

Técnicas Reunidas (TRE)

Actualización

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

MANTENER
 RIESGO: ALTO

Accionistas

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

 Precio acción (09/02/17): EUR 36,71
Precio objetivo (12 meses): EUR 38,60
 # de acciones (mill): 55,90
 Capitalización bursátil (mill): EUR 2.051,66
 Máx/Mín 2017: EUR 38,97 / 36,32
 Máx/Mín (12 meses): EUR 39,01 / 21,75
 % Máx/Mín (12 meses): -15 / 70

Analista: Juan J. Fdez-Figares

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

Mesa de contratación

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

 PER 08: 7,5
 PER 09: 15,4
 PER 10: 25,6
 PER 11: 12,0
 PER 12: 14,7
 PER 13: 17,3
 PER 14: 15,0
 PER 15: 30,5
 PER 16E: 13,1
 PER 17E: 11,9
 PER 18E: 14,3

Principales Ratios

	EV/Ebitda	Ebitda (*)	B° Neto (*)	Cash-flow (*)	BPA	CF acción	Dividendo acción	Pay-out (%)
2008	3,1	148,32	137,11	143,13	2,45	2,56	1,29	53
2009	9,3	155,91	145,80	152,67	2,61	2,73	1,34	51
2010	13,1	162,91	103,87	111,23	1,86	1,99	1,34	72
2011	5,1	159,53	129,55	137,79	2,32	2,47	1,36	58
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	12,1	105,32	59,36	78,65	1,06	1,41	1,40	131
2016E	6,9	199,85	138,43	155,98	2,48	2,79	1,40	56
2017E	6,2	212,90	151,55	164,54	2,71	2,94	1,40	51
2018E	6,8	176,23	126,18	136,54	2,26	2,44	1,40	62

(*) 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 9M2016 generó el 88,3% de las ventas totales del Grupo; ii) **Generación de Energía** (8,5%), e iii) **Infraestructuras Industriales** (3,2%).
- **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.
- **El crecimiento de su cartera de proyectos en los últimos ejercicios**, aprovechando la pujante demanda en su sector y su cada vez más fuerte posicionamiento en los mercados en los que opera y entre sus clientes, **se ha reflejado directamente en el crecimiento de los resultados del Grupo.**
- Con la reciente adjudicación del contrato de Ras Tanura para Saudi Aramco, **TRE ha logrado proyectos por un importe cercano a los EUR 3.000 millones en 2016, cifra muy en línea con lo por nosotros esperado**, por lo que valoramos positivamente el hecho, dado el complejo entorno de mercado al que se enfrentan las compañías del sector. De esta forma la Compañía cierra el ejercicio con una cartera de pedidos cercana a los EUR 10.400 millones.
- **La reciente evolución de la cartera de TRE y el actual nivel de la misma creemos que garantizan el crecimiento de los resultados de la Compañía en los dos próximos años.** En principio, y al estar las cifras publicadas por TRE en el 9M2016 muy en línea con lo por nosotros esperado no creemos necesario realizar modificaciones a nuestras estimaciones de resultados, publicadas el pasado mes de septiembre. Podemos pecar de conservadores a la hora de proyectar la evolución de la cartera de TRE en 2017 y 2018 dado el positivo estado del *pipeline* de la Compañía, pero hemos optado por esperar a ver cómo evolucionan las adjudicaciones en el 1S2017 antes de revisar al alza nuestras proyecciones.
- No obstante, **hemos revisado ligeramente al alza nuestra valoración de la compañía hasta situarla en EUR 38,60 por acción** (EUR 37,92; anterior valoración), lo que a precios actuales de la acción otorga al valor un potencial de revalorización reducido.
- Es por ello que **nos hemos decantado por revisar a la baja nuestra recomendación sobre el valor desde COMPRAR hasta MANTENER.** A pesar de ello, seguimos pensando que TRE es una opción interesante para mantenerse expuesto de forma indirecta al sector del gas y del petróleo. En ese sentido, resaltaríamos su atractiva política de remuneración al accionista, ya que a precios actuales de la acción, y a pesar de la fuerte revalorización que han experimentado sus acciones en los últimos meses, TRE sigue ofreciendo una rentabilidad por dividendo del 4,3%.

RECOMENDACIÓN: MANTENER
RIESGO: ALTO

TÉCNICAS REUNIDAS HA LOGRADO ADJUDICACIONES POR UN IMPORTE CERCANO A LOS EUR 3.000 MILLONES EN EL EJERCICIO 2016

Con la reciente adjudicación del contrato de Ras Tanura para Saudi Aramco, TRE ha logrado proyectos por un importe cercano a los EUR 3.000 millones en 2016, cifra muy en línea con lo por nosotros esperado, por lo que valoramos positivamente el hecho, dado el complejo entorno de mercado al que se enfrentan las compañías del sector. En 2015 TRE logró adjudicaciones por importe de EUR 6.662 millones, lo que supuso un récord para la Compañía.

De esta forma, TRE cierra el ejercicio con una cartera de proyectos de unos EUR 10.400 millones aproximadamente, según nuestros cálculos, cifra sensiblemente inferior a los EUR 12.236 millones con los que finalizó 2015, año que no es un buen referente al ser un año atípico por el elevado volumen de proyectos adjudicados a la Compañía.

A continuación pasamos a enumerar los principales contratos logrados por TRE en 2016:

- i) La mejicana Pemex Transformación Industrial ha contratado a TRE para la segunda fase de la ejecución del proyecto diésel ultra bajo azufre en la refinería General Lázaro Cárdenas de Minatitlán, México. El alcance de esta fase incluye la ingeniería, aprovisionamiento, construcción y puesta en marcha de dos nuevas unidades de refino: hidrodeshulfuradora de diésel (30.000 bpd), y planta de recuperación de azufre (150 tpd); así como modificaciones en una unidad hidrodeshulfuradora existente, los servicios auxiliares correspondientes y la integración de las instalaciones fuera de los límites de batería para estas plantas.

El contrato se inició bajo la modalidad de libro abierto (*open book*) y se desarrolla en dos etapas. La primera de ellas, por un importe aproximado de \$ 50 millones, se adjudicó a TRE en septiembre de 2014. En esta fase TRE realizó un diseño básico extendido (FEED), la estimación detallada del coste de la inversión y la compra de algunos equipos de largo plazo de entrega.

La segunda fase del proyecto, cuyo importe asciende a \$ 800 millones, y que se realizará bajo la modalidad "llave en mano", es un EPC que incluye la ingeniería de detalle, suministro de equipos y materiales, construcción y puesta en marcha. El plazo de ejecución es de 36 meses.

- ii) La sociedad Kilpilahti Power Plant Ltd, participada al 40% por Neste, al 40% por Veolia y al 20% por Borealis, ha seleccionado a TRE para la ejecución del contrato de diseño y construcción de una nueva planta de generación de energía eléctrica y vapor que abastecerá a la refinería de Neste y el complejo petroquímico de Borealis en Porvoo, Finlandia.

La planta de generación está compuesta por tres generadores de vapor con una capacidad total de 600 t/h y una turbina de vapor de 40 MW de potencia. La inversión total de la instalación ronda los EUR 400 millones, de los cuales EUR 270 millones corresponden al contrato de TRE. La Compañía cubrirá los servicios de ingeniería, aprovisionamiento, construcción y puesta en marcha de la instalación hasta su operación comercial. Se prevé que la planta entre en producción a mediados de 2018.

- iii) La compañía MGT Teesside Ltd, participada al 50% por Macquarie Group y al 50% por el fondo de Dinamarca PKN Ltd. Macquarie ha seleccionado a TRE, en consorcio con Samsung C&T, para la ejecución del proyecto de construcción de una nueva planta de generación de energía de 299 MWe, con producción combinada de calor y electricidad en Teesside, Reino Unido. El alcance del proyecto incluirá la instalación de una caldera y turbina de vapor con una potencia bruta de 299 MWe. En la caldera se empleará tecnología de lecho fluido circulante (CFB) para generar vapor a

Nota Técnicas Reunidas (TRE), Febrero 2017

partir de pellets de madera y virutas como combustible principal. El importe del contrato asciende a EUR 700 millones de los que un 70% corresponden a la parte que realizará TRE. El proyecto es un EPC que incluye los servicios de ingeniería, aprovisionamiento, construcción, comisionado y puesta en marcha hasta la entrega final. La planta de generación de energía tiene planificado el comienzo de su operación comercial en 2020.

- iv) TRE se ha adjudicado recientemente el contrato "llave en mano" del proyecto *Clean Fuels* en la refinería de Ras Tanura, en la costa Este de Arabia Saudí, para Saudi Aramco. El proyecto contempla la ingeniería, el aprovisionamiento, la construcción y la asistencia a la puesta en marcha del proyecto (EPC), dividido en dos paquetes: a) incluye la unidad de isomerización, la de hidrotratamiento de Nafta, la CCR, interconexiones, el sistema de antorcha y edificios asociados, e b) incluye instalaciones y servicios auxiliares. El proyecto durará unos 48 meses, hasta la terminación mecánica de la planta. El importe del mismo no se ha hecho público, pero estimamos que rondará los EUR 1.450 millones.

TRAS ANALIZAR LOS RESULTADOS 9M2016 DE TÉCNICAS REUNIDAS Y LA EVOLUCIÓN DE SU CARTERA DE PEDIDOS DURANTE 2016, QUE SE HAN COMPORTADO EN LÍNEA CON NUESTRAS EXPECTATIVAS, NO CREEMOS NECESARIO DE MOMENTO MODIFICAR NUESTRAS ESTIMACIONES DE RESULTADOS PARA EL PERIODO 2016 / 2018

- En principio, y al estar las cifras publicadas por TRE en el 9M2016 muy en línea con lo por nosotros esperado no creemos necesario realizar modificaciones a nuestras estimaciones de resultados para el periodo 2016 / 2018, publicadas el pasado mes de septiembre. No obstante, destacar que podemos haber pecado de exceso de conservadurismo a la hora de proyectar la evolución de la cartera de TRE en 2017 y 2018, más aún teniendo en cuenta el positivo estado actual del *pipeline* de la Compañía, pero hemos optado por esperar a comprobar cómo evolucionan las adjudicaciones en el 1S2017 antes de revisar al alza nuestras proyecciones.
- Como hemos señalado en el punto anterior, el volumen de proyectos que se han adjudicado en 2016 no ha alcanzado el nivel del año precedente. No obstante, TRE ha logrado en 2016 repetir proyectos con clientes consolidados, como es el caso de Saudi Aramco, a la vez que ha conseguido proyectos con clientes nuevos, en países en los que no estaba presente lo que, desde nuestro punto de vista, refuerza la estrategia de TRE de diversificar su negocio desde un punto de vista geográfico y de clientes.

En este sentido, señalar que la Compañía sigue licitando para proyectos que entran en lo que considera como "su rango de precio", con el objeto de evitar un deterioro de sus márgenes de explotación. No obstante, destacar que en nuestras estimaciones recogemos el enfoque más prudente en materia de márgenes adoptado por la Compañía al incrementar el volumen de las potenciales contingencias a considerar en los distintos proyectos en los que participa. De esta forma, esperamos que el margen EBITDA sobre ventas del Grupo se mantenga en el periodo de tiempo proyectado (2016 / 2018) en un rango de entre el 4,3 y el 4,4%, y que el margen EBIT lo haga en uno de entre el 4,0 y el 4,1%.

Cuadro n. 1
EVOLUCIÓN PREVISTA DE LA CARTERA DE TÉCNICAS REUNIDAS 2016 / 2018

EUR millones	2015	2016E	2017E	2018E	tacc 15/18E
CARTERA	12.136,00	10.372,52	9.445,45	10.132,05	-5,8%
Petróleo y Gas	11.771,92	9.650,99	8.781,45	9.402,05	-7,2%
Generación de Energía	364,08	721,53	664,00	730,00	26,1%

Fuente: Técnicas Reunidas; Elaboración propia.

Nota Técnicas Reunidas (TRE), Febrero 2017

- Confiamos que durante 2017 y 2018 TRE continúe logrando nuevos proyectos, teniendo en cuenta el tamaño de su actual *pipeline*, superior al del año pasado por estas fechas, y el importante volumen de proyectos que se espera se liciten en los próximos años –sólo en Oriente Medio se estiman licitaciones por importe de decenas de miles de millones de dólares-. No obstante, hemos optado por ser conservadores dado el complejo escenario al que se enfrentan las compañías del sector. Así, para 2017 y 2018 esperamos licitaciones por importes de unos EUR 4.000 millones y EUR 5.000 millones, respectivamente. De estos nuevos proyectos la mayoría corresponderán al área de negocio de Petróleo y Gas. Destacar que TRE ha licitado -tiene expectativas de salir “victorioso” en alguno de ellos- en varios proyectos de refino en el Golfo Pérsico (Bahréin y Omán) y en Latinoamérica (para un cliente con el que ya está trabajando). Igualmente, la Compañía ha licitado para un proyecto petroquímico en Bolivia. Esperamos que todos estos trabajos sean adjudicados en el 1S2017. Para el 2S2017 el *pipeline* de TRE recoge proyectos de refino en Abu Dhabi y Arabia Saudita, mientras que para 2018 refleja proyectos, también de refino, en el área de Asia Pacífico. Todos estos proyectos son de miles de millones de dólares y, de salir TRE airoso en varios de ellos, nos veríamos forzados a revisar al alza nuestras estimaciones de cartera y, por lo tanto, de resultados, para 2017 y, sobre todo, para 2018.

En el negocio de Energía también hemos sido conservadores a la hora de proyectar la cartera, estimando nuevos proyectos por importe de unos EUR 750 millones para el conjunto del periodo. En este sentido, señalar que la Compañía ha licitado para la construcción de un ciclo combinado en Latinoamérica, cuya adjudicación se llevará a cabo en 2017.

En lo que hace referencia a los negocios de Infraestructuras, señalar que, al estar más ligados al ciclo económico, se están viendo más afectados por la crisis, en muchos casos por las dificultades de los clientes para obtener financiación. Cabe recordar que tanto en esta área de negocio como en la de Energía TRE tuvo que forzar su internacionalización ya que el mercado español es casi inexistente, consecuencia de la saturación (en el caso concreto de los ciclos combinados) y de la falta de presupuesto (en el de las infraestructuras). Por todo ello, nuestras estimaciones contemplan la consecución de proyectos por importe de EUR 100 millones anuales en los tres próximos años, siendo estos más factibles en el negocio de la construcción de plantas desaladoras.

De esta forma, y teniendo en cuenta el volumen de ventas estimado, esperamos que la cartera de proyectos de TRE se sitúe al cierre de 2016 aproximadamente en EUR 10.400 millones, que baje en 2017 hasta los EUR 9.500 millones y que vuelva a repuntar en 2018, hasta los EUR 10.100 millones, tal y como se muestra en el cuadro n. 1.

Cuadro n. 2
ESTIMACIONES DE RESULTADOS TÉCNICAS REUNIDAS – 2015 / 2018E

EUR millones	2015	2016E	2017E	2018E	tacc 15/18E
Ventas ordinarias	4.187,89	4.589,82	4.897,07	4.033,41	-1,2%
EBITDA	105,32	199,85	212,90	176,23	18,7%
<i>margen EBITDA s/ventas</i>	2,5%	4,4%	4,3%	4,4%	n.s
Beneficio neto atribuible	59,36	138,43	151,55	126,18	28,6%
ROE	14,0%	32,6%	30,9%	22,9%	n.s
ROCE	11,3%	20,3%	19,7%	15,4%	n.s

Fuente: RRII Técnicas Reunidas. Elaboración propia.

- En función de nuestras estimaciones de cartera, y teniendo en cuenta los plazos de ejecución, también estimados, esperamos que las ventas de la Compañía en los próximos años evolucionen tal y como mostramos en el cuadro adjunto número 2.

Nota Técnicas Reunidas (TRE), Febrero 2017

En lo que hace referencia al cierre del ejercicio 2016, esperamos que **las ventas** de TRE alcancen los EUR 4.589,82 millones (+9,6% en relación a 2015). En este sentido, señalar que los gestores de TRE adelantaron en su día el volumen de ventas que esperaban alcanzar en 2016. La cifra por nosotros estimada está en la parte alta del rango publicado por la Compañía, que es de entre EUR 4.300 y EUR 4.600 millones. No obstante, dada la marcha de esta variable en 9M2016, esperamos que TRE alcance sin problemas nuestra estimación de ventas para el presente ejercicio.

En lo que hace referencia a los márgenes de explotación, señalar que estimamos que el **cash-flow de explotación** o **EBITDA** crezca en el periodo 2015 / 2018 a una tacc del 18,7%, que sería del -7% si no tenemos en cuenta el importe de las contingencias de un proyecto que la Compañía llevó a cabo en Canadá, que lastró los resultados 2015 de la Compañía. Esta caída del EBITDA es consecuencia de las menores ventas que esperamos alcance la Compañía en 2018 debido a la evolución prevista de la cartera de proyectos, así como a los menores márgenes que aplicamos a la misma en nuestras proyecciones. Señalar que en 2016 esperamos un EBITDA de EUR 199,85 millones (+90% en relación a 2015; aproximadamente -9% si excluimos las mencionadas contingencias del proyecto de Canadá). Así, en términos homogéneos la caída del EBITDA en el ejercicio es consecuencia de que esperamos que este margen sobre ventas sea del 4,4%. Para 2017 esperamos un EBITDA de EUR 212,90 millones (+6,5% en relación a 2016E), mientras que para 2018 esperamos que baje hasta los EUR 176,23 millones (-17,2% vs. 2017E), principalmente por la evolución descendente que hemos estimado para la cartera de proyectos del Grupo.

El **beneficio neto atribuible**, por su parte, se verá afectado por la mayor tasa impositiva que deberá afrontar el Grupo a partir de ahora por las modificaciones introducidas por el Gobierno español en materia de deducciones. Así, en el periodo proyectado 2016 / 2018 hemos aplicado una tasa impositiva media del 25%. De esta forma, esperamos que el beneficio neto atribuible se sitúe en 2016 en los EUR 138,43 millones (+133% vs. 2015; -20% aproximadamente en términos homogéneos). Para 2017 esperamos un beneficio neto atribuible de EUR 151,55 millones (+9,5% vs. 2016E), y para 2018 de EUR 126,18 millones (-16,7% vs. 2017E).

El resultado financiero esperamos que se mantenga durante el periodo ligeramente en positivo, aunque lejos de los niveles alcanzados en años precedentes debido a que la Compañía mantendrá durante estos años una deuda bruta sensiblemente superior, que hemos estimado que ascienda a entre EUR 230 y EUR 280 millones durante el periodo proyectado, con objeto de financiar picos puntuales de necesidades de circulante. Ello hará que la tesorería neta del Grupo se sitúe en este mismo periodo entre los EUR 430 y los EUR 600 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 – muchos clientes, especialmente los del Golfo Pérsico, ya no hacen pagos iniciales (*down payments*) y pagan en función de los distintos hitos (avances) logrados en los proyectos-, es muy factible que se produzcan importantes variaciones puntuales en los niveles de caja de la Compañía, algo que no consideramos un problema en ningún caso.

Por último, señalar que en el periodo analizado las rentabilidades **ROE (s/ fondos propios medios)** y **ROCE (s/ capital invertido medio)** de TRE se mantendrán a niveles entre el 33% de 2016 y el 23% de 2018 en el primer caso, y cercanas al 20% en el segundo en 2016 y 2017, para luego bajar hasta el 15,4% en 2018 (ver cuadro n. 3). 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).

POR EL CONTRARIO, HEMOS REVISADO LIGERAMENTE AL ALZA NUESTRA VALORACIÓN DE LA COMPAÑÍA HASTA SITUARLA EN EUR 38,60 POR ACCIÓN, LO QUE A PRECIOS ACTUALES NO OTORGA AL VALOR POTENCIAL DE REVALORIZACIÓN ALGUNO

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 38,60 (EUR 37,92; anterior valoración), equivalente a una valoración del Grupo de EUR 2.157,74 millones (EUR 2.119,52 millones; anterior valoración), valoración muy en línea con la que establecimos el pasado mes de septiembre. Este precio no otorga actualmente potencial de revalorización alguno a las acciones de TRE dada la fuerte alza que han experimentado sus acciones desde que publicamos nuestro anterior informe, cercana al 14%, evolución muy superior a la que ha experimentado en el mismo periodo el Ibex-35 (+5,9%).

Esta ligera revisión al alza de nuestra valoración de TRE desde la que publicamos en septiembre se produce a pesar del menor precio objetivo alcanzado ahora por el método de DFC, que ha sido compensado del todo por nuestra nueva valoración por el método de múltiplos relativos que, por el contrario, es algo superior a la anterior.

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 2.201,99 millones (EUR 2.219,67 millones; anterior valoración), lo que supone un precio por acción de EUR 39,39 (EUR 39,71; anterior valoración), ligeramente inferior (-1%) al obtenido en nuestra anterior valoración. Ello ha sido consecuencia de la mayor tasa (*wacc*) utilizada para descontar los flujos futuros de caja generados por la Compañía (6,02% ahora vs. 5,76% en septiembre). El incremento del *wacc* es debido principalmente al sensible ascenso de la rentabilidad del bono 10 años español (1,63% vs. 1,05% en septiembre), incremento que no es compensado del todo por el descenso de la beta 12 meses utilizada para el valor (0,77 vs. 0,83). La prima del mercado español, por su parte, ha repuntado algo en el periodo (6,57% vs. 6,21%). Aplicamos esta última variable para calcular la mencionada tasa de descuento (ver anexo n. 3).

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.

En relación a la cotización actual de las acciones de TRE, el precio objetivo obtenido por el método de DFC muestra un ligero potencial de revalorización para las mismas del 7%.

Nota Técnicas Reunidas (TRE), Febrero 2017
Valoración por relativos

El segundo método utilizado consiste en valorar la Compañía comparando una serie de múltiplos bursátiles estimados para el ejercicio 2017 (2016 en nuestra anterior valoración) 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. 3, a continuación, la composición del grupo de referencia).

En el cuadro siguiente presentamos los resultados obtenidos:

Cuadro n. 3
VALORACIÓN DE TÉCNICAS REUNIDAS POR MÚLTIPLOS RELATIVOS

Empresas	país	precio (EUR)	capitalización	PER	EV/EBITDA	Rent. FCF	Rent. Dividendo
Grupo Referencia		09/02/2017	bursátil (EUR mill)	2017 E	2017 E	2017 E	2017 E
Saipem S.p.A.	Italia	0,47	4.724	23,5 x	6,0 x	4,4%	0,4%
Petrofac Limited	Reino Unido	10,44	3.610	9,4 x	5,8 x	13,0%	6,1%
Technip SA	Francia	67,40		18,8 x	6,1 x	3,5%	3,2%
JGC Corp.	Japón	15,89	4.115	18,0 x	5,3 x	4,6%	1,7%
Fluor Corporation	EEUU	51,92	7.230	19,0 x	8,2 x	5,8%	1,5%
Amec Foster Wheeler plc	Reino Unido	5,22	2.037	10,0 x	8,6 x	10,8%	4,6%
KBR, Inc.	EEUU	15,72	2.242	12,6 x	6,2 x	11,1%	1,9%
Maire Tecnimont SpA	Italia	2,60	794	9,4 x	4,7 x	14,1%	3,5%
Grupo Referencia (promedio)			3.536	15,1 x	6,4 x	8,4%	2,9%
Valor TRE (EUR acción)				40,93	32,86	34,69	48,87
Valoración mediana (EUR por acción)							37,81

Fuente: FactSet. Estimaciones propias.

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 2.113,50 millones (EUR 2.019,37 millones; anterior valoración), lo que en términos por acción se traduce en un precio objetivo de EUR 37,81 (EUR 36,13; anterior valoración), lo que supondría que las acciones de TRE estarían cotizando a su precio actual con un descuento del 3%. La ligera revisión al alza de nuestra valoración utilizando este método es consecuencia de los multiplicadores bursátiles más elevados que presentan ahora las compañías incluidas en el grupo de referencia tras las recientes alzas que han experimentado sus acciones en los distintos mercados en los que cotizan, alzas que han estado muy relacionadas con el incremento del precio del crudo.

DADO EL ESCASO POTENCIAL DE REVALORIZCIÓN QUE OFRECEN LAS ACCIONES DE TÉCNICAS REUNIDAS EN FUNCIÓN DE NUESTRA VALORACIÓN POR FUNDAMENTALES, REVISAMOS A LA BAJA NUESTRA RECOMENDACIÓN PARA EL VALOR HASTA MANTENER

TRE ha logrado un fuerte incremento de su cartera de proyectos en los últimos ejercicios gracias a la pujante demanda de servicios en su sector y al cada vez más fuerte posicionamiento de la Compañía en los mercados en los que opera y entre sus clientes. También ha sido un factor determinante en esta evolución su exitosa estrategia comercial, que le ha permitido entrar en mercados con tanto potencial como el australiano, el malayo, el ruso, el turco, el argelino o el canadiense, y con la que ha diversificado sustancialmente el origen de sus ingresos y resultados. Además, la buena ejecución de sus proyectos está permitiendo a TRE volver a trabajar con grandes clientes, como muestran las adjudicaciones de proyectos en Oriente Medio para clientes como Saudi Aramco o Kuwait National Petroleum Company (KNPC), lo que demuestra la confianza de los mismos en el desempeño de la Compañía. En los últimos años citados este incremento progresivo de la cartera de proyectos de la Compañía se ha visto reflejado en su cuenta de resultados, con fuertes incrementos de las ventas y de los márgenes del Grupo en valores absolutos.

En este sentido, cabe destacar que en 2015 la Compañía logró el volumen más elevado de su historia en licitaciones (EUR 6.662 millones), lo que le permitió cerrar el ejercicio con una cartera de EUR 12.136 millones, también la mayor de su historia. Entendemos que este hecho, y los EUR 3.000 millones aproximados de licitaciones de proyectos logrados en 2016 deben servir para asegurar los resultados de TRE para los próximos dos años de no mediar acontecimientos no contemplados en estos momentos por nosotros.

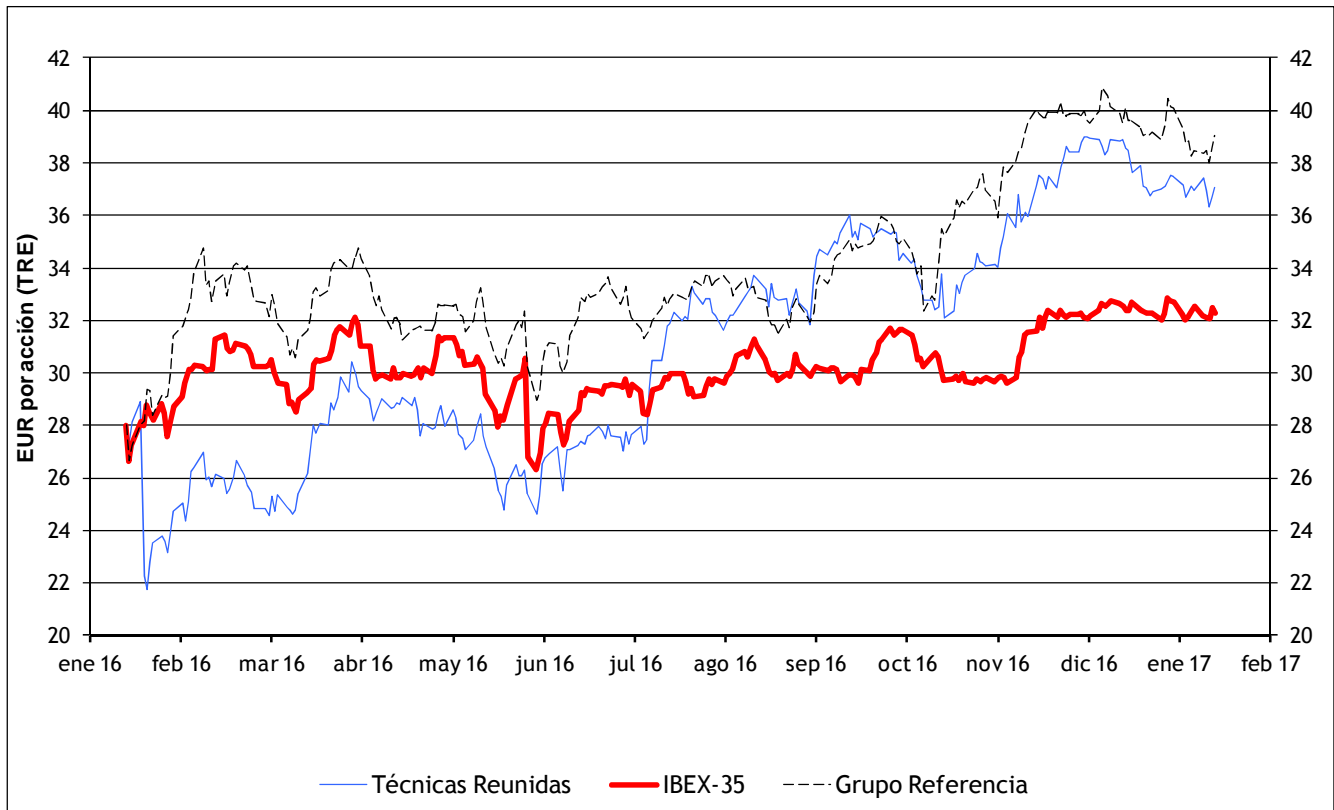
En la actualidad, a pesar del complejo escenario al que se enfrenta el sector del petróleo como consecuencia de la fuerte caída del precio del crudo en el último año y medio, siguen existiendo importantes proyectos por licitar en la actividad de exploración y producción (*upstream*) y en la de refino (*downstream*) en el sector de petróleo y gas en Oriente Medio, que ciframos en varias decenas de miles de millones de dólares para los próximos años. En nuestra opinión, la reciente historia de éxitos de TRE en términos de proyectos licitados, así como su capacidad para ejecutar los mismos de forma eficiente en plazo y costes, le permitirá seguir participando de este importante “pastel” en los próximos ejercicios, lo que creemos que reflejamos de forma conservadora en nuestras estimaciones de resultados para el periodo 2016 / 2018.

Por otra parte, señalar que tanto el nivel de cartera que presenta la Compañía al cierre de 2016 como los resultados 9M2016 publicados por la misma están muy en línea con lo por nosotros esperado, por lo que no consideramos necesario modificar nuestras estimaciones de resultados, y hemos optado por mantener los que hicimos públicos en nuestro informe del mes de septiembre. En ese sentido, decir que podemos pecar de precavidos a la hora de proyectar la evolución de la cartera de TRE en 2017 y 2018, más aún teniendo en cuenta el positivo estado actual del *pipeline* de la Compañía, pero hemos optado por esperar a comprobar cómo evolucionan las adjudicaciones en el 1S2017 antes de revisar al alza nuestras proyecciones.

Por el contrario, sí hemos revisado ligeramente al alza nuestra **valoración de la Compañía**, que es ahora de **EUR 38,60 por acción** (EUR 37,92; anterior valoración). Ello ha sido consecuencia, principalmente, de la recuperación experimentada en las distintas bolsas por los precios de las acciones de las compañías incluidas en el grupo de referencia que utilizamos para realizar nuestra valoración por relativos, lo que ha hecho que los múltiplos bursátiles de las mismas sean ahora más exigentes de lo que lo eran en septiembre, cuando procedimos a valorar TRE por última vez.

Gráfico n. 1

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



Fuente: FactSet. Elaboración propia.

No obstante, nuestra nueva valoración otorga a las acciones de TRE un recorrido al alza adicional reducido en función del precio actual de las mismas. Es por ello que nos hemos decantado por revisar a la baja nuestra recomendación sobre el valor desde **COMPRAR** hasta **MANTENER**. A pesar de ello, seguimos pensando que TRE es una opción interesante para mantenerse expuesto de forma indirecta al sector del gas y del petróleo. En ese sentido, resaltaríamos su atractiva política de remuneración al accionista, ya que a precios actuales de la acción, y a pesar de la fuerte revalorización que han experimentado sus acciones en los últimos meses, TRE sigue ofreciendo una rentabilidad por dividendo del 4,3%.

Nota Técnicas Reunidas (TRE), Febrero 2017
ANEXO n. 1
PRINCIPALES RATIOS ECONOMICO-FINANCIEROS - Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF)

(Evolución 2008/2015; Proyecciones 2016/2018)

	2018E	2017E	2016E	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008
RATIOS DE LIQUIDEZ A CORTO PLAZO											
. Ratio de solvencia (acir/pcir)	1,16	1,14	1,11	1,09	1,19	1,19	1,17	1,14	1,12	1,14	1,09
. Activo disponible (ef+real)/pcirc	1,14	1,12	1,09	1,07	1,16	1,17	1,14	1,12	1,10	1,11	1,08
. Fondo de maniobra operativo (EUR mill.)	(108,53)	(131,77)	(123,50)	(188,09)	(193,50)	(244,47)	(282,89)	(369,26)	(208,36)	(511,54)	(328,89)
ESTRUCTURA DE CAPITAL/SOLVENCIA A LARGO PLAZO											
. F.Propios+int.min./pasivo total	0,16	0,13	0,12	0,11	0,19	0,19	0,17	0,13	0,12	0,14	0,10
. F.Propios+int.min./pasivo lp	3,82	2,88	2,65	2,12	4,80	8,03	9,93	5,27	7,82	9,12	5,16
. F.Propios+int.min./activo fijo	1,85	1,67	1,40	1,16	2,00	2,54	2,76	2,91	2,88	2,78	1,98
. Fondos accionista/activo fijo	1,85	1,67	1,40	1,16	2,00	2,54	2,76	2,91	2,88	2,78	1,98
. Recursos permanentes/activo fijo	2,47	2,41	2,07	1,79	2,58	3,02	3,20	3,62	3,40	3,30	2,58
. Recursos ajenos/activo total	0,84	0,87	0,88	0,89	0,81	0,81	0,83	0,87	0,88	0,86	0,90
. Deuda neta/fondos accionista	-105%	-90%	-94%	-134%	-146%	-143%	-146%	-212%	-154%	-251%	-255%
. EBIT/gastos financieros brutos	23,62	29,48	29,06	16,62	44,03	22,83	30,41	35,49	20,44	44,82	9,54
. Gastos financieros brutos/ventas n.	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%	0,3%	0,1%	0,6%
. CF explot./gts.financieros netos	-182,40	-445,86	-275,10	-70,35	-19,73	-29,87	-18,90	-23,82	-25,66	-12,16	-31,49
. Endeudamiento neto (EUR mill.)	(606,45)	(480,41)	(428,77)	(532,58)	(664,16)	(628,65)	(646,44)	(740,19)	(525,49)	(796,17)	(575,35)
RENDIMIENTO INVERSIÓN											
. ROA	3,3%	3,9%	3,7%	2,0%	5,6%	5,1%	5,1%	4,9%	3,9%	6,5%	7,5%
. ROE	22,9%	30,9%	32,6%	14,0%	30,6%	29,5%	34,5%	38,4%	32,2%	55,1%	61,7%
. ROCE	15,4%	19,7%	20,3%	11,3%	27,1%	27,2%	30,5%	34,2%	26,0%	43,6%	48,9%
. Fondos propios/capital social	31,8	37,0	31,8	27,6	31,7	30,4	30,3	23,9	23,4	21,8	15,3
. BAIfondos accionista (A)	28,8%	37,7%	40,0%	20,7%	36,4%	34,3%	35,6%	44,4%	46,8%	50,6%	65,4%
. EBIT/recursos permanentes (A1)	21,4%	26,1%	26,9%	14,0%	26,8%	28,3%	28,9%	34,9%	38,6%	39,6%	48,5%
. A/A1	1,3	1,4	1,5	1,5	1,4	1,2	1,2	1,3	1,2	1,3	1,3
RESULTADOS EXPLOTACIÓN											
. Margen bruto	30%	30%	30%	28%	35%	32%	33%	32%	31%	31%	32%
. Margen explotación	4,1%	4,1%	4,0%	2,1%	5,0%	5,2%	5,6%	5,8%	5,6%	5,7%	5,7%
. EBITDA/ventas	4,4%	4,3%	4,4%	2,5%	5,4%	5,5%	5,9%	6,1%	5,9%	5,9%	6,0%
. BºNeto/ventas	3,1%	3,1%	3,0%	1,4%	4,3%	4,5%	5,1%	5,2%	3,5%	5,5%	5,7%
UTILIZACIÓN DEL ACTIVO											
. Ventas netas/tesorería	4,8	6,4	6,6	5,9	5,0	4,8	4,3	3,7	5,3	3,3	4,1
. Ventas netas/cuentas a cobrar	1,74	1,74	1,74	1,74	2,19	1,95	1,53	1,49	1,38	2,13	1,74
. Ventas netas/existencias	153,03	153,03	153,03	193,03	135,38	117,13	103,12	125,86	157,07	134,73	181,31
. Ventas netas/activo total	113%	123%	122%	116%	129%	120%	100%	97%	100%	117%	112%
DATOS POR ACCIÓN											
. Beneficio neto por acción (EUR)	2,26	2,71	2,48	1,06	2,43	2,28	2,39	2,32	1,86	2,61	2,45
. Dividendo por acción (EUR)	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40	1,36	1,34	1,34	1,29
. Cash-flow por acción (EUR)	2,44	2,94	2,79	1,41	2,64	2,45	2,54	2,47	1,99	2,73	2,56
. Valor contable por acción (EUR)	10,30	9,44	8,13	7,04	8,10	7,77	7,73	6,09	5,97	5,56	3,90
. Precio/valor contable (veces) (*)	3,14	3,43	3,98	4,59	4,48	5,08	4,54	4,56	7,98	7,21	4,72
RATIOS BURSÁTILES											
. Precio (EUR) (*)	32,34	32,34	32,34	32,34	36,29	39,49	35,09	27,77	47,62	40,13	18,41
. PER	14,3	11,9	13,1	30,5	15,0	17,3	14,7	12,0	25,6	15,4	7,5
. Precio/cash-flow	13,2	11,0	11,6	23,0	13,7	16,1	13,8	11,3	23,9	14,7	7,2
. Rentabilidad por dividendo	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	3,9%	3,5%	4,0%	4,9%	2,8%	3,3%	7,0%
. Pay-out	62%	51%	56%	131%	58%	61%	59%	58%	72%	51%	53%

(*) El precio de los años 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013 y 2014 es el de cierre de ejercicio, y el de 2015, 2016, 2017 y 2018 es el actual.

Fuente: Memorias anuales de Compañía. Estimaciones propias.

Nota Técnicas Reunidas (TRE), Febrero 2017
ANEXO n. 2
CUENTA DE RESULTADOS - Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF)
(Evolución 2008/2015; Proyecciones 2016/2018)

EUR millones	2018E	2017E	2016E	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008
Total Ventas	4.033,41	4.897,07	4.589,82	4.187,89	3.149,18	2.846,10	2.652,36	2.612,64	2.771,37	2.634,28	2.478,52
Variación de existencias	0,00	0,00	0,00	0,69	(2,28)	(1,21)	5,17	3,22	2,07	1,39	0,00
Coste de Ventas	(2.831,45)	(3.437,74)	(3.222,06)	(3.020,56)	(2.056,83)	(1.944,54)	(1.775,06)	(1.787,88)	(1.909,12)	(1.823,38)	(1.685,79)
MARGEN BRUTO	1.201,96	1.459,33	1.367,77	1.168,02	1.090,07	900,36	882,47	827,98	864,31	812,29	792,73
Gastos Explotación	(1.030,72)	(1.251,43)	(1.172,91)	(1.070,20)	(925,01)	(750,94)	(731,38)	(675,31)	(708,51)	(673,76)	(656,86)
Otros ingresos explotación	5,00	5,00	5,00	7,51	4,76	7,87	5,92	6,86	7,10	17,38	12,45
CASH-FLOW EXPLOTACIÓN O EBITDA	176,23	212,90	199,85	105,32	169,81	157,28	157,01	159,53	162,91	155,91	148,32
Amortización inmovilizado	(10,36)	(12,99)	(17,55)	(19,29)	(12,23)	(9,25)	(8,32)	(8,25)	(7,36)	(6,87)	(6,02)
Otras provisiones	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
BENEFICIO EXPLOTACIÓN	165,88	199,90	182,30	86,03	157,58	148,03	148,68	151,28	155,54	149,04	142,30
Rdos. financieros netos	0,97	0,48	0,73	1,50	8,61	5,27	8,31	6,70	6,35	12,82	4,71
Otros ajustes y resultados	0,00	0,00	0,00	(5,18)	(0,47)	(2,84)	0,81	(2,79)	(2,03)	(1,10)	0,47
BENEFICIO ANTES DE IMPUESTOS	166,84	200,38	183,03	82,35	165,72	150,46	157,80	155,20	159,86	160,77	147,48
Impuesto de sociedades	(41,71)	(50,10)	(45,76)	(22,15)	(31,26)	(22,00)	(21,49)	(19,88)	(61,93)	(15,37)	(7,19)
BENEFICIO NETO	125,13	150,29	137,27	60,20	134,46	128,46	136,31	135,32	97,93	145,40	140,28
Minoritarios	1,05	1,26	1,15	(0,83)	1,13	(0,82)	(2,89)	(5,78)	5,93	0,40	(3,18)
BENEFICIO ATRIBUIBLE Grupo	126,18	151,55	138,43	59,36	135,59	127,65	133,42	129,55	103,87	145,80	137,11
<i>EBITDA</i>	<i>176,23</i>	<i>212,90</i>	<i>199,85</i>	<i>105,32</i>	<i>169,81</i>	<i>157,28</i>	<i>157,01</i>	<i>159,53</i>	<i>162,91</i>	<i>155,91</i>	<i>148,32</i>
<i>EBIT</i>	<i>165,88</i>	<i>199,90</i>	<i>182,30</i>	<i>86,03</i>	<i>157,58</i>	<i>148,03</i>	<i>148,68</i>	<i>151,28</i>	<i>155,54</i>	<i>149,04</i>	<i>142,30</i>
<i>Cash-flow ejercicio</i>	<i>136,54</i>	<i>164,54</i>	<i>155,98</i>	<i>78,65</i>	<i>147,82</i>	<i>136,90</i>	<i>141,75</i>	<i>137,79</i>	<i>111,23</i>	<i>152,67</i>	<i>143,13</i>

BALANCE DE SITUACIÓN - Grupo Consolidado
(Evolución 2008/2015; Proyecciones 2016/2017)

EUR millones	2017E	2016E	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008
INMOVILIZADO	318,00	327,55	343,73	227,36	172,87	160,97	119,87	118,66	114,33	113,87
DEUDORES A LARGO PLAZO	0,00	0,00	0,00	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	1,24	1,24	1,24
GASTOS DISTRIBUIR VARIOS EJERCICIOS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
ACTIVO CIRCULANTE	3.673,63	3.426,22	3.268,26	2.210,03	2.188,84	2.483,98	2.586,29	2.661,04	2.127,98	2.091,57
TOTAL ACTIVO	3.992,87	3.755,02	3.613,24	2.438,63	2.362,95	2.646,20	2.707,40	2.780,94	2.243,56	2.206,68

EUR millones	2017E	2016E	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008
FONDOS PROPIOS	527,71	454,19	393,78	452,93	434,48	432,13	340,65	333,71	310,95	217,94
. Capital y prima emisión	14,28	14,28	14,28	14,28	14,28	14,28	14,28	14,28	14,28	14,28
. Reservas	361,88	301,48	320,14	303,06	292,55	284,43	196,82	215,56	150,87	66,55
. Beneficio sociedad dominante	151,55	138,43	59,36	135,59	127,65	133,42	129,55	103,87	145,80	137,11
SOCIOS EXTERNOS	3,74	3,74	3,74	2,91	4,04	11,56	8,72	7,54	6,49	7,67
DIFERENCIAS NEGATIVAS CONSOLIDACIÓN	0,00	0,00	0,00	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	0,00	0,00	0,00
PROVISIONES RIESGOS Y GASTOS	50,87	47,68	31,22	36,80	29,57	26,06	18,23	18,22	24,53	24,14
ACREEDORES LARGO PLAZO	184,35	172,78	187,57	95,04	54,62	44,70	66,26	43,62	34,79	43,71
ACREEDORES CORTO PLAZO	3.226,20	3.076,63	2.996,94	1.850,96	1.840,25	2.131,75	2.273,55	2.377,86	1.866,80	1.913,22
TOTAL PASIVO	3.992,87	3.755,02	3.613,24	2.438,63	2.362,95	2.646,20	2.707,40	2.780,94	2.243,56	2.206,68
Número acciones (millones)	55,9	55,9	55,9	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), Febrero 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	coste después tasa imp.	contribución tasa actualización
Fondos Propios 31/12/15	393,78	62%	6,69%	--	6,69%	4,16%
Deuda bruta 31/12/15 (*)	239,46	38%	6,56%	25,00%	4,92%	1,86%
(EUR millones)	Total	633,24	100%			6,02%

(*) 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 compañía	
DCF ajustado (EUR mill.)	335,31			Tir bono 10 años: 1,63%
Valor residual	1.759,96			g (crecimiento perpétuo): 1,25%
				Prima mercado: 6,57%
				Beta: 0,77
				Prima de riesgo 5,1%
				PER Residual: 21,0
Total	2.095,27	346,18	(239,46)	2.201,99
Valoración por acción - EUR				39,39

CÁLCULO DEL CASH-FLOW DE EXPLOTACIÓN AJUSTADO A IMPUESTOS
 (Evolución 2008/2015; Proyecciones 2016/2018)

EUR millones	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Beneficio explotación (EBIT)	142,30	149,04	155,54	151,28	148,68	148,03	157,58	86,03	182,30	199,90	165,88
Impuestos imputables al EBIT	(6,94)	(14,25)	(60,26)	(19,37)	(20,25)	(21,64)	(29,72)	(23,14)	(45,58)	(49,98)	(41,47)
EBIT ajustado (NOPLAT)	135,36	134,79	95,29	131,91	128,44	126,39	127,86	62,89	136,73	149,93	124,41
Amortización	6,02	6,87	7,36	8,25	8,32	9,25	12,23	19,29	17,55	12,99	10,36
Amortización fondo de comercio	0,00	0,00	0,00	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	0,00	0,00	0,00
Cash-flow explotación ajustado	141,38	141,67	102,65	140,16	136,76	135,64	140,09	82,18	154,28	162,92	134,76

