

Talgo (TLGO), Mayo 2017

TALGO (TLGO)

Reinicio de Cobertura

Sector: Fabricación y Montaje de Bienes de Equipo (Mat. Básicos, Industria y Construcción)

ACUMULAR
RIESGO: ALTO

Accionistas:

 Pegaso Transportation International: 35,0%
 MCH Inversiones: 8,9%

 Precio acción (05/05/17): EUR 5,60
 Precio objetivo (12 meses): EUR 6,39
 # de acciones (mill): EUR 136,83
 Capitalización bursátil (mill): EUR 766,26
 Máx/Mín 2017: EUR (5,66/4,40)
 Máx/Mín (12 meses): EUR (5,66/3,55)
 % Máx/Mín (12 meses): -1/58

Analista: Paula Sampedro

 Tel: 34 - 91 - 573 3027
 Fax: 34 - 91 - 504 4046

 PER 12 : --
 PER 13: --
 PER 14: --
 PER 15: 13,1
 PER 16: 12,4
 PER 17E: 15,8
 PER 18E: 16,5
 PER 19E: 11,0

Mesa de contratación

 Enrique Zamácola / Javier de Pedro
 Tel: 34 - 91 - 573 3027
 Fax: 34 - 91 - 504 4046

Principales Ratios

| | EV/Ebitda | Ebitda (*) | B° Neto (*) | Cash-flow (*) | BPA | CF acción | Dividendo acción | Pay-out (%) |
|-------|-----------|---------------|----------------|------------------|------|-----------|---------------------|----------------|
| 2012 | -- | 67,39 | 35,38 | 42,70 | 0,28 | 0,34 | 0,00 | 0 |
| 2013 | -- | 58,02 | 30,98 | 38,19 | 0,23 | 0,28 | 0,00 | 0 |
| 2014 | 10,5 | 69,75 | 38,48 | 55,30 | 0,28 | 0,40 | 0,00 | 0 |
| 2015 | 8,5 | 104,13 | 59,58 | 78,85 | 0,44 | 0,58 | 0,00 | 0 |
| 2016 | 8,9 | 107,93 | 61,85 | 81,58 | 0,45 | 0,60 | 0,07 | 16 |
| 2017E | 9,4 | 92,42 | 48,47 | 70,34 | 0,35 | 0,51 | 0,07 | 20 |
| 2018E | 7,6 | 89,93 | 46,48 | 69,31 | 0,34 | 0,51 | 0,10 | 28 |
| 2019E | 5,3 | 119,11 | 69,68 | 93,46 | 0,51 | 0,68 | 0,08 | 16 |

(*) EUR millones

Link Securities - Juan Esplandiú, 15 - planta baja - Madrid 28007 - España - Tel: 34 - 91 - 504 0612 - Fax: 34 - 91 - 504 4046

Talgo (TLGO), Mayo 2017

Factores Claves de la Inversión

- **Talgo (TLGO, la Compañía o el Grupo) es uno de los principales fabricantes de material rodante de España.** Está especializado en los segmentos Muy Alta Velocidad y Alta Velocidad y en coches de pasajeros pendulares, aunque está desarrollando un nuevo producto destinado al transporte regional de pasajeros, ampliando así su cobertura del sector.
- Además, **como parte integral de su modelo de negocio la Compañía realiza el mantenimiento de todos aquellos trenes y coches de pasajeros que fabrica** e, incluso, algunos fabricados por terceros, lo que le otorga una serie de ventajas competitivas al cerrar el ciclo tecnológico del producto y, además, le aporta recurrencia a la cuenta de resultados.
- Apalancándose en esta experiencia, **TLGO ha abierto otra nueva línea de actividad, la de la remodelación integral y extensión de la vida de material rodante**, con una primera adjudicación para el metro de Los Ángeles (EEUU) en septiembre de 2016.
- **Los trenes y coches Talgo tienen una tecnología propia diferencial que parte de un concepto de base de producto distinto al de la competencia:** cambio de ancho de vía, pendulación natural, ruedas independientemente guiadas, configuración articulada de coches, construcción ligera y piso bajo.
- **Esta tecnología es especialmente atractiva en mercados donde el coste de la inversión es un factor determinante**, ya que permite acortar los tiempos de trayecto sin necesidad de invertir en infraestructura, además de reducir el consumo energético y los costes de explotación y mantenimiento. Por ello, creemos que tiene importantes oportunidades de crecimiento en los mercados emergentes
- **Es previsible que la demanda del mercado ferroviario mundial mantenga un crecimiento anual de alrededor del 2,6% en los próximos años**, gracias a la demanda de movilidad, al crecimiento de la población, al desarrollo de los países emergentes y a la liberalización de los mercados maduros, acompañada de cierta demanda de reposición en estos últimos mercados.
- **TLGO se acaba de adjudicar un importante contrato para RENFE que podría alcanzar hasta EUR 1.300 millones**, lo que le da visibilidad a su cuenta de resultados para los próximos tres años. Además, con este contrato pone en mercado su nueva plataforma de Muy Alta Velocidad, AVRIL.
- Con todo ello, **esperamos que TLGO pueda mantener un alto nivel de actividad en los próximos años.** No obstante, **la flexibilidad de su estructura productiva le permite adaptarse fácilmente a descensos puntuales de su cartera de negocio**, lo que limita el riesgo inherente al negocio.
- Además, **TLGO cuenta con una sólida estructura financiera, fruto de su gran capacidad de generación de caja**, que le permitirá tener cierta flexibilidad para desarrollar su actividad. En concreto, calculamos que el Grupo dispondrá de Tesorería neta a partir de 2018.
- **Esperamos que TLGO alcance un beneficio neto de explotación (EBIT) de EUR 95 millones en 2019**, lo que supone una tacc del 2,8% respecto a 2016. Para el beneficio neto proyectamos un crecimiento tacc del 4,1% en el periodo.
- **Hemos valorado TLGO por fundamentales estableciendo un precio objetivo para sus acciones de EUR 6,39**, respecto al que éstas presentan en la actualidad un potencial de revalorización del 14%. No obstante, debemos señalar que algunos mercados objetivo a los que se dirige el Grupo tienen cierto riesgo. Esto, y la concentración de la cartera de TLGO actualmente en unos pocos clientes, hacen que calificamos el riesgo de la inversión como **ALTO**. A medida que aumente el peso de la actividad de mantenimiento en el negocio de TLGO y se produzca su entrada efectiva en los trenes regionales, mayor será la recurrencia y la visibilidad de los resultados del Grupo. Con todo ello, reiniciamos nuestra cobertura de TLGO con una recomendación de **ACUMULAR** el valor, aunque limitaríamos el peso del mismo en nuestra cartera.

RECOMENDACIÓN: ACUMULAR
RIESGO: ALTO

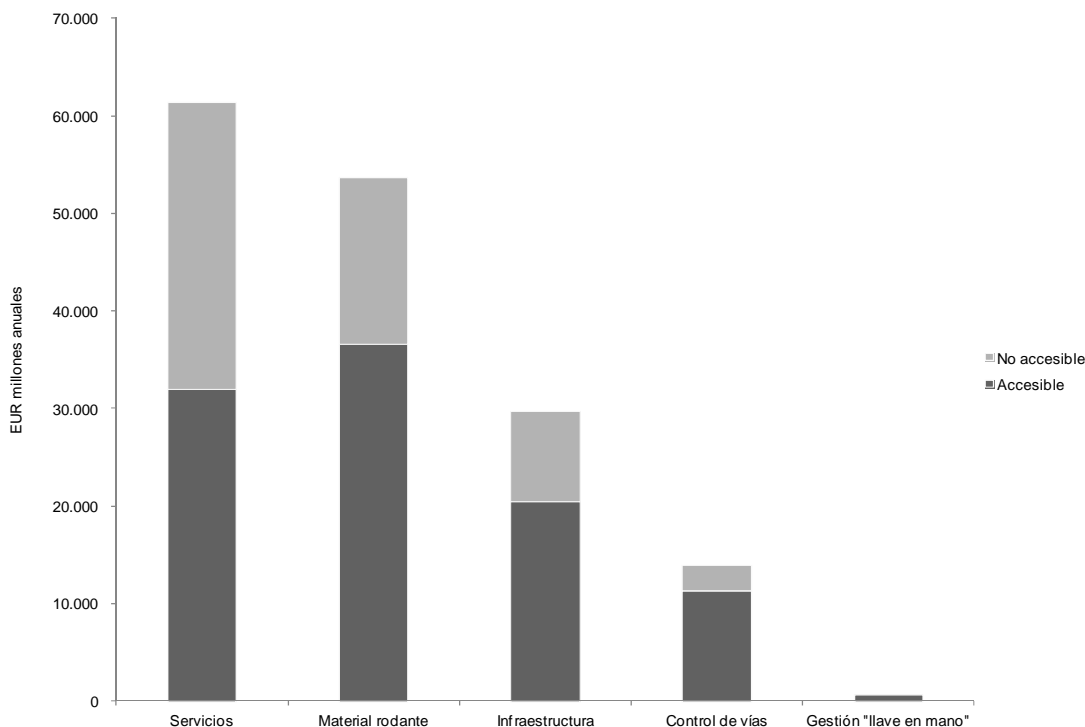
EL SECTOR DEL TRANSPORTE FERROVIARIO SIGUE PRESENTANDO UNAS BUENAS PERSPECTIVAS A NIVEL GLOBAL

Según el *World Rail Market Study* realizado por la consultora Roland Berger para la Asociación de la Industria Ferroviaria Europea (UNIFE), el mercado de suministros ferroviarios global alcanzó un volumen de EUR 159.300 millones anuales en el periodo 2013–2015, nivel récord y que supone un crecimiento del 3% respecto al periodo de estudio anterior, 2011–2013. Dentro de este sector, el segmento de material rodante supuso un 34% del mercado en 2013–2015, con un volumen de EUR 53.700 millones, tras haber aumentado un 5,8% respecto al periodo anterior.

Además, el estudio proyecta un crecimiento del 2,6% anual en el sector en su conjunto en los próximos años, hasta alcanzar EUR 185.000 millones anuales en el periodo 2019–2021, con los segmentos de servicios y material rodante aportado un 68% del crecimiento esperado en términos absolutos.

Gráfico n. 1

MERCADO GLOBAL ESTIMADO DE SUMINISTROS FERROVIARIOS (2013-2015)



Fuente: *World Rail Market Study* (Roland Berger para UNIFE).

Dentro de este contexto, TLGO ha identificado oportunidades de crecimiento por importe de EUR 8.500 millones (sin incluir servicios de mantenimiento; EUR 11.900 millones incluyéndolos) en las que está trabajando de forma activa y que podría adjudicarse en el periodo 2017–2020.

Talgo (TLGO), Mayo 2017

Recordamos que para el segmento de Muy Alta Velocidad TLGO acaba de desarrollar una nueva plataforma, el Talgo Avril, que pondrá en servicio por primera vez con la reciente adjudicación de un contrato de hasta 30 trenes para RENFE, tras ocho años de desarrollo y EUR 50 millones invertidos en dicha plataforma. Por tanto, el contrato adjudicado por RENFE permitirá que la Compañía ponga en funcionamiento esta nueva plataforma, pasando a ser un producto probado de cara a su presentación a nuevos concursos. En este sentido, indicar también que TLGO ganó el concurso con la puntuación más alta en las dos categorías: la técnica, con una puntuación de 29,616 puntos de los 35 a adjudicar; y la económica, con 65 puntos, el total de los puntos que se podían conseguir. Estas puntuaciones consideramos que respaldan la calidad del producto y su competitividad en precio de cara a futuros nuevos concursos.

Además, y con sus productos tradicionales, la Compañía tiene una atractiva oportunidad en los mercados con grandes corredores donde el transporte ferroviario es importante pero donde no hay una infraestructura moderna desarrollada y una renovación de la misma es difícil, ya que gracias a su diseño los trenes de TLGO son capaces de reducir significativamente el tiempo de viaje en las infraestructuras existentes. Por tanto, una importante oportunidad de negocio se encuentra en países en vías de desarrollo, como India, enorme mercado ferroviario donde la Compañía estuvo realizando pruebas el pasado año con un tren que trasladó al país, reduciendo en alrededor de un 25% el tiempo necesario en el trayecto Nueva Delhi–Bombay .

Mientras, para el segmento de Trenes Regionales y Cercanías, mercado en el que la Compañía todavía no está presente, acaba de desarrollar el nuevo Talgo EMU. Este último mercado es muy competitivo al contar con un elevado número de fabricantes y, por tanto, los márgenes de explotación son más estrechos, si bien también está compuesto por órdenes más pequeñas y más frecuentes, por lo que la entrada de TLGO en este segmento suavizará la entrada de pedidos en su cartera. Señalar, además, que este mercado es mucho mayor que al que se dirigía la Compañía hasta ahora, por lo que TLGO llevará a cabo una aproximación al mismo muy selectiva y espera que la incorporación de esta actividad no se traduzca en un deterioro de los márgenes de explotación del Grupo.

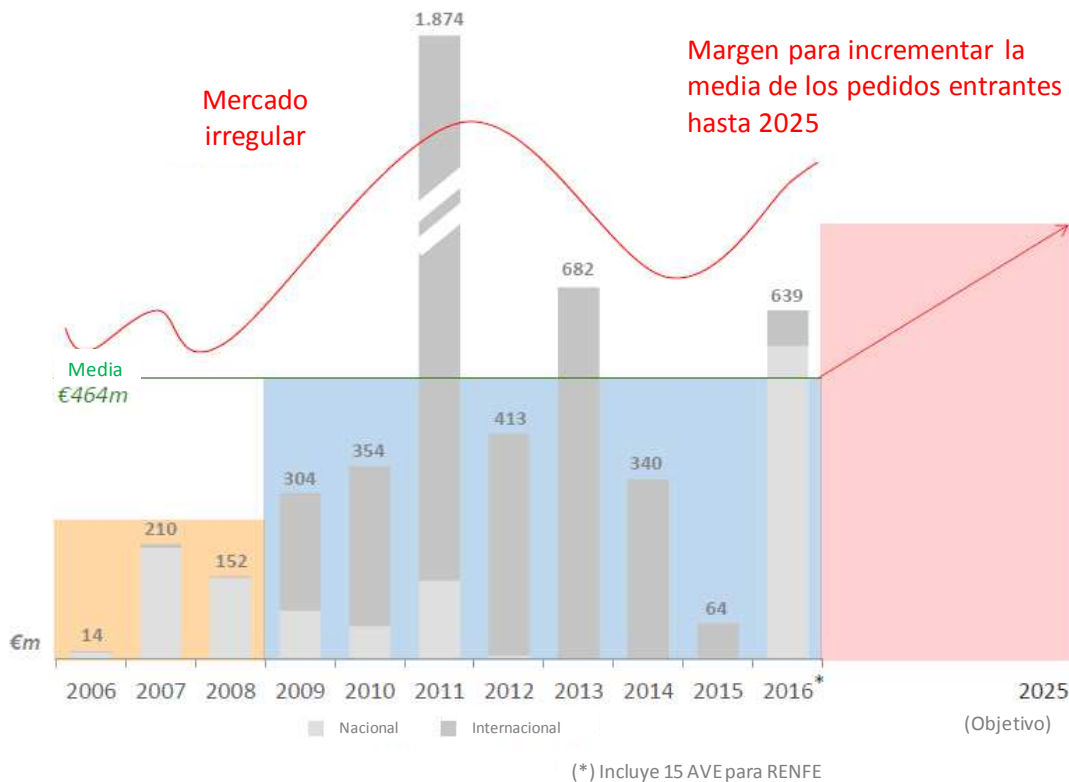
Además, la Compañía va a impulsar una nueva línea de negocio, la de Renovación de Material Rodante, actividad en la que se adjudicó un primer contrato el pasado año consistente en la remodelación de 74 vehículos ferroviarios para la Autoridad de Transporte Metropolitano del Condado de Los Ángeles (LACMTA por sus siglas en inglés). Creemos que con esta nueva línea de negocio TLGO demuestra su flexibilidad para adaptarse al mercado y ofrecer nuevos servicios con los que crecer en el sector. La Compañía espera que esta actividad, en donde la competencia es reducida y los márgenes elevados, vaya ganando peso en su cuenta de resultados en los próximos años.

También señalar que la nueva estrategia comercial del Grupo va a suponer el desarrollo de una actividad más proactiva para la consecución de contratos, con un reenfoco hacia el cliente, frente al anterior enfoque basado en mercados geográficos. Además, la oferta de la Compañía se va a basar en una cartera de producto compuesta por plataformas estandarizadas con un alto grado de posibilidades de personalización en función de las necesidades del cliente, lo que supondrá una mayor eficiencia de la Compañía en los tiempos de comercialización.

Con estas nuevas iniciativas TLGO espera multiplicar hasta en 4 veces el número de ofertas presentadas y seguir creciendo con un ritmo de adjudicaciones más regular año tras año, sin que ello signifique el descenso de la calidad de los proyectos en cartera.

En cualquier caso, al ser un integrador de sistemas y producir internamente sólo aquellos componentes críticos, TLGO tiene una gran capacidad de adaptarse a las fluctuaciones de su cartera de pedidos. Así, sólo un 21% de sus costes son fijos. Además, y en la misma línea, la Compañía tiene la posibilidad de alquilar temporalmente instalaciones para llevar a cabo contratos adjudicados en geografías en las que no tiene instalaciones productivas, como el adjudicado para el LACMTA.

NUEVA NATURALEZA DE LA CARTERA DE PEDIDOS DE TALGO



Fuente: Presentación Día de Inversores de Talgo (imagen modificada para traducirla al español).

LOS RESULTADOS DE TALGO EN 2016 REFLEJAN EL FUERTE CRECIMIENTO DE LA ACTIVIDAD DE FABRICACIÓN, SI BIEN LOS MÁRGENES DE EXPLOTACIÓN SE HAN VISTO PRESIONADOS A LA BAJA

En el ejercicio 2016 TLGO obtuvo un beneficio neto atribuible de EUR 61,9 millones, un 3,8% superior al alcanzado en el ejercicio anterior. No obstante, en términos ajustados el beneficio neto atribuible retrocedió un 5,4% hasta EUR 72,9 millones.

Los ingresos netos del Grupo aumentaron un 11,3% en tasa interanual, hasta EUR 579,8 millones gracias principalmente al crecimiento de la actividad de fabricación, derivado de la fuerte cartera de negocio con la que cuenta el Grupo y, en especial, del contrato que tiene en Arabia Saudita (AVE Meca-Medina).

No obstante, la nueva contratación en el año volvió a ser reducida, EUR 94 millones, superior a los EUR 64 millones de 2015 pero inferior a los casi EUR 550 millones anuales de media entre 2010 y 2016. Esto se ha debido al retraso en la adjudicación de algunos proyectos, como el caso del AVE en España (adjudicado a

Talgo (TLGO), Mayo 2017

finales de 2016 pero firmado ya en 2017), así como por la ralentización en la ejecución de algunos proyectos de infraestructuras, dentro de la irregularidad en la adjudicación natural del mercado de los segmentos en los que opera la Compañía, con pocos contratos de gran importe. Entre los proyectos adjudicados en 2016 destaca el contrato ya mencionado para la renovación de los sistemas y subsistemas críticos de hasta 74 vehículos (38 iniciales más una opción de 36 más) de la Línea Rojo del Metro de los Ángeles, en EEUU, por un importe de \$ 72,9 millones.

El cash flow de explotación (EBITDA) ajustado (excluyendo cargos como el plan de incentivos a largo plazo o el coste de salida a Bolsa en 2015) registró un descenso del 6,0%, hasta EUR 113,3 millones, lo que implica un deterioro del margen sobre ingresos desde el 23,1% hasta el 19,5%. Señalar que los márgenes del Grupo se vieron puntualmente lastrados en 2016 por unos costes de certificación más elevados de lo esperado en un proyecto en Rusia, cargo que se registró en el 1S2016.

No obstante, incluyendo costes no recurrentes, que fueron más elevados en 2015 por la salida a Bolsa del Grupo, el EBITDA aumentó un 3,6%, hasta EUR 107,9 millones, con un deterioro de este margen sobre ingresos desde el 20,0% en 2015 hasta el 18,6% en 2016.

En términos ajustados el beneficio neto de explotación (EBIT) retrocedió un 1,9%, hasta EUR 102,4 millones, equivalente al 17,7% de los ingresos (20,0% en 2015), como consecuencia de los menores costes por provisiones registrados. Excluyendo ajustes el EBIT aumentó un 9,5% en tasa interanual, hasta EUR 87,6 millones, es decir, un 15,1% sobre ingresos (15,4% 2015), tras unos menores costes no recurrentes en 2016, tal y como hemos señalado antes.

El coste financiero neto alcanzó EUR 6,9 millones en 2016 frente a EUR 5,0 millones en 2015 debido al incremento de la deuda financiera como consecuencia de la necesidad de financiar un repunte puntual del capital circulante —el capital circulante de la Compañía presenta fuertes variaciones en función del momento en el que se encuentre cada proyecto. Esto, y una tasa impositiva efectiva de alrededor del 23,4% (20,6% en 2015) dio lugar al beneficio neto de EUR 61,9 millones antes señalado.

LAS NUEVAS ADJUDICACIONES DAN MÁS VISIBILIDAD A LA CUENTA DE RESULTADOS DEL GRUPO EN EL MEDIO PLAZO

Tal y como hemos adelantado antes, TLGO se adjudicó en diciembre de 2016 el contrato para la fabricación y mantenimiento de 15 trenes AVE para RENFE, con posibilidad de extenderlo a 15 trenes más (que según ha anunciado RENFE podrían ser activados en mayo). El contrato incluye el mantenimiento de los trenes por un periodo de 30 años, prorrogable 10 años más. El plazo de entrega de los 15 trenes adjudicados inicialmente es de 36 meses.

El importe total del contrato inicial (15 trenes) alcanza EUR 786 millones, de los que EUR 566 millones corresponden a TLGO. En concreto, el valor de la parte de fabricación de los trenes ya adjudicados alcanza EUR 338 millones, mientras que el valor del contrato de mantenimiento asciende a EUR 449 millones, siendo este último desarrollado a través de una *joint venture* con RENFE en la que TLGO participa en un 51%. La opción de los 15 trenes adicionales calculamos que incrementará el contrato hasta alrededor de EUR 1.300 millones.

Dicha adjudicación da un nuevo impulso a la cartera de pedidos del Grupo, que cerró 2016 en EUR 2.600 millones y aporta así una importante visibilidad a sus resultados en los próximos tres años.

Teniendo en cuenta las perspectivas que presenta el sector así como los contratos que tiene en cartera el Grupo, hemos procedido a proyectar sus resultados hasta el ejercicio 2019. Tal y como hemos señalado, la cartera actual de TLGO le da visibilidad para los próximos tres años y posteriormente sus resultados

Talgo (TLGO), Mayo 2017

dependerán de los contratos que el Grupo se vaya adjudicando hasta entonces, que no podemos prever. En cualquier caso, calculamos que para mantener un elevado ritmo de facturación el Grupo debería ser capaz de adjudicarse alrededor de un 25% de las oportunidades de adjudicación que ha identificado y en las que ya está trabajando, porcentaje que consideramos más que factible, teniendo en cuenta que TLGO históricamente se ha adjudicado gran parte de los contratos a los que ha presentado una oferta. Igualmente, señalar que las adjudicaciones que TLGO necesita para mantener un elevado nivel de actividad en fabricación de material rodante equivalen a alrededor del 3% del total del mercado accesible cuantificado por UNIFE.

No obstante, creemos que los mercados objetivos a los que apunta TLGO tienen cierto riesgo y, teniendo en cuenta que el producto de TLGO depende de inversiones estatales de importante cuantía, debemos advertir de que desarrollos macroeconómicos y/o geopolíticos no previstos podrían afectar el mercado futuro al que pueda dirigirse la Compañía. Igualmente, la Compañía todavía no ha establecido su presencia en los segmentos de mercado más recurrentes, y hasta que alcance cierto volumen en ellos, su cartera de pedidos puede registrar fuertes variaciones.

Con esto, esperamos que TLGO alcance un beneficio neto atribuible de EUR 48,5 millones en 2017, un 21,6% por debajo del alcanzado en 2016, como consecuencia del menor volumen de actividad, ya que prevemos que el contrato de RENFE aporte todavía poco en este ejercicio. Posteriormente, prevemos un nuevo repunte hasta EUR 69,7 millones en 2019, lo que supone una tasa anual de crecimiento compuesto (tacc) del 4,1% respecto a 2016, gracias a un nuevo crecimiento de la actividad y al descenso de los gastos financieros, tal y como explicamos a continuación.

Esperamos que la facturación del Grupo crezca a una tacc del 4,2% en el periodo proyectado, hasta EUR 655,3 millones en 2019. Esta evolución será producto principalmente del crecimiento de la actividad de mantenimiento ligero, como consecuencia de la puesta en funcionamiento de los trenes de la línea Meca–Medina. Por el contrario, esperamos un ligero descenso de la facturación de fabricación, a pesar de la reciente adjudicación del contrato de RENFE que no podrá compensar la finalización del contrato para la línea La Meca–Medina. Señalar que en estas previsiones hemos incluido EUR 10 millones de facturación en 2018 y EUR 200 millones en 2019 procedente de nuevas posibles adjudicaciones que la Compañía todavía no tiene en cartera, cifra que nos parece conservadora dadas las oportunidades que presenta el sector.

Cuadro n. 1
PROYECCIONES DE RESULTADOS DE EXPLOTACIÓN (2016–2019E)

| EUR millones | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | Tasa (19/16) |
|------------------|-------|--------|-------|-------|--------------|
| Cifra de negocio | 579,8 | 501,6 | 501,8 | 655,3 | 4,2% |
| Crecimiento (%) | | -13,5% | 0,0% | 30,6% | |
| EBITDA ajustado | 113,3 | 97,8 | 95,3 | 124,5 | 3,2% |
| Crecimiento (%) | | -13,7% | -2,5% | 30,6% | |
| Margen (%) | 19,5% | 19,5% | 19,0% | 19,0% | |
| EBIT ajustado | 102,4 | 83,9 | 80,5 | 108,7 | 2,0% |
| Crecimiento (%) | | -18,0% | -4,1% | 35,1% | |
| Margen (%) | 17,7% | 16,7% | 16,0% | 16,6% | |
| EBIT | 87,6 | 70,5 | 67,1 | 95,3 | 2,8% |
| Crecimiento (%) | | -19,5% | -4,9% | 42,1% | |
| Margen (%) | 15,1% | 14,1% | 13,4% | 14,5% | |

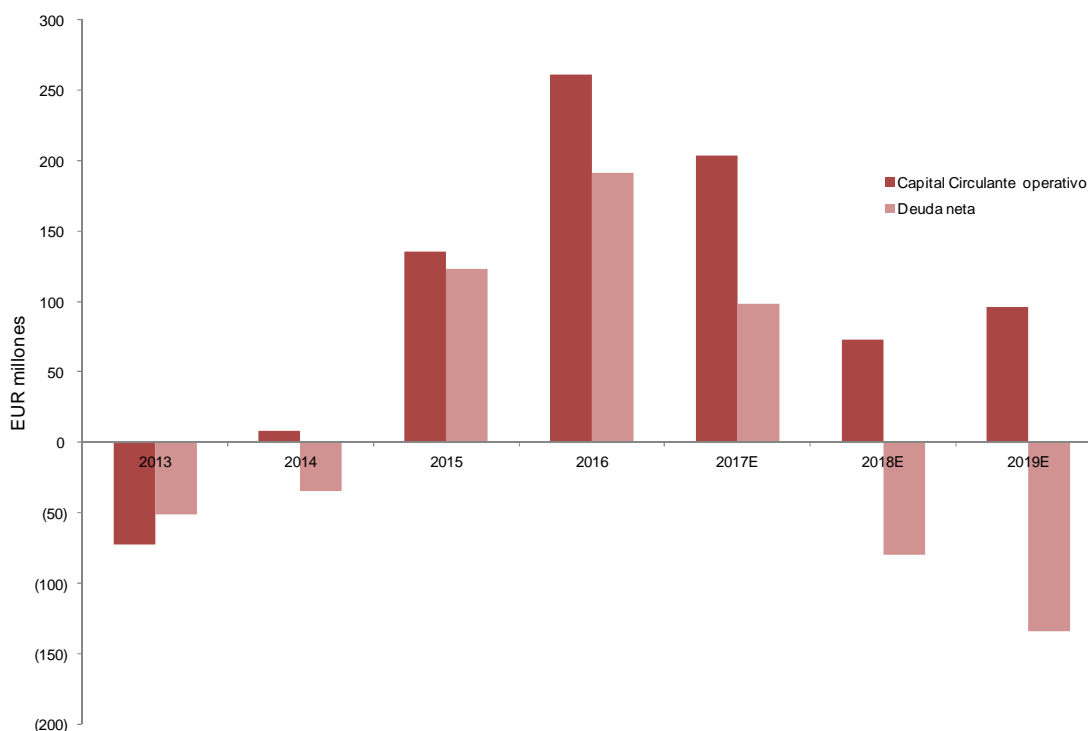
Fuente: Estados financieros de TLGO 2016. Proyecciones propias.

Talgo (TLGO), Mayo 2017

En nuestras proyecciones hemos mantenido en 2017 el margen EBITDA/ ajustado en el 19,5% y lo hemos bajado hasta el 19,0% en 2018 y 2019, ya que hemos decidido ser conservadores ante la entrada del Grupo en el nuevo segmento de actividad de trenes Regionales y de Cercanías, con menores márgenes. Con esto, proyectamos un crecimiento del EBITDA ajustado del 3,2% tacc hasta EUR 124,5 millones en 2019.

Las amortizaciones crecerán a una tacc del 6,4% debido a que la Compañía deberá incorporar todavía las de la inversión realizada para desarrollar su nuevo tren de cercanías. Por lo demás, no preveemos inversiones adicionales significativas en inmovilizado. En concreto, contemplamos unas inversiones de alrededor de EUR 40 millones en todo el periodo proyectado. Con esto, estimamos un crecimiento del EBIT del 2,8%, hasta EUR 95,3 millones, en 2019.

Descartando inversiones adicionales que el Grupo pueda llevar a cabo en el periodo y que no podemos adelantar, esperamos que el Grupo vuelva a disponer de tesorería neta a partir de 2018 gracias al descenso de la inversión en circulante como consecuencia de la finalización del contrato La Meca-Medina, así como a la caja recurrente generada por la actividad del Grupo. En este sentido, señalar que esperamos que en los próximos años el Grupo tenga que invertir más en circulante que en el pasado, debido a las peores condiciones en cuestiones de adelantos por parte de los clientes de los nuevos contratos y, en especial, de aquellos que se adjudique en el segmento de trenes de cercanías.

Gráfico n. 3
EVOLUCIÓN DE LA DEUDA FINANCIERA NETA VS CAPITAL CIRCULANTE OPERATIVO (2013-2019E)


Fuente: Estados financieros de la Compañía; estimaciones propias.

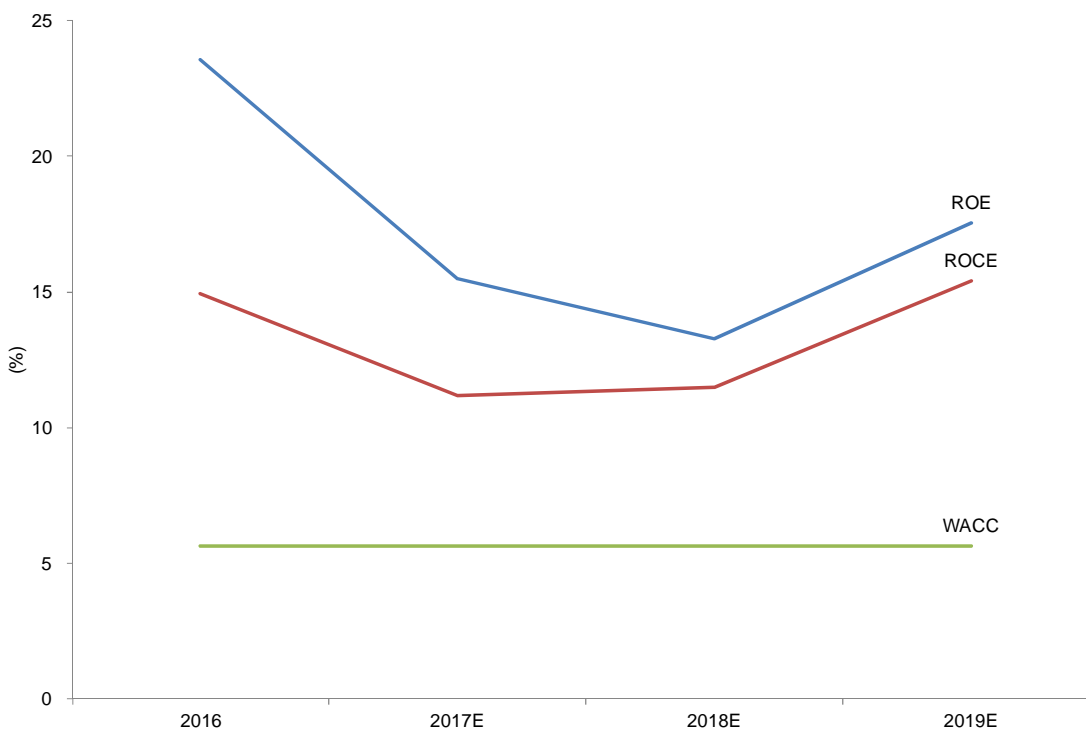
Nota: El cálculo de deuda neta excluye Otros activos financieros (principalmente adelantos de las Administraciones Públicas relativos a inversiones en I+D). Por su lado, el circulante operativo se ha calculado como Existencias + Cuentas a Cobrar- Cuentas a Pagar.

Talgo (TLGO), Mayo 2017

Con esto, esperamos un descenso de los gastos financieros netos desde EUR 6,9 millones en 2016, hasta EUR 3,6 millones en 2019 –no hemos contemplado la amortización anticipada de los préstamos con los que cuenta el Grupo a pesar de la acumulación de Tesorería. Tras esto, esperamos que el Beneficio Antes de Impuestos (BAI) crezca a una tasa del 4,3% tacc hasta 2019, año en el que calculamos se situará en EUR 91,7 millones

Con esto, y aplicando una tasa impositiva de alrededor del 24% en todo el periodo proyectado, contemplamos un crecimiento del beneficio neto atribuible del 4,1% tacc, hasta EUR 69,7 millones en 2019, tal y como hemos señalado.

Con estos resultados calculamos que el retorno del capital invertido medio (ROCE) descenderá ligeramente en 2017 para recuperarse en los años siguientes, principalmente a partir de 2019, si bien se mantendrá siempre muy por encima del coste medio ponderado del capital invertido (WACC), con lo que podemos concluir que el Grupo creará valor en términos de *Economic Value Added* (EVA). La evolución de la rentabilidad sobre los fondos propios (ROE) será similar. Ésta se mantendrá en todo momento por encima del ROCE, lo que significa que la estructura de capital seguirá siendo eficiente en términos de la rentabilidad alcanzable por el accionista.

Gráfico n. 4
EVOLUCIÓN DE ROCE Y ROE VS WACC (2016–2019E)


Fuente: Estados financieros del Grupo; elaboración propia.

En cuanto a la remuneración al accionista, señalar que TLGO va a llevar a cabo un aumento de su capital social mediante la emisión de nuevas acciones ordinarias de EUR 0,301 de valor nominal cada una, sin prima de emisión, con cargo a reservas, ofreciendo a los accionistas la posibilidad de vender los derechos de asignación

Talgo (TLGO), Mayo 2017

gratuita a la propia sociedad (*script dividend*). El importe del aumento y el número de acciones a emitir está por determinar, con un máximo establecido de EUR 10 millones.

Al mismo tiempo, va a reducir su capital social mediante la amortización de un máximo de 2,5 millones de acciones propias representativas del 1,83% de su capital social. Para ello, está llevando a cabo un programa de recompra de acciones propias por un importe máximo de 2,5 millones de acciones o EUR 10 millones.

Con esta iniciativa la Compañía inicia su política de remuneración al accionista, lo que valoramos positivamente.

HEMOS VALORADO TALGO EN EUR 6,39 POR ACCIÓN, LO QUE A LOS PRECIOS ACTUALES SUPONE UN POTENCIAL DE REVALORIZACIÓN DEL 14%

Hemos valorado TLGO utilizando un modelo de descuento de flujos de caja del inversor ajustado a impuestos con el que hemos obtenido un valor para la Compañía de EUR 1.263,56 millones, lo que supone un precio por acción de EUR 9,23. A este valor hemos decidido aplicarle un descuento del 20% debido a que el capital que fluctúa libremente (*free-float*) del Grupo es sólo de alrededor de EUR 430 millones en la actualidad, lo que limita la liquidez del valor en Bolsa, por un lado, y hace que éste tenga menos interés para los inversores internacionales, por el otro. Una vez aplicado el descuento obtenemos un precio de EUR 7,39 por acción. Las principales hipótesis incluidas en nuestro modelo de valoración se detallan en la exposición que hemos realizado de nuestras estimaciones de resultados para el periodo 2017–2019. El coste medio ponderado del capital del Grupo (WACC), tasa a la que descontamos los flujos de caja estimados, es del 5,62% (su cálculo se recoge en el anexo n. 3).

Asimismo, hemos valorado TLGO en función de los multiplicadores bursátiles para el ejercicio 2016 a los que cotizan sus competidores CAF y Alstom. Hemos descartado incluir en nuestro grupo de referencia a Bombardier, ya que también tiene actividad en otras industrias. Aplicando este método, tal y como se muestra en el cuadro adjunto, hemos alcanzado un precio para las acciones de TLGO de EUR 6,75 por acción, lo que supone valorar el Grupo en EUR 923,14 millones. Igualmente, a esta valoración hemos decidido aplicarle un descuento del 20% por la menor capitalización del Grupo y porque TLGO todavía no se encuentra en los segmentos más recurrentes del sector, obteniendo un precio objetivo para el valor de EUR 5,40 por acción.

Cuadro n. 2
VALORACIÓN DE TALGO POR MULTIPLICADORES BURSÁTILES (05/05/2017)

| | PER 2017E | EV/EBITDA 2017E | CFA 2017E |
|--|-----------|-----------------|-------------|
| Grupo referencia | 17,9X | 9,6X | 16,4X |
| Valoración TLGO (EUR/acción) | 6,33 | 5,47 | 8,44 |
| Valoración media (EUR/acción) | | | 6,75 |
| Valoración tras descuento (20%) | | | 5,40 |

Fuente: FactSet; elaboración propia.

Combinando ambos métodos de valoración obtenemos un valor para TLGO de EUR 874,68 millones y un precio objetivo 12 meses para sus acciones de EUR 6,39, respecto al cual las acciones de TLGO presentan un potencial de revalorización del 14% a los precios actuales a los que cotiza el valor.

Talgo (TLGO), Mayo 2017

REINICIAMOS LA COBERTURA DEL VALOR CON UNA RECOMENDACIÓN DE ACUMULAR

TLGO es uno de los principales fabricantes de material rodante de España y está especializado en los segmentos de Muy Alta Velocidad y Alta Velocidad, donde tiene una cuota de mercado del 50% en el país, y en coches de pasajeros pendulares. Además, se ha adjudicado importantes contratos internacionales, el más relevante y significativo el adjudicado a través de un consorcio en el que participan importantes compañías españolas para el desarrollo del AVE La Meca–Medina. Por su lado, en el mercado nacional, TLGO se acaba de adjudicar un importante contrato para RENFE, por un importe que podría alcanzar cerca de EUR 1.300 millones, y con el que pondrá en mercado su nueva plataforma de Muy Alta Velocidad AVRIL.

Además, como parte integral de su modelo de negocio, la Compañía realiza el mantenimiento de todos aquellos trenes y vagones que fabrica e, incluso, de algunos productos fabricados por terceros, lo que le otorga una serie de ventajas competitivas al cerrar el ciclo tecnológico del producto, al hacerle más competitivo en la prestación de estos servicios y, al mismo tiempo, proporcionarle importante *feedback* sobre el comportamiento de su propio producto para mejorarlo. Además, esta actividad le aporta cierta recurrencia a la cuenta de resultados del Grupo.

Apalancándose en esta experiencia, TLGO ha abierto una nueva línea de actividad, la de la remodelación integral y extensión de la vida de material rodante, con una primera adjudicación para el metro de Los Ángeles (EEUU) en septiembre de 2016. Creemos que esta nueva línea de negocio, donde no hay mucha competencia, demuestra la flexibilidad del Grupo para adaptarse al mercado y detectar nuevas oportunidades de crecimiento en el sector.

Por otro lado, recordamos que la tecnología de TLGO es especialmente atractiva en mercados donde el coste de la inversión es un factor determinante, ya que permite reducir el consumo energético y los costes de explotación, además de acortar los tiempos de trayecto sin necesidad de invertir en infraestructura, infraestructura que en las nuevas líneas de alta velocidad supone la mayor parte de la inversión. Por ello, creemos que TLGO tiene una importante oportunidad de negocio en los mercados emergentes, entre ellos India, donde la Compañía ya ha demostrado con éxito las características de sus trenes.

Es previsible que la demanda del mercado ferroviario mundial mantenga un crecimiento próximo al 2,6% en los próximos años, gracias a la demanda de movilidad, al crecimiento de la población, al desarrollo de los países emergentes y a la liberalización de los mercados maduros, acompañada de cierta demanda de reposición en estos últimos mercados.

Creemos que las perspectivas favorables que presenta el sector y las características técnicas de sus productos permitirán a TLGO mantener un alto nivel de actividad en los próximos años. En cualquier caso, la flexibilidad de su estructura productiva, con un porcentaje de costes fijos de sólo el 21%, le permite adaptarse fácilmente a descensos puntuales de su cartera de negocio, lo que limita el riesgo inherente al negocio. Igualmente, este modelo de producción reduce sus necesidades de inversión en capital para afrontar nuevos proyectos.

Además, TLGO cuenta con una sólida estructura financiera, fruto de su gran capacidad de generación de caja, lo que le permitirá afrontar con flexibilidad un posible incremento de su cartera de proyectos. En concreto, calculamos que en 2018 TLGO volverá a contar con una posición de Tesorería neta.

Esperamos que TLGO alcance un beneficio neto de explotación (EBIT) de EUR 95 millones en 2019, lo que supone una tasa anual de crecimiento compuesto del 2,8% respecto a 2016. Para el beneficio neto proyectamos un crecimiento tacc del 4,1% en el periodo.

Talgo (TLGO), Mayo 2017

Hemos valorado TLGO por fundamentales estableciendo un **precio objetivo** para sus acciones de **EUR 6,39**, respecto al que éstas presentan en la actualidad un potencial de revalorización del 14%. No obstante, debemos señalar que algunos mercados objetivo a los que se dirige el Grupo tienen cierto riesgo. Esto, y la concentración de la cartera de TLGO actualmente en unos pocos clientes, hacen que calificuemos el riesgo de la inversión como **ALTO**. A medida que aumente el peso de la actividad de mantenimiento en el negocio de TLGO y se produzca su entrada efectiva en los trenes regionales, mayor será la recurrencia y la visibilidad de los resultados del Grupo. Con todo ello, reiniciamos nuestra cobertura de TLGO con una recomendación de **ACUMULAR** el valor, aunque limitaríamos el peso del mismo en nuestra cartera.



"Link Securities SV, S.A. no asume ninguna responsabilidad por posibles errores de hecho u opinión contenidos en este documento, el cual está basado en información obtenida de fuentes fidedignas. Este documento no representa una oferta de compra o venta de valores. Los clientes de Link Securities SV, S.A. y sus empleados pueden tener una posición o haber realizado transacciones sobre cualquiera de los valores a los que se hace referencia en este documento".

"Link Securities SV, S.A. es una entidad sometida a la supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)"

Talgo (TLGO), Mayo 2017
ANEXO n. 1
PRINCIPALES RATIOS ECONÓMICO-FINANCIEROS
(Evolución 2012/2016; Proyecciones 2017/2019)

| | 2019E | 2018E | 2017E | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 |
|--|--------|-------|--------|--------|--------|-------|--------|---------|
| RATIOS DE LIQUIDEZ A CORTO PLAZO | | | | | | | | |
| . Ratio de solvencia (acir/pcir) | 2,08 | 2,03 | 1,94 | 2,37 | 1,54 | 1,37 | 1,03 | 1,09 |
| . Activo disponible (ef+real)/pcirc | 0,76 | 0,78 | 0,03 | 0,19 | 0,09 | 0,37 | 0,38 | 0,06 |
| . Fondo de maniobra operativo (Euro. mill.) | 119,86 | 96,50 | 227,24 | 284,35 | 143,65 | 7,95 | -72,76 | 39,39 |
| ESTRUCTURA DE CAPITAL/SOLVENCIA A LARGO PLAZO | | | | | | | | |
| . Patrimonio neto/pasivo total | 0,54 | 0,53 | 0,49 | 0,39 | 0,34 | 0,42 | 0,35 | 0,35 |
| . Patrimonio neto/pasivo l/p | 3,98 | 3,20 | 2,41 | 1,11 | 1,26 | 2,37 | 2,04 | 1,87 |
| . Patrimonio neto/activo fijo | 1,69 | 1,38 | 1,19 | 1,05 | 0,84 | 0,93 | 0,69 | 0,71 |
| . Fondos accionista/activo fijo | 1,24 | 0,96 | 0,79 | 0,65 | 0,43 | 0,51 | 0,28 | 0,18 |
| . Recursos permanentes/activo fijo | 2,11 | 1,82 | 1,68 | 1,99 | 1,50 | 1,33 | 1,03 | 1,09 |
| . Recursos ajenos/activo total | 0,46 | 0,47 | 0,51 | 0,61 | 0,66 | 0,58 | 0,65 | 0,65 |
| . Deuda neta/fondos accionista | -43% | -31% | 45% | 105% | 104% | -25% | -65% | 147% |
| . EBIT/gastos financieros netos | 26,14 | 11,28 | 10,42 | 12,70 | 16,14 | 9,40 | -11,13 | 4,55 |
| . Gastos financieros netos/ventas n. | 0,6% | 1,2% | 1,3% | 1,2% | 1,0% | 1,4% | -1,1% | 4,1% |
| . CF explot./gts.financieros netos | 32,66 | 15,12 | 13,65 | 15,64 | 21,00 | 12,89 | -16,06 | 5,03 |
| RENDIMIENTO INVERSIÓN | | | | | | | | |
| . ROA | 9,4% | 6,8% | 6,7% | 8,6% | 9,4% | 6,8% | 6,4% | 8,2% |
| . ROE | 17,5% | 13,3% | 15,5% | 23,6% | 24,8% | 17,5% | 18,2% | 30,7% |
| . ROCE | 15,4% | 11,5% | 11,2% | 14,9% | 18,7% | 16,0% | 12,6% | 22,7% |
| . BA/fondos accionista (A) | 32,2% | 25,7% | 31,8% | 53,8% | 58,7% | 42,3% | 76,4% | 1641,0% |
| . BA/recursos permanentes (A1) | 18,7% | 14,1% | 13,7% | 18,0% | 20,8% | 15,9% | 15,7% | 25,5% |
| . A/A1 | 1,72 | 1,83 | 2,32 | 2,99 | 2,82 | 2,65 | 4,87 | 64,45 |
| RESULTADOS EXPLOTACIÓN | | | | | | | | |
| . Margen bruto | 44,0% | 44,0% | 45,0% | 43,1% | 49,5% | 54,3% | 57,7% | 57,2% |
| . Ebitda/ventas | 18,2% | 17,9% | 18,4% | 18,6% | 20,0% | 18,1% | 17,8% | 20,4% |
| . Margen explotación | 14,5% | 13,4% | 14,1% | 15,1% | 15,4% | 13,2% | 12,3% | 18,5% |
| . BA/ventas | 14,0% | 12,2% | 12,7% | 13,9% | 14,4% | 11,8% | 13,4% | 14,4% |
| . B°Neto/ventas | 10,6% | 9,3% | 9,7% | 10,7% | 11,4% | 10,0% | 9,5% | 10,7% |
| UTILIZACIÓN DEL ACTIVO | | | | | | | | |
| . Ventas/tesorería | 3,62 | 5,92 | 22,43 | 18,95 | 9,46 | 4,17 | 5,99 | 6,77 |
| . Ventas/cuentas a cobrar | 3,20 | 2,06 | 1,54 | 1,87 | 2,39 | 2,82 | 2,31 | 2,27 |
| . Ventas/existencias | 7,30 | 6,75 | 6,12 | 6,38 | 6,49 | 6,34 | 7,63 | 7,16 |
| . Ventas/activo total | 0,88 | 0,73 | 0,70 | 0,81 | 0,82 | 0,68 | 0,68 | 0,74 |
| DATOS POR ACCIÓN | | | | | | | | |
| . Beneficio neto por acción (Euro) | 0,51 | 0,34 | 0,35 | 0,45 | 0,44 | 0,28 | 0,23 | 0,28 |
| . Dividendo por acción (Euro) | 0,08 | 0,10 | 0,07 | 0,07 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| . Cash-flow por acción (Euro) | 0,68 | 0,51 | 0,51 | 0,60 | 0,58 | 0,40 | 0,28 | 0,34 |
| . Valor contable por acción (Euro) | 3,11 | 2,70 | 2,43 | 2,15 | 1,69 | 1,82 | 1,39 | 1,19 |
| . Precio/valor contable (*) | 1,80 | 2,08 | 2,31 | 2,61 | 3,37 | -- | -- | -- |
| RATIOS BURSÁTILES | | | | | | | | |
| . Precio (Euro) (*) | 5,60 | 5,60 | 5,60 | 5,60 | 5,70 | -- | -- | -- |
| . PER (veces) | 11,0 | 16,5 | 15,8 | 12,4 | 13,1 | -- | -- | -- |
| . Precio/Cash-flow | 8,2 | 11,1 | 10,9 | 9,4 | 9,9 | -- | -- | -- |
| . Rentabilidad por dividendo | 1,5% | 1,7% | 1,3% | 1,3% | 0,0% | -- | -- | -- |
| . Pay-out | 16,0% | 28,0% | 20,0% | 16,2% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |

(*) La cotización utilizada para los ejercicios 2016-2019 es la actual.
 Fuente: Memorias anuales de la Compañía. Estimaciones propias.

Talgo (TLGO), Mayo 2017

ANEXO n. 2
CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS - Grupo Consolidado
 (Evolución 2012/2016; Proyecciones 2017/2019)

| EUR millones | 2019E | 2018E | 2017E | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 |
|-------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Total Ventas | 655,32 | 501,75 | 501,63 | 579,77 | 520,70 | 384,31 | 326,72 | 329,92 |
| Variación de existencias | 0,00 | 0,00 | 0,00 | (1,73) | 1,92 | 5,25 | (1,35) | 0,58 |
| Coste de Ventas | (366,98) | (280,98) | (275,89) | (328,21) | (264,67) | (180,81) | (136,95) | (141,90) |
| MARGEN BRUTO | 288,34 | 220,77 | 225,73 | 249,83 | 257,95 | 208,75 | 188,42 | 188,61 |
| Gastos Explotación | (169,23) | (130,84) | (133,31) | (141,90) | (153,82) | (139,01) | (130,40) | (121,21) |
| Amortizaciones y provisiones | (23,78) | (22,83) | (21,88) | (20,30) | (24,10) | (18,87) | (17,83) | (6,37) |
| BENEFICIO EXPLOTACIÓN | 95,34 | 67,11 | 70,54 | 87,63 | 80,03 | 50,88 | 40,19 | 61,02 |
| Rdos. financieros netos | (3,65) | (5,95) | (6,77) | (6,90) | (4,96) | (5,41) | 3,61 | (13,40) |
| RDO ANTES DE IMPUESTOS (BAI) | 91,69 | 61,16 | 63,77 | 80,73 | 75,07 | 45,47 | 43,80 | 47,62 |
| Impuestos | (22,01) | (14,68) | (15,30) | (18,88) | (15,49) | (6,98) | (12,82) | (10,79) |
| B. ACTIVIDADES CONTINUADAS | 69,68 | 46,48 | 48,47 | 61,85 | 59,58 | 38,48 | 30,98 | 36,83 |
| Rdo. Actividades interrumpidas | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| RESULTADO CONSOLIDADO | 69,68 | 46,48 | 48,47 | 61,85 | 59,58 | 38,48 | 30,98 | 36,83 |
| Minoritarios | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | (1,45) |
| BENEFICIO ATRIBUIBLE Grupo | 69,68 | 46,48 | 48,47 | 61,85 | 59,58 | 38,48 | 30,98 | 35,38 |
| <i>EBITDA</i> | <i>119,11</i> | <i>89,93</i> | <i>92,42</i> | <i>107,93</i> | <i>104,13</i> | <i>69,75</i> | <i>58,02</i> | <i>67,39</i> |
| <i>EBIT</i> | <i>95,34</i> | <i>67,11</i> | <i>70,54</i> | <i>87,63</i> | <i>80,03</i> | <i>50,88</i> | <i>40,19</i> | <i>61,02</i> |
| <i>Cash-flow ejercicio</i> | <i>93,46</i> | <i>69,31</i> | <i>70,34</i> | <i>81,58</i> | <i>78,85</i> | <i>55,30</i> | <i>38,19</i> | <i>42,70</i> |

BALANCE DE SITUACIÓN - Grupo Consolidado
 (Evolución 2012/2016; Proyecciones 2017/2018)

| EUR millones | 2018E | 2017E | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 |
|------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| ACTIVOS NO CORRIENTES | 266,6 | 279,9 | 280,3 | 275,7 | 267,1 | 274,8 | 210,5 |
| ACTIVOS CORRIENTES | 428,1 | 394,1 | 482,5 | 396,3 | 326,2 | 261,7 | 219,9 |
| TOTAL ACTIVO | 694,7 | 674,0 | 762,8 | 671,9 | 593,3 | 536,5 | 430,4 |

| EUR millones | 2018E | 2017E | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 |
|------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| PATRIMONIO NETO | 369,0 | 332,2 | 293,8 | 231,0 | 249,6 | 190,3 | 149,3 |
| PASIVOS NO CORRIENTES | 115,3 | 138,1 | 265,1 | 183,2 | 105,4 | 93,3 | 79,9 |
| PASIVOS CORRIENTES | 210,4 | 203,7 | 203,9 | 257,7 | 238,3 | 252,9 | 201,1 |
| TOTAL PASIVO | 694,7 | 674,0 | 762,8 | 671,9 | 593,3 | 536,5 | 430,4 |
| Número acciones (millones)* | 136,83 | 136,83 | 136,83 | 136,83 | 136,83 | 136,83 | 125,70 |

(*) En marzo de 2015 la Compañía llevó a cabo un split de sus acciones en la proporción de 100x1; el número de acciones de los ejercicios anteriores se ha en la misma proporción. No se incluyen próximas amortizaciones de autocartera ni aumentos de capital liberado
 Fuente: Memorias anuales de la Compañía. Estimaciones propias.

Talgo (TLGO), Mayo 2017

ANEXO n. 3
CÁLCULO DE LA TASA DE DESCUENTO APLICADA AL MODELO

| WACC (Weighted average cost of capital) | recursos empleados | proporción recursos empleados | coste (*) oportunidad | tasa impositiva normalizada | coste después tasa imp. | contribución tasa actualización |
|---|--------------------|-------------------------------|--------------------------|-----------------------------|-------------------------|---------------------------------|
| Fondos Propios 31/12/16 | 293,78 | 56% | 7,22% | -- | 7,22% | 4,05% |
| Deuda bruta 31/12/16 (Euro mill.) | 229,82 | 44% | 4,70% | 24,0% | 3,57% | 1,57% |
| Total | 523,60 | 100% | | | | 5,62% |

(*) Coste oportunidad: i) FFPP: Tir bono 10 años + prima riesgo; ii) Deuda neta: coste deuda + prima riesgo

VALORACIÓN DE LA COMPAÑÍA - PRINCIPALES PARÁMETROS APLICADOS

| | | Recursos ajenos brutos (*) | Valor compañía |
|---|-----------------|----------------------------|-----------------|
| DCF ajustado (Euro mill.) | 333,85 | | |
| Valor residual | 1.182,38 | | |
| Total | 1.516,23 | (252,67) | 1.263,56 |
| Valoración por acción - Euro (*) | | | 9,23 |
| Valoración por acción con descuento 20% - Euro | | | 7,39 |

| | |
|---------------------------|-------|
| Tir bono 10 años: | 1,55% |
| g (crecimiento perpétuo): | 1,00% |
| Prima mercado: | 6,91% |
| Beta: | 0,82 |
| Prima de riesgo | 5,67% |
| PER Residual: | 21,7 |

(*) Incluye otros pasivos financieros, en su mayor parte deudas por anticipos reembolsables con el Centro Tecnológico Industrial para proyectos de I+D

CÁLCULO DEL CASH-FLOW DE EXPLOTACIÓN AJUSTADO A IMPUESTOS

(Evolución 2012/2016; Proyecciones 2017/2019)

| EUR millones | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Beneficio explotación (EBIT) | 61,02 | 40,19 | 50,88 | 80,03 | 87,63 | 70,54 | 67,11 | 95,34 |
| Impuestos imputables al EBIT | (13,58) | (15,13) | (7,83) | (16,79) | (20,53) | (16,93) | (16,11) | (22,88) |
| EBIT ajustado (NOPLAT) | 47,44 | 25,06 | 43,05 | 63,24 | 67,10 | 53,61 | 51,00 | 72,45 |
| Amortización | 5,87 | 7,21 | 16,81 | 19,28 | 19,73 | 21,88 | 22,83 | 23,78 |
| Cash-flow explotación ajustado | 53,32 | 32,27 | 59,86 | 82,51 | 86,82 | 75,49 | 73,83 | 96,23 |



Javier de Pedro
Enrique Zamácola
Enrique Ramos
Tel Directo: 915 733 027
Fax: 915 044 046

Talgo (TLGO), Mayo 2017

