

# Técnicas Reunidas (TRE)

## Actualización

Sector: Ingeniería y Otros (Materiales Básicos, Industria y Construcción)

**REDUCIR**  
 RIESGO: ALTO

### Accionistas

 Don José Lladó y cía.: 37,09%  
 Autocarera: 3,9%

 Precio acción (10/11/17): EUR 23,30  
**Precio objetivo (12 meses): EUR 24,22**  
 # de acciones (mill): 55,90  
 Capitalización bursátil (mill): EUR 1.302,38  
 Máx/Mín 2017: EUR 38,97 / 23,30  
 Máx/Mín (12 meses): EUR 39,01 / 23,30  
 % Máx/Mín (12 meses): -40 / 0

### Analista: Juan J. Fdez-Figares

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

 PER 12: 14,7  
 PER 13: 17,3  
 PER 14: 15,0  
 PER 15: 32,8  
 PER 16: 10,1  
 PER 17E: 18,7  
 PER 18E: 17,0  
 PER 19E: 11,3

### Mesa de contratación

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

## Principales Ratios

|       | EV/Ebitda | Ebitda<br>(*) | B° Neto<br>(*) | Cash-flow<br>(*) | BPA  | CF acción | Dividendo<br>acción | Pay-out<br>(%) |
|-------|-----------|---------------|----------------|------------------|------|-----------|---------------------|----------------|
| 2012  | 8,4       | 157,01        | 133,42         | 141,75           | 2,39 | 2,54      | 1,40                | 59             |
| 2013  | 10,0      | 157,28        | 127,65         | 136,90           | 2,28 | 2,45      | 1,40                | 61             |
| 2014  | 8,0       | 169,81        | 135,59         | 147,82           | 2,43 | 2,64      | 1,40                | 58             |
| 2015  | 13,4      | 105,32        | 59,36          | 78,65            | 1,06 | 1,41      | 1,40                | 131            |
| 2016  | 3,7       | 211,05        | 128,85         | 147,97           | 2,31 | 2,65      | 1,40                | 61             |
| 2017E | 9,1       | 113,67        | 69,69          | 86,47            | 1,25 | 1,55      | 1,40                | 112            |
| 2018E | 8,7       | 118,13        | 76,47          | 90,89            | 1,37 | 1,63      | 1,40                | 102            |
| 2019E | 6,0       | 171,50        | 115,37         | 128,49           | 2,06 | 2,30      | 1,40                | 68             |

(\*) EUR millones

## Factores Claves de la Inversión

- **Técnicas Reunidas (TRE; el Grupo; la Compañía) está especializada en la ingeniería, diseño y construcción de instalaciones industriales, principalmente mediante la ejecución de proyectos integrales.** Sus clientes son las principales compañías petroleras del mundo de carácter estatal -*National Oil Companies (NOCs)*- así como las grandes multinacionales privadas de este sector (IOCs). **Actualmente TRE genera prácticamente la totalidad de sus ventas en el exterior**, principalmente en Oriente Medio, Latinoamérica, Norteamérica y Europa. **Sus tres áreas de negocio son:** i) **Petróleo y Gas**, que en 9M2017 generó el 85% de las ventas totales del Grupo; ii) **Generación de Energía** (13%), e iii) **Infraestructuras Industriales** (2%).
- **La demanda de los servicios de la principal actividad de la Compañía, Petróleo y Gas, se ve indirectamente influenciada por el carácter cíclico de la industria del petróleo y del gas natural;** los incrementos y descensos en el precio de estas materias primas pueden influir en dicha demanda a partir de un cierto nivel de precios, así como en la toma de decisiones de inversión en el corto plazo por parte de los clientes.
- En la presentación de los resultados 9M2017 de la Compañía, **los gestores han confirmado que a finales de ejercicio las adjudicaciones logradas por TRE rozarán los EUR 5.000 millones**, superando así el mejor de los escenarios por nosotros contemplados en nuestro reciente informe sobre el valor. De esta forma, TRE alcanza el objetivo de cerrar 2017 con una cartera similar a la que mostraba al cierre de 2016. **En nuestras nuevas estimaciones esperamos que TRE termine el año con una cartera de EUR 10.508 millones, cifra un 0,7% inferior a la de diciembre de 2016.**
- En sentido contrario, la Compañía ha publicado unos resultados 9M2017 muy por debajo de lo esperado por nosotros y por el consenso de analistas. Además, ha revisado sustancialmente a la baja sus expectativas de márgenes de explotación para el ejercicio y para los años 2018 y 2019. **Todo ello nos lleva a volver a modificar a la baja nuestras estimaciones de resultados para el periodo 2017 / 2019, en esta ocasión de forma drástica.**
- Así, **modificamos ligeramente al alza nuestras estimaciones de ventas para el año 2017**, hasta EUR 4.912 millones (+2,5% vs. 2016), **y a la baja las de EBIT desde los EUR 193,43 millones (+0,8% vs. 2016) que contemplábamos en nuestro reciente informe, hasta EUR 96,90 millones (-50% vs. 2016), y las de beneficio neto atribuible desde EUR 138,86 millones (+7,8% vs. 2016) hasta EUR 69,69 millones (-46% vs. 2016).** Igualmente, hemos revisado ligeramente al alza las ventas de TRE para 2018 y 2019 y a la baja nuestras estimaciones de EBIT y beneficio neto para esos ejercicios.
- **Todo ello nos lleva a revisar drásticamente a la baja nuestra valoración de TRE hasta situarla en EUR 24,22 por acción frente a la de EUR 32,61 por acción de nuestro reciente informe.** Actualmente las acciones de TRE cotizarían con un pequeño descuento respecto a nuestra valoración por fundamentales, consecuencia del duro castigo recibido tras la publicación por parte de la Compañía de sus cifras correspondientes a 9M2017.
- Tras la sorprendente revisión a la baja de márgenes de explotación llevada a cabo por la Compañía, esperamos ahora que 2018 sea un año complicado para ella. Además, es factible que, dada la situación del sector, nos veamos obligados a volver a revisar a la baja nuestras estimaciones de resultados, al no ser descartable que la caída de márgenes tenga un carácter más estructural de lo en principio estimado, y de cartera de la Compañía. Modificamos nuestra recomendación sobre el valor desde ACUMULAR hasta **REDUCIR**. Aprovecharíamos repuntes en la cotización de las acciones para reducir nuestra exposición al valor.
- A pesar de la importante revisión a la baja de los márgenes de explotación del Grupo, lo que tendrá un importante impacto negativo en su capacidad de generar cash-flow libre, **los gestores de la Compañía aseguraron en la presentación de las cifras 9M2017 del Grupo que TRE mantendrá el importe que viene distribuyendo en concepto de dividendo**, lo que a precios actuales de la acción supondría una rentabilidad del 6,0%. No descartamos que esta decisión pueda ser revisada más adelante, dependiendo de la marcha del Grupo.

**RECOMENDACIÓN: REDUCIR**  
**RIESGO: ALTO**

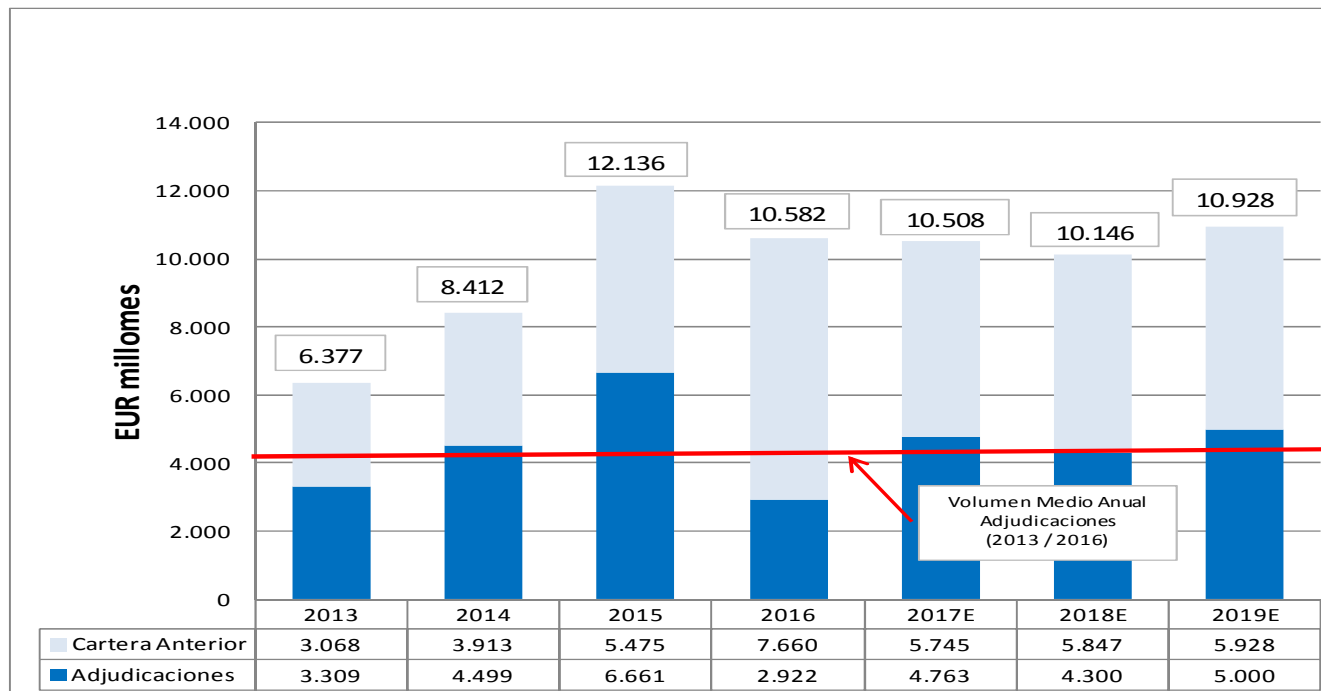
## FINALMENTE TÉCNICAS REUNIDAS VA A SER CAPAZ DE CERRAR 2017 CON UNA CARTERA SIMILAR A LA QUE TENÍA AL CIERRE DE 2016, SUPERANDO ASÍ LO POR NOSOTROS CONTEMPLADO EN NUESTRO ESCENARIO BASE

- TRE cerrará el ejercicio 2017 con una cartera similar a la que presentó a finales de 2016, de alrededor de EUR 10.500 millones, cumpliendo así la Compañía con el objetivo de repetir cartera a finales de año que se habían marcado sus gestores. De esta forma, TRE superará nuestras recientes estimaciones de cartera, que situaban la misma al cierre del presente ejercicio en los EUR 9.539 millones. En ello tiene un papel destacado la reciente adjudicación al Grupo por parte de Saudí Aramco. Así, la compañía saudita ha adjudicado a la ingeniería española varios paquetes de un macro proyecto, valorado en más de \$ 4.000 millones (cerca de EUR 3.400 millones), para la construcción de varias estaciones de compresión de gas. Según calculamos, estos contratos ascienden a un importe aproximado de EUR 1.800 millones, superior a los EUR 800 millones que nosotros habíamos estimado en nuestro escenario base, recogido en nuestro reciente informe sobre la Compañía.

Además, y como publicó *Reuters* el pasado verano, TRE forma parte del consorcio liderado por la francesa Technip y en el que también participa la coreana Samsung Engineering, que es el principal favorito para adjudicarse el proyecto para la expansión de la refinería que posee la compañía estatal Bahrain Petroleum Co (Bapco) en el país asiático. El proyecto tiene un importe de aproximadamente \$ 4.000 millones y en él TRE tendría una tercera parte. Según dieron a entender los gestores de TRE en la conferencia en la que explicaron los resultados 9M2017, este contrato se adjudicará antes de que termine el ejercicio, por lo que nosotros lo hemos reflejado en la cartera 2017.

### Gráfico n. 1

## EVOLUCIÓN DE LA CARTERA DE PROYECTOS TÉCNICAS REUNIDAS (2013 / 2019E)



Fuente: RRII Técnicas Reunidas; Proyecciones Link Securities

**Nota Técnicas Reunidas (TRE), Noviembre 2017**

---

- De cara a 2018 y 2019, y tras analizar el *pipeline* de TRE, no hemos realizado ningún cambio en nuestras estimaciones. Así, seguimos esperando que la Compañía logre adjudicaciones por importe de EUR 4.300 millones en 2018 y de unos EUR 5.000 millones en 2019. La Compañía está bien posicionada en algunos proyectos que esperamos se liciten en 2018 en Abu Dhabi (gas); Kuwait (refino); Tailandia y Singapur (refino), Latinoamérica (ciclos combinados), etc. Además, esperamos que en 2019 se reactiven las inversiones en el sector, algo que iría de la mano de la recuperación del precio del crudo o, al menos, de su estabilización a niveles cercanos a los \$ 60 por barril. En nuestro escenario base apostamos porque a mediados de 2018 se equilibre el mercado del petróleo, alcanzando los inventarios su nivel medio de los últimos 5 años, algo para lo que los grandes productores de la OPEP y otros “no OPEP” como Rusia, están trabajando –este es el objetivo del acuerdo firmado por estos países para reducir sus producciones, acuerdo que es muy factible que se extienda hasta bien entrado el 2018 cuando se reúna la OPEP este mes.

De esta forma, al cierre de 2018 la cartera bajaría ligeramente hasta los EUR 10.150 millones, mientras que en 2019 se recuperaría, hasta alcanzar los EUR 10.900 millones. En nuestras anteriores estimaciones esperábamos que en 2018 la cartera de proyectos del Grupo bajara hasta los EUR 9.500 millones y que se situara en los EUR 10.500 millones al cierre de 2019.

Cabe recordar que el hecho de que la mayor parte de las adjudicaciones se vayan a producir a finales de ejercicio y de que del proyecto de Omán no se vaya a facturar nada en 2017, se dejará notar en la evolución de las ventas y de los márgenes del Grupo, sobre todo en el último trimestre de 2017 y en el 1S2018.

**SIN EMBARGO, NOS VEMOS FORZADOS A REVISAR DRÁSTICAMENTE A LA BAJA NUESTRAS ESTIMACIONES DE RESULTADOS PARA LA COMPAÑÍA PARA EL PERIODO 2017 / 2019**

---

- La drástica y sorprendente revisión a la baja de márgenes llevada a cabo por la Compañía en el 3T2017, que no sólo afecta a los resultados del ejercicio corriente –TRE trabajará con un margen EBIT de cero en el 2S2017- sino que también al ejercicio 2018 y a parte del 2019, nos lleva a modificar sustancialmente a la baja nuestras recientes estimaciones de resultados de la Compañía, dadas a conocer en el informe que publicamos la semana pasada. Así, TRE alcanzará un margen EBIT del 2% en 2017 frente al 4% que manejaba la Compañía y que nosotros habíamos estimado, y uno de entre el 1,5% y el 2,5% en 2018, también frente al 4% que esperaba la Compañía y el 3,8% que nosotros habíamos reflejado en nuestras estimaciones para el ejercicio. A partir de 2019, y como luego explicaremos, TRE espera que el margen comience a recuperarse –espera que ello comience a ocurrir en el 2T2018-, hasta situarse cerca de niveles más normalizados. Nosotros esperábamos que se mantuviera en niveles del 3,8% en el mencionado ejercicio, que ahora hemos revisado a la baja, como ahora veremos.

Esta brusca caída de los márgenes de explotación de la Compañía es consecuencia de dos factores, principalmente, factores que por otro lado entendemos que TRE debía haber estimado que iban a tener un impacto negativo en sus márgenes desde hace tiempo:

1. La Compañía, como ya explicamos en nuestro reciente informe, tuvo que dar de baja de su cartera el proyecto para la construcción de las Unidades Auxiliares de la refinería de Talara, proyecto para el que había sido seleccionada por Petroperú. Este hecho y el retraso de algún otro proyecto, como el de la planta petroquímica para YPFB en el Chaco de Tarija (Bolivia), en el que también había sido preseleccionada junto a la compañía Tecnimont, provocaron que TRE mantuviera una elevada capacidad de ingeniería ociosa, capacidad que los gestores de la Compañía decidieron mantener para poder acceder así a nuevos proyectos. Esta capacidad no utilizada ha penalizado el margen del Grupo en 2017. Del impacto total a nivel EBIT a finales de

**Nota Técnicas Reunidas (TRE), Noviembre 2017**

ejercicio, que nosotros estimamos en casi EUR 100 millones (2% de las ventas 2017E), este factor habría supuesto un 70%;

- El otro factor, que según la Compañía habría supuesto el 30% restante de la revisión a la baja del margen EBIT, serían los sobrecostes en algunos grandes proyectos que TRE está finalizando, sobrecostes que los gestores del Grupo no creen que sea posible recuperar dado el estado actual del mercado y la presión que están ejerciendo los clientes sobre los proveedores.

Como mostraremos a continuación, la revisión a la baja de los márgenes de explotación en el periodo 2017 / 2019 tiene un impacto muy significativo en nuestras estimaciones de resultados del Grupo, y ello a pesar de nuestra ligera revisión al alza de las ventas en el periodo, consecuencia de la mayor cartera que ahora contemplamos y que ya hemos explicado.

- En lo que hace referencia al cierre del ejercicio 2017, y tal y como se muestra en el cuadro n.1, esperamos ahora que **las ventas** de TRE alcancen los EUR 4.912,11 millones (+2,5% en relación a 2016; EUR 4.871,61 millones anterior estimación).

**Cuadro n. 1**
**ESTIMACIONES DE RESULTADOS TÉCNICAS REUNIDAS – 2016 / 2019E**

| EUR millones              | 2016     | 2017E    | 2018E    | 2019E    | tacc 16/19E |
|---------------------------|----------|----------|----------|----------|-------------|
| Ventas ordinarias         | 4.792,61 | 4.912,11 | 4.691,06 | 4.258,57 | -3,9%       |
| EBITDA                    | 211,05   | 113,67   | 118,13   | 171,50   | -6,7%       |
| margen EBITDA s/ventas    | 4,4%     | 2,3%     | 2,5%     | 4,0%     | n.s         |
| Beneficio neto atribuible | 128,85   | 69,69    | 76,47    | 115,37   | -3,6%       |
| ROE                       | 31,0%    | 16,1%    | 17,8%    | 25,8%    | n.s         |
| ROCE                      | 21,2%    | 9,3%     | 9,4%     | 14,1%    | n.s         |

Fuente: RRJJ Técnicas Reunidas. Elaboración propia.

En lo que hace referencia a los márgenes de explotación, señalar que estimamos ahora que el **cash-flow de explotación o EBITDA** decrezca en el periodo 2016 / 2019 a una tacc del 6,7%. Esta caída del EBITDA es consecuencia de las menores ventas que esperamos alcance la Compañía en 2018 y 2019, ventas que están condicionadas por nuestra evolución prevista de la cartera de proyectos, así como por los menores márgenes que aplicamos a las mismas en nuestras proyecciones. Señalar que en 2017 esperamos un EBITDA de EUR 113,67 millones (EUR 210,20 millones; anterior estimación), lo que representa un retroceso del 46% en relación a 2016. Por su parte, esperamos un **resultado de explotación o EBIT** de EUR 96,90 millones (EUR 193,43 millones, anterior estimación), un 50% inferior al logrado en 2016. Ello es consecuencia de la caída de este margen en relación a las ventas del ejercicio hasta el 2,0% frente al 4,0% obtenido en 2016. Nosotros en nuestras recientes estimaciones habíamos contemplado que el margen EBIT del Grupo permaneciera en el 4,0%, en línea con el alcanzado en 1S2017. De cara a 2018, esperamos ahora que el margen EBIT sobre ventas de TRE se sitúe por los motivos explicados en el 2,2%, mientras que esperamos se recupere hasta alcanzar el 3,7% en 2019. De esta forma, estimamos que los sobrecostes en los proyectos que TRE tiene que entregar en 2018 y el hecho de que gran parte de la cartera es nueva (unos EUR 5.000 millones) seguirán penalizando este margen, sobre todo en el 1S2018.

El **beneficio neto atribuible**, por su parte, se verá lastrado severamente por la contracción de los márgenes de explotación ahora contemplada, así como por la mayor tasa impositiva que soporta ahora el Grupo tras las modificaciones introducidas por el Gobierno español en materia de deducciones. Así, en el periodo proyectado 2017 / 2019 hemos aplicado una tasa impositiva media del 28%. De esta forma, esperamos que el beneficio neto atribuible se sitúe en 2017 en los EUR 69,69 millones (-46% vs. 2016; EUR 138,86 millones, anterior estimación). Para 2018 esperamos un beneficio neto atribuible de

## Nota Técnicas Reunidas (TRE), Noviembre 2017

EUR 76,47 millones (+9,7% vs. 2017E; EUR 126,48 millones, anterior estimación), y para 2019 de EUR 115,37 millones (+51% vs. 2018E; EUR 113,89 millones, anterior estimación).

El resultado financiero esperamos que se mantenga durante el periodo ligeramente en positivo sin tener en cuenta variaciones de divisas –en 9M2017 han penalizado los resultados del Grupo como consecuencia de la caída del dólar frente al euro-, aunque lejos de los niveles alcanzados en años precedentes debido a que la Compañía mantendrá durante estos años una deuda bruta sensiblemente superior durante el periodo proyectado, que hemos estimado cercana de media a los EUR 360 millones, con objeto de financiar picos puntuales de necesidades de circulante. Ello hará que la tesorería neta del Grupo se sitúe en este mismo periodo de media en niveles cercanos a los EUR 270 millones. Esperamos, por tanto, que la Compañía mantenga sin dificultad los niveles de liquidez necesarios que requiere en todo momento su operativa. No obstante, y dados los cambios, creemos que estructurales, que se han producido en la operativa del sector –se ha reducido el importe de los pagos iniciales (*down payments*) y en algunos proyectos en Arabia no se reciben al ser casos puntuales y no percibir TRE riesgo de impago-, es muy factible que se produzcan importantes variaciones puntuales en los niveles de caja de la Compañía, algo que no consideramos un problema.

Por último, señalar que en el periodo las rentabilidades **ROE (s/ fondos propios medios)** y **ROCE (s/ capital invertido medio)** de TRE decrecerán en 2017 y 2018 para recuperarse sensiblemente en 2019, tal y como se muestra en el cuadro n. 1. En este sentido, señalar que las rentabilidades de TRE están tradicionalmente penalizadas por la necesidad de la Compañía de mantener unos elevados fondos propios y una elevada tesorería neta para poder tener acceso a grandes proyectos.

Por su parte, la capacidad de crear valor para el accionista en términos de EVA (*Economic Value Added*) seguirá siendo elevada en estos tres ejercicios proyectados, al superar el EBIT ajustado a impuestos (NOPLAT) holgadamente el coste de oportunidad de los recursos empleados (fondos propios más deuda bruta).

## LO QUE A SU VEZ NOS LLEVA A MODIFICAR A LA BAJA SENSIBLEMENTE NUESTRA VALORACIÓN DE LA COMPAÑÍA, QUE ES AHORA DE EUR 24,22 POR ACCIÓN...

Como pasamos a mostrar a continuación, nos hemos visto forzados a rebajar drásticamente nuestra valoración de TRE como consecuencia de la revisión a la baja de los márgenes de explotación de la Compañía que hemos realizado, revisión que es a su vez debida a la que de forma sorpresiva ha llevado a cabo la propia empresa.

Como procedemos siempre, para valorar TRE hemos utilizado dos metodologías diferentes para posteriormente calcular el valor medio obtenido de la aplicación de las mismas. Así, hemos establecido un nuevo precio objetivo para las acciones de TRE de EUR 24,22, sensiblemente inferior a los EUR 32,61 de nuestra reciente valoración. Este nuevo precio objetivo para las acciones de la Compañía es equivalente a una valoración del Grupo de EUR 1.353,97 millones (EUR 1.822,54 millones; anterior valoración). Este precio otorga actualmente un potencial de revalorización a las acciones de TRE tras el fuerte castigo recibido por su cotización de sólo el 4%.

A continuación pasamos a explicar cada uno de los dos métodos utilizados y sus correspondientes resultados.

### Valoración por descuento de flujos de caja (DFC)

El primer método utilizado consiste en la aplicación de un modelo de descuento de flujos de caja (DFC) generados por el Grupo ajustado a impuestos (ver parámetros utilizados en el modelo de valoración en el anexo n. 3 de este informe). Así, la valoración obtenida para TRE aplicando este método es de EUR

## Nota Técnicas Reunidas (TRE), Noviembre 2017

1.218,56 millones (EUR 1.456,90 millones; anterior valoración), lo que supone un precio por acción de EUR 21,80 (EUR 26,06; anterior valoración), sensiblemente inferior (-16%) al obtenido en nuestra anterior valoración. Ello ha sido consecuencia, como hemos señalado, de la drástica revisión a la baja de nuestras expectativas de resultados.

Queremos señalar que, como en ocasiones anteriores, a la hora de calcular el *wacc* utilizado para el descuento de los flujos de caja generados por la Compañía hemos empleado la deuda bruta del Grupo en lugar de la deuda neta (como recursos empleados), al considerar la caja/tesorería como “no operativa”. La parte estimada de esta caja/tesorería perteneciente a TRE la hemos sumado posteriormente a la valoración de TRE obtenida por el método de DFC, ya que la consideramos como un activo más, no afecto a la explotación.

Las acciones de TRE estarían cotizando en estos momentos con una ligera prima en relación a nuestro precio objetivo obtenido por el método de DFC.

### Valoración por relativos

El segundo método utilizado consiste en valorar la Compañía comparando una serie de múltiplos bursátiles estimados para el ejercicio 2019 para un grupo de referencia compuesto por sus principales competidores en el negocio de petróleo y gas natural, especialmente en el de refino, la principal actividad de TRE, ya que aporta la mayor parte de las ventas y de los resultados de explotación (ver en el cuadro n. 2, a continuación, la composición del grupo de referencia). Nos hemos decantado por utilizar las cifras correspondientes a 2019 en lugar de las de 2018, como habíamos hecho en nuestro reciente informe, al considerar más “justo” usar un año en el que los márgenes del Grupo esperamos se hayan normalizado que uno en el que van a situarse muy por debajo de sus niveles potenciales.

En el cuadro siguiente presentamos los resultados obtenidos:

**Cuadro n. 2**

### VALORACIÓN DE TÉCNICAS REUNIDAS POR MÚLTIPLOS RELATIVOS

| Empresas                                   | país        | precio (EUR) | capitalización      | PER    | EV/EBITDA | Rent. FCF | Rent. Dividendo |
|--|-------------|--------------|---------------------|--------|-----------|-----------|-----------------|
| Grupo Referencia                           |             | 10/11/2017   | bursátil (EUR mill) | 2019 E | 2019 E    | 2019 E    | 2019 E          |
| Saipem S.p.A.                              | Italia      | 3,78         | 3.824               | 19,0 x | 5,1 x     | 7,0%      | 0,7%            |
| Petrofac Limited                           | Reino Unido | 4,80         | 1.660               | 8,7 x  | 4,6 x     | 14,8%     | 6,5%            |
| TechnipFMC Plc                             | Francia     | 24,80        | 11.586              | 18,3 x | 6,3 x     | 5,1%      | 1,9%            |
| JGC Corp.                                  | Japón       | 15,36        | 3.980               | 16,6 x | 5,9 x     | 7,0%      | 1,7%            |
| Fluor Corporation                          | EEUU        | 40,33        | 5.642               | 16,6 x | 6,6 x     | 6,0%      | 1,7%            |
| KBR, Inc.                                  | EEUU        | 17,89        | 2.506               | 13,8 x | 6,4 x     | 7,0%      | 1,2%            |
| MaireTechnimont SpA                        | Italia      | 4,28         | 1.309               | 11,3 x | 5,5 x     | 8,7%      | 3,0%            |
| Grupo Referencia (promedio)                |             |              | 4.358               | 14,9 x | 5,8 x     | 7,9%      | 2,4%            |
| Valor TRE (EUR acción)                     |             |              |                     | 30,81  | 22,48     | 15,96     | 58,42           |
| <b>Valoración mediana (EUR por acción)</b> |             |              |                     |        |           |           | <b>26,65</b>    |

Fuente: FactSet. Estimaciones propias.

## Nota Técnicas Reunidas (TRE), Noviembre 2017

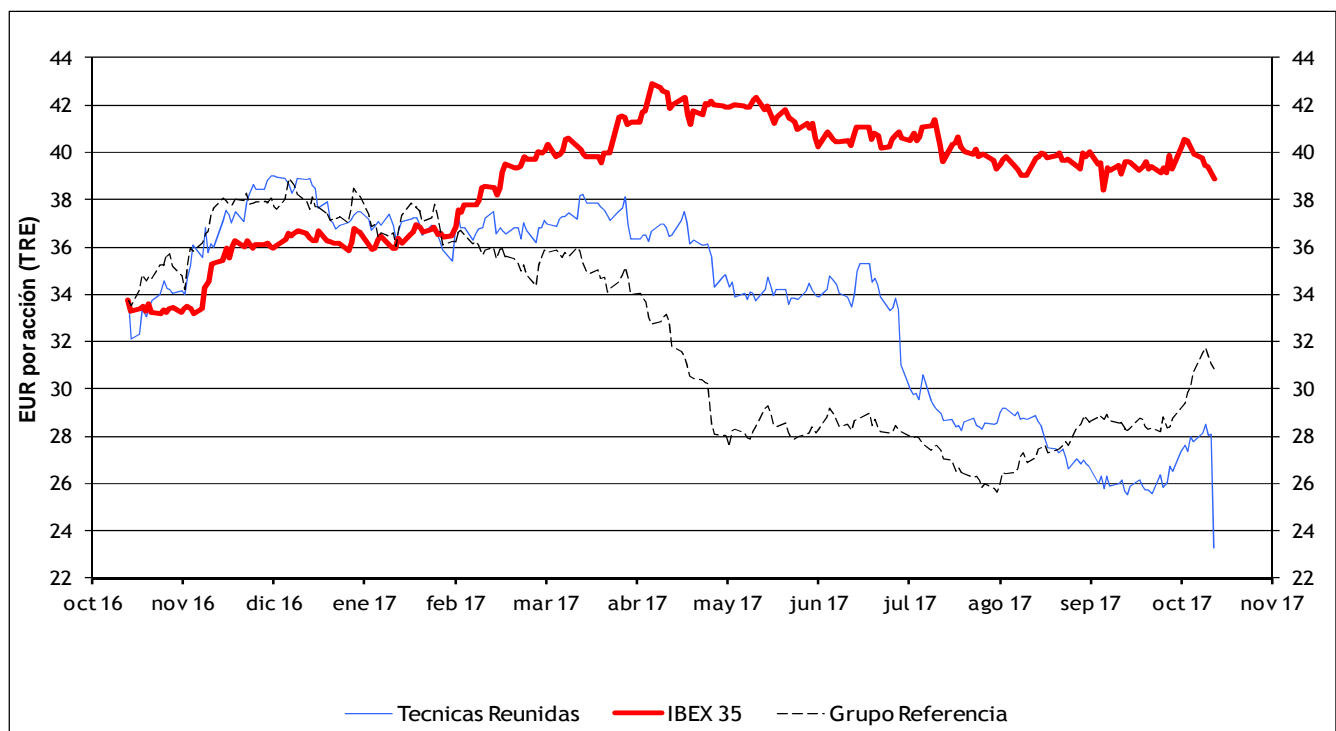
Como siempre, hemos utilizado como multiplicadores el PER, el EV / EBITDA, la rentabilidad de los flujos de caja libres (*Free Cash-Flow Yield*) y la rentabilidad neta por dividendo (*Net Dividend Yield*). Consideramos estos dos últimos ratios muy importantes ya que TRE ofrece una de las rentabilidades por dividendo más elevadas de entre las compañías comparables y creemos de justicia reconocérselo ya que es uno de sus atractivos como inversión dado el actual nivel de los tipos de interés oficiales. De esta forma, hemos obtenido una valoración para la Compañía de EUR 1.489,39 millones (EUR 2.188,18 millones; anterior valoración), lo que en términos por acción se traduce en un precio objetivo de EUR 26,65 (EUR 39,15; anterior valoración), lo que supondría que las acciones de TRE estarían cotizando a su precio actual con un descuento del 13%.

## ...Y NUESTRA RECOMENDACIÓN SOBRE EL VALOR, QUE PASA A SER DE REDUCIR

En la presentación de los resultados 9M2017 de la Compañía los gestores han confirmado que a finales de ejercicio las adjudicaciones logradas por TRE rozarán los EUR 5.000 millones, superando así el mejor de los escenarios por nosotros contemplados en nuestro reciente informe sobre el valor. De esta forma TRE alcanza el objetivo de cerrar 2017 con una cartera similar a la que mostraba al cierre de 2016. En nuestras nuevas estimaciones esperamos que TRE termine el año con una cartera de EUR 10.508 millones, cifra un 0,7% inferior a la de diciembre de 2016.

Gráfico n. 2

### EVOLUCIÓN TÉCNICAS REUNIDAS vs. IBEX-35 y Grupo Referencia – 12 MESES



Fuente: FactSet. Elaboración propia.



**Nota Técnicas Reunidas (TRE), Noviembre 2017**

---

En sentido contrario, la Compañía ha publicado unos resultados 9M2017 muy por debajo de lo esperado por nosotros y por el consenso de analistas. Además, ha revisado sustancialmente a la baja sus expectativas de márgenes de explotación para el ejercicio y para los años 2018 y 2019 como consecuencia de la sobrecapacidad operativa que ha mantenido durante todo el ejercicio 2017 y de los sobrecostes que se han generado en algunos grandes proyectos que está finalizando y que no cree posible recuperar. Todo ello nos lleva a volver a modificar a la baja nuestras estimaciones de resultados para el periodo 2017 / 2019, en esta ocasión de forma drástica.

Así, modificamos ligeramente al alza nuestras estimaciones de ventas para el año 2017, hasta EUR 4.912 millones (+2,5% vs. 2016), y a la baja las de EBIT desde los EUR 193,43 millones (+0,8% vs. 2016) que contemplábamos en nuestro reciente informe, hasta EUR 96,90 millones (-50% vs. 2016), y las de beneficio neto atribuible desde EUR 138,86 millones (+7,8% vs. 2016) hasta EUR 69,69 millones (-46% vs. 2016). Igualmente, también hemos revisado ligeramente al alza las ventas de TRE para 2018 y 2019 y sustancialmente a la baja nuestras estimaciones de EBIT y beneficio neto.

Todo ello nos lleva a revisar también drásticamente a la baja nuestra valoración de la Compañía hasta situarla en EUR 24,22 por acción frente a la de EUR 32,61 por acción de nuestro reciente informe. Actualmente las acciones de TRE cotizarían con un pequeño descuento respecto a nuestra valoración por fundamentales, consecuencia del duro castigo recibido tras la publicación por parte de la Compañía de sus cifras correspondientes a 9M2017.

Tras la sorprendente revisión a la baja de márgenes de explotación llevada a cabo por la Compañía, esperamos ahora que 2018 sea un año complicado para ella. Además, es factible que, dada la situación del sector, nos veamos obligados a volver a revisar a la baja nuestras estimaciones de resultados, al no ser descartable que la caída de márgenes tenga un carácter más estructural de lo en principio estimado, y de cartera de la Compañía. Modificamos nuestra recomendación sobre el valor desde ACUMULAR hasta **REDUCIR**. Aprovecharíamos repuntes en la cotización de las acciones para reducir nuestra exposición al valor.

Por último, señalar que a pesar de la importante revisión a la baja de los márgenes de explotación del Grupo, lo que tendrá un importante impacto negativo en su capacidad de generar cash-flow libre, **los gestores de la Compañía aseguraron en la presentación de las cifras 9M2017 del Grupo que TRE mantendrá el dividendo**, lo que a precios actuales de la acción supondría una rentabilidad del 6,0%. No descartamos que esta decisión pueda ser revisada más adelante, dependiendo de la marcha del Grupo.

**Nota Técnicas Reunidas (TRE), Noviembre 2017**
**ANEXO n. 1**
**PRINCIPALES RATIOS ECONOMICO-FINANCIEROS - Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF)**  
*(Evolución 2012/2016; Proyecciones 2017/2019)*

|  | 2019E    | 2018E    | 2017E    | 2016     | 2015     | 2014     | 2013     | 2012     |
|--|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| <b>RATIOS DE LIQUIDEZ A CORTO PLAZO</b>              |          |          |          |          |          |          |          |          |
| . Ratio de solvencia (acir/pcir)                     | 1,07     | 1,05     | 1,05     | 1,11     | 1,09     | 1,19     | 1,19     | 1,17     |
| . Activo disponible (ef+real)/pcirc                  | 1,04     | 1,02     | 1,02     | 1,08     | 1,07     | 1,16     | 1,17     | 1,14     |
| . Fondo de maniobra operativo (EUR mill.)            | 201,56   | 49,49    | 44,31    | (147,24) | (188,09) | (193,50) | (244,47) | (282,89) |
| <b>ESTRUCTURA DE CAPITAL/SOLVENCIA A LARGO PLAZO</b> |          |          |          |          |          |          |          |          |
| . F.Propios+int.min./pasivo total                    | 0,14     | 0,12     | 0,11     | 0,12     | 0,11     | 0,19     | 0,19     | 0,17     |
| . F.Propios+int.min./pasivo l/p                      | 23,46    | 21,60    | 21,67    | 2,40     | 2,12     | 4,80     | 8,03     | 9,93     |
| . F.Propios+int.min./activo fijo                     | 1,48     | 1,35     | 1,33     | 1,33     | 1,16     | 2,00     | 2,54     | 2,76     |
| . Fondos accionista/activo fijo                      | 1,48     | 1,35     | 1,33     | 1,33     | 1,16     | 2,00     | 2,54     | 2,76     |
| . Recursos permanentes/activo fijo                   | 1,64     | 1,52     | 1,51     | 1,99     | 1,79     | 2,58     | 3,02     | 3,20     |
| . Recursos ajenos/activo total                       | 0,86     | 0,88     | 0,89     | 0,88     | 0,89     | 0,81     | 0,81     | 0,83     |
| . Deuda neta/fondos accionista                       | -59%     | -63%     | -61%     | -116%    | -134%    | -146%    | -143%    | -146%    |
| . EBIT/gastos financieros brutos                     | 45,78    | 16,35    | 12,94    | 30,64    | 16,62    | 44,03    | 22,83    | 30,41    |
| . Gastos financieros brutos/ventas n.                | 0,1%     | 0,1%     | 0,2%     | 0,1%     | 0,1%     | 0,1%     | 0,2%     | 0,2%     |
| . CF explot./gts.financieros netos                   | -325,53  | -73,15   | -255,73  | -52,88   | -70,35   | -19,73   | -29,87   | -18,90   |
| . Endeudamiento neto (EUR mill.)                     | (278,89) | (272,72) | (265,03) | (512,30) | (532,58) | (664,16) | (628,65) | (646,44) |
| <b>RENDIMIENTO INVERSIÓN</b>                         |          |          |          |          |          |          |          |          |
| . ROA  | 3,2%     | 2,0%     | 1,9%     | 3,6%     | 2,0%     | 5,6%     | 5,1%     | 5,1%     |
| . ROE  | 25,8%    | 17,8%    | 16,1%    | 31,0%    | 14,0%    | 30,6%    | 29,5%    | 34,5%    |
| . ROCE   | 14,1%    | 9,4%     | 9,3%     | 21,2%    | 11,3%    | 27,1%    | 27,2%    | 30,5%    |
| . Fondos propios/capital social                      | 32,6     | 30,0     | 30,1     | 30,7     | 27,6     | 31,7     | 30,4     | 30,3     |
| . BAV/fondos accionista (A)                          | 33,9%    | 24,4%    | 22,5%    | 43,8%    | 20,7%    | 36,4%    | 34,3%    | 35,6%    |
| . EBIT/recursos permanentes (A1)                     | 30,4%    | 21,3%    | 19,8%    | 29,1%    | 14,0%    | 26,8%    | 28,3%    | 28,9%    |
| . A/A1   | 1,1      | 1,1      | 1,1      | 1,5      | 1,5      | 1,4      | 1,2      | 1,2      |
| <b>RESULTADOS EXPLOTACIÓN</b>                        |          |          |          |          |          |          |          |          |
| . Margen bruto                                       | 29%      | 27%      | 27%      | 29%      | 28%      | 35%      | 32%      | 33%      |
| . Margen explotación                                 | 3,7%     | 2,2%     | 2,0%     | 4,0%     | 2,1%     | 5,0%     | 5,2%     | 5,6%     |
| . EBITDA/ventas                                      | 4,0%     | 2,5%     | 2,3%     | 4,4%     | 2,5%     | 5,4%     | 5,5%     | 5,9%     |
| . B° Neto/ventas                                     | 2,7%     | 1,6%     | 1,4%     | 2,7%     | 1,4%     | 4,3%     | 4,5%     | 5,1%     |
| <b>UTILIZACIÓN DEL ACTIVO</b>                        |          |          |          |          |          |          |          |          |
| . Ventas netas/tesorería                             | 6,7      | 7,4      | 7,8      | 7,0      | 5,9      | 5,0      | 4,8      | 4,3      |
| . Ventas netas/cuentas a cobrar                      | 1,77     | 1,77     | 1,77     | 1,99     | 1,74     | 2,19     | 1,95     | 1,53     |
| . Ventas netas/existencias                           | 250,00   | 250,00   | 250,00   | 282,05   | 193,03   | 135,38   | 117,13   | 103,12   |
| . Ventas netas/activo total                          | 123%     | 126%     | 128%     | 133%     | 116%     | 129%     | 120%     | 100%     |
| <b>DATOS POR ACCIÓN</b>                              |          |          |          |          |          |          |          |          |
| . Beneficio neto por acción (EUR)                    | 2,06     | 1,37     | 1,25     | 2,31     | 1,06     | 2,43     | 2,28     | 2,39     |
| . Dividendo por acción (EUR)                         | 1,40     | 1,40     | 1,40     | 1,40     | 1,40     | 1,40     | 1,40     | 1,40     |
| . Cash-flow por acción (EUR)                         | 2,30     | 1,63     | 1,55     | 2,65     | 1,41     | 2,64     | 2,45     | 2,54     |
| . Valor contable por acción (EUR)                    | 8,32     | 7,65     | 7,68     | 7,83     | 7,04     | 8,10     | 7,77     | 7,73     |
| . Precio/valor contable (veces) (*)                  | 2,80     | 3,04     | 3,03     | 2,98     | 4,95     | 4,48     | 5,08     | 4,54     |
| <b>RATIOS BURSÁTILES</b>                             |          |          |          |          |          |          |          |          |
| . Precio (EUR) (*)                                   | 23,30    | 23,30    | 23,30    | 23,30    | 34,85    | 36,29    | 39,49    | 35,09    |
| . PER  | 11,3     | 17,0     | 18,7     | 10,1     | 32,8     | 15,0     | 17,3     | 14,7     |
| . Precio/cash-flow                                   | 10,1     | 14,3     | 15,1     | 8,8      | 24,8     | 13,7     | 16,1     | 13,8     |
| . Rentabilidad por dividendo                         | 6,0%     | 6,0%     | 6,0%     | 6,0%     | 4,0%     | 3,9%     | 3,5%     | 4,0%     |
| . Pay-out  | 68%      | 102%     | 112%     | 61%      | 131%     | 58%      | 61%      | 59%      |

(\*) El precio de los años 2012, 2013, 2014, 2015 es el de cierre de ejercicio, y el de 2016, 2017, 2018 y 2019 es el actual.

Fuente: Memorias anuales de Compañía. Estimaciones propias.

## Nota Técnicas Reunidas (TRE), Noviembre 2017

**ANEXO n. 2**
**CUENTA DE RESULTADOS - Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF)**  
*(Evolución 2012/2016; Proyecciones 2017/2019)*

| EUR millones                          | 2019E           | 2018E           | 2017E           | 2016            | 2015            | 2014            | 2013          | 2012          |
|---------------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|---------------|---------------|
| Total Ventas                          | 4.258,57        | 4.691,06        | 4.912,11        | 4.792,61        | 4.187,89        | 3.149,18        | 2.846,10      | 2.652,36      |
| Variación de existencias              | 0,00            | 0,00            | 0,00            | (3,81)          | 0,69            | (2,28)          | (1,21)        | 5,17          |
| Coste de Ventas                       | (3.044,88)      | (3.424,47)      | (3.595,66)      | (3.403,14)      | (3.020,56)      | (2.056,83)      | (1.944,54)    | (1.775,06)    |
| <b>MARGEN BRUTO</b>                   | <b>1.213,69</b> | <b>1.266,59</b> | <b>1.316,44</b> | <b>1.385,66</b> | <b>1.168,02</b> | <b>1.090,07</b> | <b>900,36</b> | <b>882,47</b> |
| Gastos Explotación                    | (1.046,36)      | (1.152,63)      | (1.206,94)      | (1.178,78)      | (1.070,20)      | (925,01)        | (750,94)      | (731,38)      |
| Otros ingresos explotación            | 4,17            | 4,17            | 4,17            | 4,17            | 7,51            | 4,76            | 7,87          | 5,92          |
| <b>CASH-FLOW EXPLOTACIÓN O EBITDA</b> | <b>171,50</b>   | <b>118,13</b>   | <b>113,67</b>   | <b>211,05</b>   | <b>105,32</b>   | <b>169,81</b>   | <b>157,28</b> | <b>157,01</b> |
| Amortización inmovilizado             | (13,12)         | (14,42)         | (16,78)         | (19,11)         | (19,29)         | (12,23)         | (9,25)        | (8,32)        |
| Otras provisiones                     | 0,00            | 0,00            | 0,00            | 0,00            | 0,00            | 0,00            | 0,00          | 0,00          |
| <b>BENEFICIO EXPLOTACIÓN</b>          | <b>158,38</b>   | <b>103,71</b>   | <b>96,90</b>    | <b>191,94</b>   | <b>86,03</b>    | <b>157,58</b>   | <b>148,03</b> | <b>148,68</b> |
| Rdos. financieros netos               | 0,53            | 1,61            | 0,44            | 3,99            | 1,50            | 8,61            | 5,27          | 8,31          |
| Otros ajustes y resultados            | 0,00            | 0,00            | 0,00            | (2,53)          | (5,18)          | (0,47)          | (2,84)        | 0,81          |
| <b>BENEFICIO ANTES DE IMPUESTOS</b>   | <b>158,91</b>   | <b>105,32</b>   | <b>97,34</b>    | <b>193,40</b>   | <b>82,35</b>    | <b>165,72</b>   | <b>150,46</b> | <b>157,80</b> |
| Impuesto de sociedades                | (44,49)         | (29,49)         | (28,23)         | (53,20)         | (22,15)         | (31,26)         | (22,00)       | (21,49)       |
| Beneficio actividades interrumpidas   |                 |                 |                 | (11,01)         |                 |                 |               |               |
| <b>BENEFICIO NETO</b>                 | <b>114,41</b>   | <b>75,83</b>    | <b>69,11</b>    | <b>129,19</b>   | <b>60,20</b>    | <b>134,46</b>   | <b>128,46</b> | <b>136,31</b> |
| Minoritarios                          | 0,96            | 0,64            | 0,58            | (0,33)          | (0,83)          | 1,13            | (0,82)        | (2,89)        |
| <b>BENEFICIO ATRIBUIBLE Grupo</b>     | <b>115,37</b>   | <b>76,47</b>    | <b>69,69</b>    | <b>128,85</b>   | <b>59,36</b>    | <b>135,59</b>   | <b>127,65</b> | <b>133,42</b> |
| <i>EBITDA</i>                         | <i>171,50</i>   | <i>118,13</i>   | <i>113,67</i>   | <i>211,05</i>   | <i>105,32</i>   | <i>169,81</i>   | <i>157,28</i> | <i>157,01</i> |
| <i>EBIT</i>                           | <i>158,38</i>   | <i>103,71</i>   | <i>96,90</i>    | <i>191,94</i>   | <i>86,03</i>    | <i>157,58</i>   | <i>148,03</i> | <i>148,68</i> |
| <i>Cash-flow ejercicio</i>            | <i>128,49</i>   | <i>90,89</i>    | <i>86,47</i>    | <i>147,97</i>   | <i>78,65</i>    | <i>147,82</i>   | <i>136,90</i> | <i>141,75</i> |

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

| EUR millones                        | 2018E           | 2017E           | 2016            | 2015            | 2014            | 2013            | 2012            |
|-------------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>INMOVILIZADO</b>                 | <b>319,99</b>   | <b>324,77</b>   | <b>331,88</b>   | <b>343,73</b>   | <b>227,36</b>   | <b>172,87</b>   | <b>160,97</b>   |
| DEUDORES A LARGO PLAZO              | 0,00            | 0,00            | 0,00            | 0,00            | 0,00            | 0,00            | 0,00            |
| FONDO COMERCIO CONSOLIDACION        | 1,24            | 1,24            | 1,24            | 1,24            | 1,24            | 1,24            | 1,24            |
| GASTOS DISTRIBUIR VARIOS EJERCICIOS | 0,00            | 0,00            | 0,00            | 0,00            | 0,00            | 0,00            | 0,00            |
| <b>ACTIVO CIRCULANTE</b>            | <b>3.395,33</b> | <b>3.518,80</b> | <b>3.266,21</b> | <b>3.268,26</b> | <b>2.210,03</b> | <b>2.188,84</b> | <b>2.483,98</b> |
| <b>TOTAL ACTIVO</b>                 | <b>3.716,56</b> | <b>3.844,81</b> | <b>3.599,33</b> | <b>3.613,24</b> | <b>2.438,63</b> | <b>2.362,95</b> | <b>2.646,20</b> |

| EUR millones                        | 2018E           | 2017E           | 2016            | 2015            | 2014            | 2013            | 2012            |
|-------------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>FONDOS PROPIOS</b>               | <b>427,84</b>   | <b>429,40</b>   | <b>437,73</b>   | <b>393,78</b>   | <b>452,93</b>   | <b>434,48</b>   | <b>432,13</b>   |
| . Capital y prima emisión           | 14,28           | 14,28           | 14,28           | 14,28           | 14,28           | 14,28           | 14,28           |
| . Reservas                          | 337,09          | 345,42          | 294,59          | 320,14          | 303,06          | 292,55          | 284,43          |
| . Beneficio sociedad dominante      | 76,47           | 69,69           | 128,85          | 59,36           | 135,59          | 127,65          | 133,42          |
| <b>SOCIOS EXTERNOS</b>              | <b>4,10</b>     | <b>4,10</b>     | <b>4,10</b>     | <b>3,74</b>     | <b>2,91</b>     | <b>4,04</b>     | <b>11,56</b>    |
| DIFERENCIAS NEGATIVAS CONSOLIDACIÓN | 0,00            | 0,00            | 0,00            | 0,00            | 0,00            | 0,00            | 0,00            |
| INGRESOS DISTR. VARIOS EJERCICIOS   | 0,00            | 0,00            | 0,00            | 0,00            | 0,00            | 0,00            | 0,00            |
| PROVISIONES RIESGOS Y GASTOS        | 34,23           | 35,85           | 34,98           | 31,22           | 36,80           | 29,57           | 26,06           |
| <b>ACREEDORES LARGO PLAZO</b>       | <b>20,00</b>    | <b>20,00</b>    | <b>183,72</b>   | <b>187,57</b>   | <b>95,04</b>    | <b>54,62</b>    | <b>44,70</b>    |
| <b>ACREEDORES CORTO PLAZO</b>       | <b>3.230,38</b> | <b>3.355,46</b> | <b>2.938,81</b> | <b>2.996,94</b> | <b>1.850,96</b> | <b>1.840,25</b> | <b>2.131,75</b> |
| <b>TOTAL PASIVO</b>                 | <b>3.716,56</b> | <b>3.844,81</b> | <b>3.599,33</b> | <b>3.613,24</b> | <b>2.438,63</b> | <b>2.362,95</b> | <b>2.646,20</b> |
| Número acciones (millones)          | 55,9            | 55,9            | 55,9            | 55,9            | 55,9            | 55,9            | 55,9            |

Fuente: Memorias anuales de la Compañía. Estimaciones propias.

**Nota Técnicas Reunidas (TRE), Noviembre 2017**
**ANEXO n. 3**
**CÁLCULO DE LA TASA DE DESCUENTO APLICADA AL MODELO**

| <b>WACC</b><br>(Weighted average cost of capital) | recursos empleados | proporción recursos empleados | coste (*)<br>oportunidad | tasa impositiva | coste después tasa imp. | contribución tasa actualización |
|---|--------------------|-------------------------------|--------------------------|-----------------|-------------------------|---------------------------------|
| Fondos Propios 31/12/16                           | 437,73             | 65%                           | 6,19%                    | --              | 6,19%                   | 4,00%                           |
| Deuda bruta 31/12/16 (*)                          | 240,14             | 35%                           | 6,16%                    | 29,00%          | 4,38%                   | 1,55%                           |
| (EUR millones)                                    | <b>Total</b>       | <b>677,86</b>                 | <b>100%</b>              |                 |                         | <b>5,55%</b>                    |

(\*) Coste oportunidad: i) FFPP: Tir bono 10 años + prima riesgo; ii) Deuda neta: coste deuda + prima riesgo  
 (\*) Se considera toda la caja/tesorería de la Compañía como "no operativa".

**VALORACIÓN DE LA COMPAÑÍA - PRINCIPALES PARÁMETROS APLICADOS**

|                                    | Otros activos   | Deuda bruta   | Valor<br>compañía |                                 |
|------------------------------------|-----------------|---------------|-------------------|---------------------------------|
| <b>DCF ajustado (EUR mill.)</b>    | 13,02           |               |                   | Tir bono 10 años: 1,53%         |
| <b>Valor residual</b>              | 1.112,68        |               |                   | g (crecimiento perpétuo): 1,00% |
|                                    |                 |               |                   | Prima mercado: 7,29%            |
|                                    |                 |               |                   | Beta: 0,64                      |
|                                    |                 |               |                   | Prima de riesgo 4,7%            |
|                                    |                 |               |                   | PER Residual: 22,0              |
| <b>Total</b>                       | <b>1.125,70</b> | <b>333,00</b> | <b>(240,14)</b>   | <b>1.218,56</b>                 |
| <b>Valoración por acción - EUR</b> |                 |               |                   | <b>21,80</b>                    |

**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)          | 148,68        | 148,03        | 157,58        | 86,03        | 191,94        | 96,90        | 103,71       | 158,38        |
| Impuestos imputables al EBIT          | (20,25)       | (21,64)       | (29,72)       | (23,14)      | (52,79)       | (28,10)      | (29,04)      | (44,35)       |
| <b>EBIT ajustado (NOPLAT)</b>         | <b>128,44</b> | <b>126,39</b> | <b>127,86</b> | <b>62,89</b> | <b>139,14</b> | <b>68,80</b> | <b>74,67</b> | <b>114,03</b> |
| Amortización                          | 8,32          | 9,25          | 12,23         | 19,29        | 19,11         | 16,78        | 14,42        | 13,12         |
| Amortización fondo de comercio        | 0,00          | 0,00          | 0,00          | 0,00         | 0,00          | 0,00         | 0,00         | 0,00          |
| Otros cargos                          | 0,00          | 0,00          | 0,00          | 0,00         | 0,00          | 0,00         | 0,00         | 0,00          |
| <b>Cash-flow explotación ajustado</b> | <b>136,76</b> | <b>135,64</b> | <b>140,09</b> | <b>82,18</b> | <b>158,25</b> | <b>85,57</b> | <b>89,09</b> | <b>127,15</b> |

