar en el valor. Es cierto que los demás signatarios del acuerdo (UE, Alemania, Francia, Reino Unido, China y Rusia) se mantienen dentro del pacto pero sin EEUU el acuerdo pierde gran parte de su validez y puede volver a situar a Irán en una situación delicada que, a su vez, complique la materialización del contrato de Tubacex en los términos actuales. Por tanto, y aprovechando el rebote de ayer, recomendamos Vender (el cierre de ayer compara con 3,58€/acción en junio de 2017 por lo que la idea de compra no habría generado ni plusvalías ni minusvalías frente a un Ibex-35 que registra una caída de -6,5% en dicho período).

08/05/2018

TUBACEX (Comprar, P° Objetivo: 4,23€; Cierre: 3,495€): Los resultados van mejorando pero atentos a Irán.-

Acaba de presentar sus cuentas 1T'18 cuyas principales cifras son: Ventas 168,5M€ (+28%), EBITDA 15,8M€ (+21%), EBIT 6,5M€ (+40,5%), BNA +2,9M€ (+2,4%). El margen EBITDA se sitúa en 9,4% vs 9,9% en 1T'16 u 5,3% a cierre de 2017. La deuda financiera neta pasa de 253,5M€ en dic'17 a 263,1M€.

OPINIÓN.-

Son un resultados moderadamente positivos ya que van mostrando cierta dosis de recuperación. Por su parte, la deuda sique siendo muy elevada (DFN/EBITDA 9x) si bien el incremento esperado en el resultado operativo a partir del segundo semestre del año debería permitirle ir reduciendo la deuda hasta alcanzar una ratio cercano a 3x sobre EBITDA a cierre de ejercicio. De momento nuestra recomendación sigue siendo Comprar pero estaremos atentos a los acontecimientos en torno a Irán ya que gran parte de su cartera de pedidos se concentra en dicho país. Link a <u>los resultados</u>.

Bankinter Análisis Ramón Forcada Aránzazu Bueno Ana de Castro

(sujetos al RIC): Juan Tuesta

Analista principal de este informe: Aránzazu Cortina Esther G. de la Torre Pilar Aranda Joao Pisco Rafael Alonso Aránzazu Bueno Susana André

Todos los informes disponibles en:

http://broker.bankinter.com/ http://www.bankinter.com Avenida de Bruselas, 14

28108 Madrid

01/03/2018

TUBACEX (Comprar, P° Objetivo: 4,23€; Cierre: 3,38€): Resultados 2017 peores de lo esperado.- Presentó ayer sus cuentas 2017 cuyas principales cifras son: Ventas 490,4M€ (-0,7%), EBITDA 25,9M€ (-25,8%), EBIT -28,3M€ vs 2,5M€ hace un año, BNA -19,7M€ vs 0,5M€ en 2016. El margen EBITDA se deteriora hasta 5,3% vs 7,1% en 2016. La deuda financiera neta pasa de 206,9M€ en dic'16 a 253,5M€ vs 279,9M€ a cierre de sept'17.

OPINIÓN.-

Son unos resultados peores de lo esperado pero que se explican en gran medida por impactos puntuales. Tubacex ha realizado ajustes en el ejercicio para adecuar las plantas del Grupo a la estrategia de creación de valor, sin los cuales el EBITDA se hubiera mantenido a un nivel similar al de 2016. Además, la compañía incluye a nivel de BNA unos ajustes extraordinarios negativos por importe de -23,4M€ (principalmente la baja del fondo de comercio de la filial austríaca). Las previsiones son positivas y desde el 1T'18 debería comenzar a materializar la cartera de productos *premium* que el año pasado alcanzó el récord de 700M€ por lo que las cuentas mejorarán rápidamente en 2018. Esto les permitirá reducir las ratios de endeudamiento a partir del 2T'18, actualmente en niveles elevados, hacia el objetivo de DFN/EBITDA 3x. Link a los resultados.

16/11/2017

TUBACEX (Comprar, P° Objetivo: 4,23€; Cierre: 3,0€): Resultados 9M'17 débiles.- Presentó ayer sus cuentas 9M'17 cuyas principales cifras son: Ventas 370,5M€ (+1,2%), EBITDA 24,2M€ (-20,5%), EBIT 0,3M€ vs 6,9M€ hace un año, BNA 1,1M€ (-66%). El margen EBITDA se deteriora hasta 6,5% vs 7,3% en 1S'17 y 9,9% en 1T'17 y 8,3% en 3T'16. La deuda financiera neta pasa de 206,9M€ en dic'16 a 279,9M€ vs 243,9M€ a cierre de jun'17. Resultados del 3T tomado aisladamente: Ventas 129M€ (+23%), EBITDA 6,6M€ (-37%), EBIT -0,5M€ vs 3,8M€ en 3T'16, BNA -0,8M€ vs 1,6M€ en 3T'16.

OPINIÓN.- Son unos resultados débiles ya que el beneficio operativo del 3T estanco entra en terreno negativo. Además, la DFN aumenta por el incremento del circulante (WC 232M€ vs 183M€ a dic'16) así como por la integración de dos compañías y sique siendo muy elevada: incorporando un adelanto de 55,6M€ que la empresa percibirá en las próximas semanas implica un ratio DFN/EBITDA de 7,8x. Dicho esto, Tubacex reafirma su objetivo de situar el ratio DFN/EBITDA en 3x a lo largo del próximo año. El deterioro del margen EBITDA se explica por la reducción de volúmenes y el peor mix de producto, algo que debería mejorar en 2018. Con todo, confiamos en que la empresa pueda cumplir los objetivos de su PÉ que reflejamos en nuestra nota de junio y deberíamos empezar a ver mejoras notables en 2018, lo que exige cierta dosis de paciencia. Link a los resultados de la compañía.

28/07/2017

TUBACEX (Comprar, P° Objetivo: 4,23€; Cierre: 3,26€): Resultados algo débiles a la espera de un 2018 y 2019 con notable ejecución de cartera.- Presentó ayer sus cuentas del 1S cuyas principales cifras son: Ventas 241,4M€ (-8%), EBITDA 17,6M€ (-12%), EBIT 0,8M€ (-74%), BNA 1,9M€ (+9%). El margen EBITDA se deteriora hasta 7,3% vs 9,9% en 1T'17 y 7,6% en 2T'16. La deuda financiera neta pasa de 206,9M€ a cierre de 2016 a 243,9M€, lo que supone un ratio DFN/EBITDA de 7,5x.Resultados del 2T tomado aisladamente: Ventas 110,1M€ (-22%), EBITDA 4,6M€ (-63%), EBIT -3,8M€ vs 3,7M€ en 2T'16, BNA -0,9M€ vs 2,2M€ en 2T'16.

OPINIÓN.- Los resultados son débiles, algo más débiles de lo esperado por el retraso en la adjudicación de ciertos proyectos. Dicho esto, deberían empezar a mejorar a final de año y especialmente a partir de 2018 y 2019 a medida que se avance en la ejecución de la cartera actual. En cuanto a la deuda, aumenta por el incremento del circulante pero sería de forma coyuntural por la adquisición de materia prima de cara a cubrir los pedidos y también sube por el aumento del stock de producto final (la estrategia de Tubacex Services Solutions se centra en tener capacidad de respuesta para las demandas de los clientes). Estos efectos deberían diluirse de forma que el ratio se situaría por debajo de 3x a cierre de 2018. Link a los resultados de la compañía.

Bankinter Análisis Analista principal de este informe: Aránzazu Cortina (sujetos al RIC): Ramón Forcada Juan Tuesta Esther G. de la Torre Pilar Aranda Joao Pisco Aránzazu Bueno Ana de Castro Rafael Alonso Aránzazu Bueno Susana André

http://www.bankinter.com Avenida de Bruselas, 14 28108 Madrid

http://broker.bankinter.com/

Todos los informes disponibles en: Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

Sector: Industrial

Irán cristaliza el éxito del cambio de estrategia

Tubacex

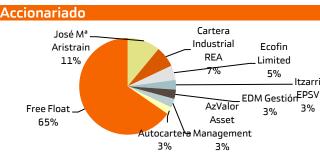
Precio Objetivo: 4,23 € Recomendación: Comprar

Datos Básicos

Capitalización (M €): 475 M€

Último: 3,58 €/acc.

Nº Acciones (M.): 133,0 M acc. Min / Max (52 sem): 2,14/3,78€/acc. Cód. Reuters / Bloomberg: TUBA.MC/TUB.SM



Cifras & Ratios	2016r	2017e	2018e	TAMI (1
Ingresos	494	520	696	3%
EBITDA	35	52	80	22%
Margen Ebitda	7,1%	10,0%	11,5%	19%
EBIT	3	12	37	
Margen Ebit	0,5%	2,3%	5,3%	
BNA	0,5	4,3	17,5	195%
BPA (€/acc.)	0,00	0,03	0,13	195%
DPA (€/acc.)	0,00	0,01	0,04	n.r.
Rentab. Dividendo (2	2) 0,0%	0,3%	1,1%	
DFN	210	200	245	8%
Deuda/Ebitda	6,0x	3,8x	3,1x	
Capital circ./Ventas	33%	35%	35%	
ROE	0,2%	1,4%	5,3%	
PER	n.r.	n.r.	27x	
P/VC	1,2x	1,5x	1,4x	
EV/Ventas	1,5x	1,4x	1,0x	
EV/EBITDA	20,9x	14,0x	9,1x	
(1)Tasa Media Anual de l	ncremento (2	016/18)		

Desglose ventas por sector	2014	2015	2016
E&P Oil&Gas	39%	26%	24%
Refino	30%	30%	16%
Power Gen	15%	26%	48%
Quim & Petroq	13%	13%	11%
Otros (fertilizantes, etc)	3%	5%	1%

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



Fuentes: Bloomberg y propia compañia

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 12 28108 Alcobendas

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

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

Fijamos el Precio Objetivo de Tubacex en 4,23€, lo que se traduce en un potencial de revalorización de +18% desde cotización actual por lo que fijamos nuestra recomendación en Comprar. El cambio de estrategia hacia productos de mayor valor añadido está dando sus frutos como se ha podido comprobar con el reciente contrato de Irán. Por tanto, pensamos que la compañía será capaz de cumplir sus objetivos estratégicos.

El contrato de Irán (550M€) hecho público el pasado 24 de mayo supone un hito para la compañía que corrobora el éxito de la estrategia de los últimos años. Tubacex ha realizado un movimiento en la cadena de valor hacia productos premium, mercado con un menor número de competidores. Además, está reestructurando sus fábricas para mover la producción hacia regiones de menor coste. La planta de Austria se dedicará principalmente a producto premium mientras que el producto tradicional se trasladará a Asia (India y Tailandia) donde el costes de mano de obra es inferior.

En definitiva, el giro de la Compañía hacia productos de mayor valor añadido le permitirá ir mejorando sus márgenes (EBITDA/Ventas de 7% en 2016 hacia 15% en 2020). Además, reduce la variabilidad del negocio dado que el producto premium se vende a precio fijo (se cierra el precio del níquel) de forma que se reduce su dependencia de la

Dicho esto, la compañía no ha mejorado su Plan Estratégico a raiz del contrato de Irán. En cualquier caso, realizará una actualización en julio o septiembre. Ahora bien, la elevada cartera actual (700M€ en producto premium) facilita que se cumplan los objetivos del mismo (Ventas de 1.000M€ en 2020 con un margen EBITDA del 15%) si bien es probable que realice alguna adquisición para poder alcanzar la cifra de ventas objetivo. Esto sería consistente con la estrategia de la Compañía de ir cubriendo toda la cadena de valor y poder ofrecer una solución integrada a sus clientes (actualmente centrada en fabricación pero podría completar su actividad en el área de ingeniería y/o logística).

En cuanto a la evolución de la deuda, no pensamos que vaya a producirse un descenso de la misma pero la subida del EBITDA permitirá que los ratios de apalancamiento vayan mejorando desde un ratio DFN/EBITDA de 6x este año hacia 2x en 2020 (ó 2,5x si hay alguna operación de M&A), de forma que la perspectiva de riesgo sobre la deuda se mitiga claramente.

Por el lado del dividendo, después de haberlo suspendido en 2016, podría volver a realizar un pago con cargo a los resultados de este año (suponemos *payout* del 30%).

El cambio de estrategia hacia productos de mayor valor añadido está dando sus frutos como se ha podido comprobar con el reciente contrato de Irán. Por tanto, pensamos que la compañía será capaz de cumplir sus objetivos estratégicos. Dicho esto, el 2T se presenta algo débil dado que optar al contrato de Irán les ha exigido una capacidad ociosa que se notará en su PyG, algo que revertirá en 2018 y 2019 cuando sus fábricas trabajarán a plena capacidad.

Página 1/2

Análisis

Nota compañía: Tubacex

TAMI:	Tasa anua	l media de	incremento.
17 (1711.	i usu uiiuu	i iiicaia ac	mici cilicilito.

						• •			
PyG (M€)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021 e T.	AMI'16/21
Ingresos	547	533	494	520	696	764	1.000	1.050	16%
Costes	-483	-485	-459	-468	-616	-659	-850	-893	
EBITDA	64	49	35	52	80	105	150	158	35%
<i>Margen EBITDA</i>	11,7%	9,2%	7,1%	10,0%	11,5%	13,8%	15,0%	15,0%	
EBIT	44	16	3	12	37	62	108	116	116%
Margen EBIT	8,0%	2,9%	0,5%	2,3%	5,3%	8,2%	10,8%	11,1%	
BAI	33	2	-6	4	21	43	88	94	n.r.
BNA	23,7	8,4	0,5	4,3	17,5	34,4	66,2	70,2	
BPA	0,18	0,07	0,00	0,03	0,13	0,26	0,50	0,53	169%
DPA	0,07	0,03	0,00	0,01	0,04	0,08	0,15	0,16	
Balance (M€)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021 e T	AMI'16/21
Inmovilizado	287	394	402	387	384	381	369	358	
Activo circulante	304	322	302	306	409	449	588	618	
Tesorería	109	143	148	164	185	184	238	250	
Total Activo	700	859	852	857	978	1.015	1.195	1.226	7,5%
	, 00	000	052	05,	5.0				
Patrimonio Neto	285	318	314	317	329	353	399	448	
Patrimonio Neto Otros Pasivos								448 46	
	285	318	314	317	329	353	399		
Otros Pasivos	285 42	318 49	314 42	317 43	329 44	353 45	399 45	46	
Otros Pasivos Acreedores	285 42 111	318 49 128	314 42 138	317 43 134	329 44 176	353 45 188	399 45 243	46 255	7,5%

Va	loración [Descuento (Cash F	low Li	bre O	perati	ivo (M€)
----	------------	-------------	--------	--------	-------	--------	-------	-----

	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	Valor R
+BNA	4	18	34	66	70	El VR se calcula partiendo de un
+Amortizaciones	40	43	43	42	41	CFL normalizado estimando su
=CF Operativo	45	61	77	109	111	media de ciclo completo (fase
+Gtos Financieros * (1-T)	7	14	15	14	17	expansiva y contractiva).
- Inversión en activo fijo	(25)	(40)	(40)	(30)	(30)	
- Inversión en circulante	(9)	(61)	(28)	(84)	(17)	
=CFL Operativo	18	-27	25	9	81	1.001

EV	788	WACC 7,0%
-DFN	-210x	g 2,0%
-Minoritarios y provisiones	(27)	N° acciones (M) 133,0
+Autocartora	17	

EqV 563 2017e 2018e 2019e 2020e Precio objetivo 4,2 €/acción PER implícito 129,5 x 32,1x16,4 x 8,5xEV/EBITDA implícito 15,1 x 9,8 x 7,5x5,3x

Matriz de Sensibilidad del Precio Objetivo

		Tasa de crecimiento sostenido								
		1,2%	1,4%	1,6%	1,8%	2,0%	2,2%	2,4%	2,6%	2,8%
Coste	5,0%	6,5	6,9	7,3	7,9	8,4	9,1	9,9	10,8	11,9
medio	5,5%	5,4	5,8	6,1	6,5	6,9	7,4	8,0	8,6	9,3
de los	6,0%	4,6	4,9	5,2	5,5	5,8	6,1	6,5	7,0	7,5
Recursos	6,5%	4,0	4,2	4,4	4,6	4,9	5,2	5,5	5,8	6,2
(WACC)	7,0%	3,5	3,6	3,8	4,0	4,2	4,4	4,6	4,9	5,2
	7,5%	3,0	3,1	3,3	3,4	3,6	3,8	4,0	4,2	4,4
	8,0%	2,6	2,7	2,9	3,0	3,1	3,3	3,4	3,6	3,8
	8,5%	2,3	2,4	2,5	2,6	2,7	2,8	3,0	3,1	3,2
	9,0%	2,0	2,1	2,2	2,3	2,4	2,5	2,6	2,7	2,8

Fuente: Propia compañía, Bloomberg y Análisis Bankinter.

Eva del Barrio (analista principal de este informe)

Equipo de Análisis de Bankinter:

Página 2/2

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

Ramón Forcada Jesús Amador Rafael Alonso Ramón Carrasco Ana Achau (Asesoramiento) Avda. Bruselas 12 Ana de Castro Belén San José Esther G. de la Torre Aránzazu Bueno Joao Pisco Susana André (Support) 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.