

Nota de Compañía: Inicio de cobertura

18 de julio de 2024

El Margen EBITDA Consolida el Doble Dígito

Los resultados acumulados de los últimos 12 meses terminados en marzo de 2024 (LTM-pag.24) reflejan la evolución positiva en los ingresos y el EBITDA de TALGO. Frente a 2023, estos aumentan un 6,1% y el EBITDA crece un 6,7%. Además, el margen EBITDA mejora, alcanzando el 11,79% en vs 11,69% de 2023, consolidándose así por encima del nivel de doble dígito (publicación 1S 2024: 30.07.24).

Fuerte recuperación del EBITDA: Durante 2023, a pesar de las dificultades en la cadena de suministro en 2022, TALGO aumentó el ritmo de producción. Registró una cifra de negocio de €652 millones, un incremento del 39% frente a los €469,1 millones del año anterior, principalmente debido al aumento de la actividad industrial. El EBITDA de 2023 fue de €76,3 millones, un 55% más que los €49,3 millones de 2022, gracias al incremento de la actividad industrial y a ingresos adicionales por las extensiones de contratos con DB y DSB. El beneficio neto alcanzó los €12,2 millones, ocho veces superior al del año previo, aunque afectado por el aumento de los tipos de interés, lo que elevó los gastos financieros.

Mejora Financiera: Mantener un equilibrio entre el servicio de la deuda y las nuevas inversiones será crucial para asegurar un crecimiento sostenible. Las alzas en los tipos de interés que afectaron los gastos financieros en 2023 seguirán siendo un factor clave en 2024. La compañía finaliza 2023 con un ratio DFN/EBITDA de 3,1x pero con la expectativa de mejorar este indicador en 2024 gracias a una mayor generación de EBITDA. La dirección de TALGO reitera la guía de que este ratio se mantendrá por debajo de 3,0x al final de 2024 (2,96x en 03.2024).

TALGO logra un récord histórico en su cartera de pedidos, superando los €4.200m, lo que representa un aumento del 35% en comparación con el cierre de 2022. Este crecimiento refuerza la confianza de los clientes en Talgo y permitirá a la empresa mantener un elevado nivel de producción en los próximos años. Los nuevos contratos con Deutsche Bahn (Alemania) y DSB (Dinamarca) son esenciales para estabilizar los márgenes y garantizar la sostenibilidad del negocio a largo plazo.

Política de Remuneración al Accionista: TALGO ha implementado una política de remuneración al accionista que incluye dividendos flexibles y programas de recompra de acciones. Estas medidas han ayudado a aumentar el beneficio por acción y a mejorar el retorno directo a los accionistas.

Actividad Corporativa: TALGO ha recibido dos ofertas amistosas. Una de ellas es una oferta formal por el 100% de la compañía a €5,0 por acción, por parte de Ganz-Mavag Europe Zrt. La otra oferta propone una fusión entre Škoda Transportation y TALGO. Ambas propuestas están actualmente en proceso de estudio (pag.6).

Opinión de Inversión: Según la prima con la que históricamente ha cotizado TALGO respecto a sus comparables en los últimos 6 meses, y tomando como referencia el escenario optimista – lo cual consideramos adecuado debido a que las ofertas en curso implican tomar el control de TALGO (prima de control) y en base a que opinamos que la cotización no refleja adecuadamente las expectativas sobre el potencial de TALGO bajo una nueva estructura de propiedad – optamos por una valoración de €5,40 por acción.

Valor Justificable
€5,40/acc.

Recomendación
Compra



| | |
|------------------------------------|----------------|
| Ticker | TLGO SM |
| Fecha | 19.jul.24 |
| Cotización | € 4,07 |
| Max 52 semanas | € 4,80 |
| MIN 52 semanas | € 3,38 |
| Accs. Circulación | 123,86 |
| Capitalización | € 503,5 |
| Retorno semanal (%) | 1,5% |
| Variación de precio 1M (%) | (9,0)% |
| IBEX 35 | 0,5% |
| Variación de precio 3M (%) | (7,6)% |
| IBEX 35 | 1,8% |
| Variación de precio 6M (%) | (2,0)% |
| IBEX 35 | 11,2% |
| Variación de precio YTD (%) | (7,4)% |
| IBEX 35 | 9,8% |
| Variación precio 1A (%) | 15,5% |
| IBEX 35 | 15,80% |
| Volumen diario (media 30d) | 131.201 |
| Volumen diario (media 10d) | 102.370 |
| Free Float (estimated) | 55,30% |
| Rating Analistas | € 3,30 |
| Precio Objetivo (mediana) | € 4,78 |
| PO Máximo | € 5,60 |
| PO Mínimo | € 4,10 |

Fuente Bloomberg

Analista: Javier Bernat

jbernat@gmpatrimonios.com

Dpto. Análisis Fundamental GPM

Teff: 34 913 191 684

Web GPM <https://gestionpatrimonios.com>

Web Broker <https://broker.gestion-de-patrimonios.com>

TALGO (€m) €

| Market Ratios | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
|---------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Last price € | € 4,39 | € 4,065 | € 4,065 | € 4,065 | € 4,065 | € 4,065 |
| n° Shares outstanding (m) | 126,38 | 123,86 | 123,86 | 123,86 | 123,86 | 123,86 |
| Mkt Capitalization (m) | € 554,8 | € 503,5 | € 503 | € 503 | € 503 | € 503 |
| EV (€m) | € 827 | € 793 | € 793 | € 793 | € 793 | € 793 |
| EV / EBITDA | 10,9x | 9,6x | 8,4x | 7,9x | 7,4x | 7,1x |
| EV / EBIT | 14,0x | 13,0x | 11,0x | 10,3x | 9,4x | 8,9x |
| P/E | 40,5x | 17,0x | 13,7x | 12,5x | 11,2x | 10,4x |
| P/ BV | 1,92x | 1,53x | 1,46x | 1,38x | 1,30x | 1,22x |
| P/ CFO | nm | 13,9x | 7,8x | 7,4x | 6,9x | 6,6x |
| DVD Yield | 2,1% | 2,9% | 3,7% | 4,0% | 4,5% | 4,8% |

TALGO (€m)

| Financial data | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Revenue (m) | 652,0 | 678,1 | 705,2 | 733,4 | 762,7 | 793,3 |
| EBITDA (m) | 76,2 | 82,6 | 94,9 | 100,0 | 106,9 | 111,8 |
| EBIT (m) | 59,0 | 61,0 | 71,9 | 77,0 | 83,9 | 88,8 |
| CFO (m) | (113,1) | 36,2 | 64,8 | 68,3 | 73,0 | 76,4 |
| Net Income (m) | € 13,7 | € 29,6 | € 36,8 | € 40,3 | € 45,0 | € 48,4 |
| EPS € | 0,11 | 0,24 | 0,30 | 0,33 | 0,36 | 0,39 |
| ROE (avg) | 4,8% | 9,6% | 10,9% | 11,4% | 12,0% | 12,1% |

Elaboración GPM

ÍNDICE

| | |
|--|----|
| ▪ Resumen Ejecutivo | 3 |
| ▪ Análisis SWOT | 5 |
| ▪ Actividad Corporativa | 6 |
| ▪ Perfil Empresarial | 9 |
| ▪ Diversificación Internacional | 11 |
| ▪ Récord Histórico en la Cartera de Pedidos (Backlog) | 12 |
| ▪ Perspectivas 2024 | 13 |
| ▪ Objetivos Comerciales (Pipeline) | 13 |
| ▪ El Margen EBITDA Consolida el Doble Dígito | 14 |
| ▪ Retorno de la Inversión | 17 |
| ▪ Mejora de la Capacidad de Pago a Corto Plazo | 17 |
| ▪ Aumento del Endeudamiento | 18 |
| ▪ Política de Remuneración: Los Accionistas Apuestan por TALGO | 19 |
| ▪ Accionariado | 19 |
| ▪ Valoración de Referencia de €5,40 (rango €7,03 - €3,78) | 20 |

Resumen Ejecutivo

- **El impacto en las acciones de TALGO está influenciado por la mejora en sus ingresos y la política de remuneración al accionista, que son aspectos positivos. No obstante, la volatilidad en la rentabilidad y la incertidumbre sobre las adquisiciones pueden generar fluctuaciones a corto plazo. En general, una gestión efectiva de la solvencia y la liquidez, junto con decisiones estratégicas acertadas, deberían fortalecer la confianza de los inversores y apoyar un aumento sostenido en el precio de las acciones.**
- **Impulso del Mercado Europeo en infraestructuras Ferroviarias:** TALGO se beneficiará significativamente de la evolución de las infraestructuras ferroviarias gracias a su liderazgo en innovación y tecnología ferroviaria. Con el mercado europeo creciendo a una tasa anual del 4,09% hasta 2029, su capacidad en alta velocidad, mantenimiento y sostenibilidad posicionan a TALGO como un socio clave en proyectos ferroviarios futuros, asegurando así su crecimiento continuo y rentabilidad del negocio.
- **Aumento del Ritmo de Producción (a pesar de las disrupciones en la cadena de suministro en 2022).** En 2023, TALGO registró una cifra de negocio de €652 millones, un incremento del 39% frente a los €469 millones del año anterior, principalmente debido al aumento de la actividad industrial. El EBITDA de 2023 fue de €76,3 millones, un 55% más que los €49,3 millones de 2022, gracias a las extensiones de los contratos con DB y DSB. El beneficio neto alcanzó los €12,2 millones, 8x superior al del año previo, aunque afectado por el aumento de los tipos de interés, lo que elevó los gastos financieros del Grupo.
- **Diversificación Geográfica de Ingresos:** TALGO está diversificando y expandiendo su presencia internacional, con un crecimiento notable en la UE (41,9% s/ingresos en 2023 vs 8,6% en 2022), especialmente en la Zona Euro (28,6% vs 3,1%). Simultáneamente, la empresa está reduciendo su dependencia del mercado nacional, que disminuye al 33,9% vs 52,65% en 2022. Esta estrategia, refleja una adaptabilidad a las condiciones del mercado global y un fortalecimiento de su posición competitiva a nivel internacional que reduce el riesgo de concentración en un mercado.
- **Consolidación de la Presencia Internacional:** En el plan de negocio 2024-2026, TALGO ha diversificado sus oportunidades comerciales a nivel global, con un enfoque significativo en Europa, pero también con presencia en OMNA (Oriente Medio, Norte de África y Asia) y América. El énfasis en Europa sugiere que TALGO continuará consolidando su posición en este mercado, mientras que las oportunidades en OMNA destacan el gran potencial de crecimiento en mercados emergentes.
- **Nivel Histórico en la Cartera de Pedidos (Backlog):** Las nuevas adjudicaciones impulsaron la cartera de pedidos (Backlog) hasta su máximo nivel histórico por encima de €4.200 millones (35% más que al cierre de 2022), confirmando la confianza de los clientes en TALGO, y lo que permitirá a la compañía mantener un alto nivel de producción durante los próximos años. Los nuevos pedidos de DB (Alemania) y DSB (Dinamarca), refuerza la estabilización de los márgenes y el mantenimiento de la actividad a largo plazo.
- **Avances en la Cartera de Proyectos (Pipeline).** TALGO tiene un objetivo ambicioso para 2024 y 2025: mantener un ratio “book to bill” superior a 1,0x, lo que indica que la empresa busca recibir más pedidos de los que factura. En 2023, TALGO alcanzó un ratio “book to bill” de 3,3x, superando su objetivo de 3,0x, demostrando un fuerte crecimiento en la demanda.
- **Protección contra la Inflación:** Las cláusulas de indexación incluidas en los proyectos de fabricación y mantenimiento reducen los riesgos de volatilidad de los materiales y de las materias primas, al ajustar los precios según la inflación o los cambios en los costes de estas materias. Esto proporciona una mayor estabilidad financiera y predictibilidad para la empresa, asegurando márgenes de beneficio consistentes.

- **TALGO debe Centrarse en Estrategias para Mejorar su EBITDA y reducir su deuda financiera.** Mantener un equilibrio entre el servicio de la deuda y las nuevas inversiones será crucial para asegurar un crecimiento sostenible. Además, la gestión efectiva de los activos líquidos y la refinanciación de la deuda serán claves para mitigar los impactos de los tipos de interés. Por otro lado, TALGO tendrá que equilibrar la deuda con nuevas inversiones, asegurando que el crecimiento no se vea comprometido por las obligaciones financieras. En los últimos años TALGO no sólo ha superado desafíos significativos, sino que también ha mostrado su resiliencia y capacidad de recuperación.
- **Impacto de los Tipos de Interés:** Las alzas en los tipos de interés que afectaron los gastos financieros en 2023 seguirán siendo un factor clave en 2024. La compañía finaliza 2023 con un ratio DFN/EBITDA de 3,1x, con la expectativa de mejorar este indicador en 2024 gracias a una mayor generación de EBITDA. La dirección de TALGO mantiene la guía de que este ratio se mantenga por debajo de 3,0x al final de 2024. Tomando como referencia el EBITDA de marzo último LTM, este indicador se situaría en 2,96x.
- **Fortaleza Financiera:** Con más de €200 millones disponibles en efectivo y líneas de crédito, TALGO tiene una posición financiera robusta para enfrentar posibles retos y aprovechar oportunidades en 2024. El programa de pagarés en el MARF también ofrece una fuente adicional de financiación para nuevos proyectos.
- **Actividad Corporativa:** Las ofertas de adquisición de Ganz-Mavag Europe Zrt (Magyar Vagón) y Škoda Transportation, actualmente en estudio, pueden tener un impacto significativo en las acciones de TALGO. Si estas adquisiciones se concretan, podrían ampliar la capacidad de producción y el acceso a nuevos mercados, fortaleciendo la posición competitiva de TALGO a nivel internacional. Sin embargo, la falta de concreción de los detalles financieros de estas ofertas puede generar incertidumbre en el mercado. Bajo nuestro punto de vista, consideramos que la oferta más interesante es la de Škoda Transportation, debido a que permitiría mantener el control de la empresa fusionada, alcanzar un mayor tamaño crítico a nivel europeo, al tiempo que se aumenta la capacidad de producción sin tener que acometer grandes inversiones.
- **Remuneración al Accionista:** La empresa ha demostrado un enfoque equilibrado entre la reinversión de ganancias y la devolución de valor a sus accionistas a través de dividendos (dividendo flexible - script dividend) y programas de recompra de acciones. Tanto en 2022 como en 2023, más del 80% de los accionistas de TALGO optaron por recibir el dividendo en acciones, lo que es una señal de la confianza de los inversores en el futuro de la compañía. Estos programas han ayudado a aumentar el beneficio por acción y a mejorar el retorno directo a los accionistas.

Resultado LTM

| Talgo (€m) | 2021 | 2022 | 2023 | LTM (mar.24) | LTM vs 2023 |
|-----------------|-------|-------|-------|-----------------|----------------|
| Ingresos | 555,4 | 469,1 | 652,0 | 691,8 | 6,1% |
| EBITDA | 60,0 | 44,2 | 76,2 | 81,3 | 6,7% |
| Margen EBITDA | 10,8% | 9,4% | 11,7% | 11,8% | |
| Bº Neto | 27,6 | 1,4 | 13,3 | 21,3 | 60,2% |
| Margen Neto | 5,0% | 0,3% | 2,0% | 3,1% | |

Elaboración GPM

Análisis SWOT

Fortalezas (Strengths)

1. **Experiencia y Reputación:** TALGO tiene una larga trayectoria en la industria ferroviaria, con más de 75 años, lo que le ha permitido desarrollar una sólida reputación a nivel mundial.
2. **Tecnología e Innovación:** La empresa es conocida por su tecnología avanzada, especialmente en trenes de alta velocidad y sistemas de cambio de ancho de vía. Esta capacidad de innovación le permite ofrecer productos diferenciados en el mercado.
3. **Cartera Diversificada de Productos:** TALGO ofrece una amplia gama de productos y servicios, incluyendo trenes de alta velocidad, trenes regionales, y servicios de mantenimiento, lo que diversifica sus fuentes de ingresos.
4. **Presencia Internacional:** Aumento de la presencia en los mercados internacionales, que reduce su dependencia de un solo mercado y permite aprovechar oportunidades globales.

Debilidades (Weaknesses)

1. **Dependencia de Grandes Contratos:** La empresa depende en gran medida de grandes contratos con gobiernos y operadores ferroviarios, lo que puede causar variaciones significativas en sus ingresos.
2. **Estructura de Costes:** Los altos costes de desarrollo y producción pueden afectar la rentabilidad, especialmente si los proyectos no se gestionan eficientemente.
3. **Exposición a la Regulación:** La industria ferroviaria está altamente regulada, y cualquier cambio en las políticas gubernamentales puede afectar negativamente a la empresa.

Oportunidades (Opportunities)

1. **Expansión de Infraestructura Ferroviaria:** El aumento de las inversiones en infraestructura ferroviaria en muchos países presenta una oportunidad significativa para TALGO de asegurar nuevos contratos.
2. **Desarrollo de Nuevos Mercados:** La expansión en mercados emergentes y en regiones con planes de modernización ferroviaria puede ofrecer nuevas fuentes de ingresos.
3. **Tecnología Verde:** El creciente interés en soluciones de transporte sostenible y ecológico puede favorecer a TALGO, que puede capitalizar esta tendencia con sus trenes energéticamente eficientes y de baja emisión.

Amenazas (Threats)

1. **Competencia Intensa:** La industria ferroviaria es altamente competitiva, con actores globales como Alstom, CAF, Siemens y Stadler Rail, compitiendo por los mismos contratos.
2. **Riesgos Económicos y Políticos:** Las incertidumbres económicas y políticas en algunos de los mercados donde opera TALGO pueden afectar negativamente sus operaciones y rentabilidad.
3. **Riesgo de Fluctuaciones en los Costes de Materiales y cuellos de botella:** Los cambios en los precios de los materiales y la disponibilidad de suministros pueden impactar los costes de producción y los márgenes de beneficio.

Actividad Corporativa

I. OPA Formulada por Ganz-Mavag Europe zrt. Este grupo húngaro, ha expresado su intención de adquirir TALGO, el fabricante español de material rodante. La oferta pública propuesta tiene como objetivo adquirir el 100% de las acciones de TALGO y está valorada en aproximadamente 5 euros por acción, lo que supone un total de €619 millones. La oferta ha sido considerada "amistosa" por el consejo de administración de TALGO, y los accionistas significativos, entre ellos Pegaso Transportation International (40,2%) ha expresado su intención de aceptarla.

Aunque la OPA de Ganz-Mavag Europe Zrt sobre las acciones de TALGO ha avanzado en términos de procedimiento con la CNMV, enfrenta obstáculos significativos relacionados con la aprobación administrativa. La situación sigue siendo incierta y está en proceso de negociaciones y evaluaciones adicionales.

1. **Admisión a Trámite:** La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) ha admitido a trámite la oferta de €619 millones de Ganz-Mavag Europe Zrt para adquirir el 100% de TALGO. Sin embargo, la aprobación final está pendiente del visto bueno del Gobierno español.
2. **Financiación y Cambio de Control:** La principal barrera está en lo que respecta al consentimiento de los bancos acreedores de TALGO por el cambio de control que implicaría la OPA.
3. **Apoyo Gubernamental:** El gobierno español está considerando alternativas, incluyendo la búsqueda de socios industriales nacionales o europeos para una posible contra opa. Esta situación añade incertidumbre sobre el desenlace de la oferta de Ganz-Mavag.

II. Propuesta de "combinación de negocios" de Škoda Transportation (16.07.2024). TALGO también ha recibido una propuesta del fabricante checo Škoda Transportation para una "combinación de negocios e integración industrial". La propuesta no contiene una oferta económica, por lo que TALGO ha solicitado a Škoda Transportation información detallada de la misma. En concreto, ha pedido que indique si la oferta implica el ofrecimiento a los accionistas de una contraprestación superior a la ofrecida en la OPA anunciada el pasado 7 de marzo por Ganz-Mavag (€5 por acción). También ha preguntado sobre si la oferta se satisfaría en efectivo.

Škoda Transportation, participada al 85% por el grupo privado checo PPF, ingresó en 2023 cerca de 1.400 millones de euros, lo que supone más del doble de lo que facturó TALGO y mucho más que Magyar Vagón (Ganz-Mavag Europe Zrt), que es más pequeña.

Comentario: La oferta de Ganz-Mavag Europe Zrt, que ofrece una prima sobre el último precio de mercado registrado el 18 de julio de 2024 (€4,06), sugiere un potencial de revalorización significativo para los accionistas de TALGO. Si bien la oferta de €5,00 por acción representa una prima del 23,15%, es posible que la valoración final de TALGO se sitúe entre nuestra valoración base (€5,40) y el escenario optimista (€7,03). En la siguiente tabla se ofrece una comparativa entre las características de las ofertas por TALGO y las tendencias.

Comparativa con Operaciones Recientes

| Característica | Talgo | Tendencias Recientes |
|--------------------------------|----------------------------|--|
| Tipo de Oferta | Amistosas | 99,87% amistosas |
| Naturaleza de la Oferta | Adquisición total o fusión | 85,01% transfronterizas |
| Medio de Pago | No especificado | 90,05% en efectivo |
| Tamaño de la Operación | €619 millones | 96,53% de 0 a 500 millones de euros |
| Estado de la Operación | En proceso de estudio | 100% completadas |
| Primas de Adquisición | No especificado | 6,45% con prima de 40,01%-50%; 16,02% con prima de 0%-10% |

Elaboración GPM

Realizando este mismo ejercicio pero para un periodo de 6 meses, las valoraciones obtenidas son similares al periodo de 3 meses, y como se puede apreciar, el escenario optimista sigue arrojando una valoración de €5,6 por acción.

TALGO vs Comparables 6 meses

| TALGO (€m) | Current | | | Historical avg. | | 6M Low | | 6M High | | Consenso | EV | Equity | | | Equity | | |
|----------------------|------------|------------|------------|-----------------|------------|------------|------------|-------------|------------|------------|--------------|------------|--------------|------------|------------|--------------|-----------|
| | Comps Mean | Prem | Implt Mult | Prem | Implt Mult | Prem | Implt Mult | Prem | Implt Mult | | Hist Avg | Net Debt | Value Avg | per share | EV High | Value High | per share |
| FY1 EV/EBITDA | 5,9x | 81% | 10,7x | 86% | 11,1x | 64% | 9,7x | 106% | 12,3x | 75,3 | 836 | (240) | 596 | € 4,8 | 926 | 686 | € 5,5 |
| FY2 EV/EBITDA | 5,0x | 82% | 9,1x | 87% | 9,5x | 57% | 7,9x | 113% | 10,7x | 88,6 | 842 | (240) | 602 | € 4,9 | 948 | 708 | € 5,7 |
| FY1 EV/EBIT | 9,5x | 59% | 15,1x | 68% | 16,0x | 50% | 14,3x | 84% | 17,5x | 53,8 | 861 | (240) | 621 | € 5,0 | 942 | 702 | € 5,7 |
| FY2 EV/EBIT | 7,7x | 62% | 12,5x | 70% | 13,0x | 47% | 11,2x | 90% | 14,5x | 65,4 | 850 | (240) | 610 | € 4,9 | 948 | 708 | € 5,7 |
| BF EV/Revenue | 0,5x | 145% | 1,2x | 159% | 1,3x | 133% | 1,2x | 182% | 1,4x | 656,5 | 853 | (240) | 613 | € 5,0 | 919 | 679 | € 5,5 |
| Mediana | | 81% | | 86% | | 57% | | 106% | | 850 | (240) | 610 | € 4,9 | 942 | 702 | € 5,6 | |

Elaboración GPM

Dado que TALGO históricamente ha cotizado con una prima significativa respecto a sus comparables, y teniendo en cuenta que se han lanzado varias ofertas con la intención de tomar el control de la compañía, consideramos que lo más probable es que se cumpla el escenario optimista.

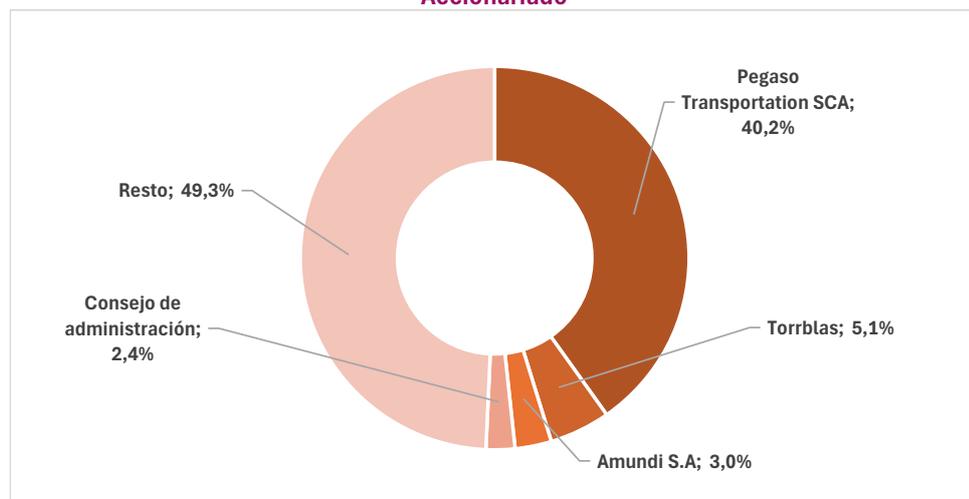
Este escenario se fundamenta en la prima máxima que se ha pagado por las acciones de TALGO en los últimos seis meses y que resulta en una valoración de €5,6 por acción. En situaciones donde se anticipa un cambio de control, las primas pueden mantenerse en niveles elevados o incluso aumentar, reflejando las expectativas de los inversores sobre el potencial de la empresa bajo una nueva dirección o estructura de propiedad.

TALGO: Comparables

| Empresa | Ticker | Cap merc (EUR) | FY1 | | FY2 | | BF EV/ing | |
|------------------------------|----------|----------------|-----------|-----------|-------------|-------------|-----------|-------|
| | | | EV/EBITDA | EV/EBITDA | FY1 EV/EBIT | FY2 EV/EBIT | | |
| Talgo SA | TLGO SM | 503 | 10,8x | 9,2x | 15,1x | 12,4x | 1,2x | |
| Prima actual vs comps | | | 81,4% | 81,6% | 58,5% | 62,1% | 144,6% | |
| Promedio (ex TLGO) | | | 3.217 | 5,9x | 5,0x | 9,5x | 7,7x | 0,51x |
| CAF | CAF SM | 1.239 | 5,0x | 4,5x | 7,5x | 6,7x | 0,39x | |
| Deutz | DEZ GR | 769 | 4,2x | 3,6x | 7,9x | 5,9x | 0,42x | |
| Alstom | ALO FP | 8.148 | 7,4x | 6,3x | 11,2x | 9,2x | 0,64x | |
| Stadler Rail | SRAIL SW | 2.714 | 7,1x | 5,8x | 11,5x | 8,8x | 0,58x | |

Elaboración GPM; fuente Bloomberg

Accionariado



Elaboración GPM

Perfil Empresarial

TALGO es un fabricante de trenes de pasajeros (principalmente de alta velocidad) y otros equipos ferroviarios como locomotoras, coches, vagones u otros vehículos utilizados en ferrocarriles. Desde sus inicios, TALGO ha apostado y sigue apostando por el diseño y la fabricación de productos a medida, con el objetivo de satisfacer las necesidades específicas de sus clientes. Ofreciendo soluciones personalizadas, TALGO se adapta de manera efectiva a las demandas del mercado.

Datos Financieros Clave

| Talgo (€m) | 2021 | 2022 | 2023 | Tendencia |
|----------------------------|-------|-------|-------|-----------|
| Ingresos Totales (€m) | 469,1 | 555,4 | 652,0 | |
| EBITDA (€m) | 60,6 | 49,3 | 76,3 | |
| Margen EBITDA (%) | 12,9% | 8,9% | 11,7% | |
| Beneficio Neto (€m) | 27,5 | 1,4 | 9,1 | |
| Margen Beneficio Neto (%) | 5,9% | 0,3% | 1,4% | |
| Deuda Financiera Neta (€m) | 35,9 | 97,4 | 240,6 | |
| Relación DFN / EBITDA | 0,6x | 2,0x | 3,2x | |
| Inversiones (Capex) (€m) | 25,1 | 21,3 | 26,4 | |

Elaboración GPM

El negocio de TALGO consiste, por un lado, en el diseño y fabricación de material rodante ferroviario y de máquinas auxiliares y por otro, en la prestación de los servicios de mantenimiento de los productos de material rodante.

Sus modelos más recientes de trenes de alta velocidad (que van de 250 a 350 km/h) incluyen las marcas TALGO 250, TALGO 250 Dual, TALGO 350 y TALGO AVRIL. Además, la compañía fabrica trenes interurbanos que recorren servicios de larga distancia en infraestructuras de línea principal convencionales.

Productos

- **Trenes de Muy Alta Velocidad (hasta 330 km/h):** El “TALGO AVRIL” incluye tecnología propia, como el sistema de cambio de ancho de vía.
- **Trenes de Alta Velocidad (hasta 250 km/h):** Los trenes “TALGO 250” son adaptables tanto a redes de alta velocidad como a líneas convencionales. Además, pueden equiparse con sistemas de cambio de ancho y operar en líneas sin electrificar.
- **Intercity:** TALGO es líder en la fabricación de trenes completos para servicios de larga distancia sobre infraestructuras convencionales. El “TALGO 230”, utilizado por DB en Alemania y DSB en Dinamarca, se ha consolidado como un producto flexible y eficiente de referencia en el mercado europeo.
- **Regionales y Cercanías:** TALGO ha desarrollado la plataforma Vittal, destinada a servicios de cercanías y regionales de alta frecuencia en grandes urbes.
- **Auscultadores:** Estos trenes están equipados para la labor de mantenimiento y auscultación de la infraestructura ferroviaria, asegurando la seguridad del servicio ferroviario.

Ventajas Competitivas de los Trenes de TALGO

Los trenes de TALGO han sido certificados para operar en varias áreas de América del Norte, Europa y decenas de países asiáticos; sin embargo, España representa casi el 80% de las ventas netas.

- **Tecnología Active Tilting (Pendular):** Los trenes TALGO incorporan tecnología de basculación activa, que les permite inclinarse hacia el interior de las curvas, reduciendo la fuerza centrífuga, manteniendo el confort de los pasajeros y alcanzando velocidades más altas.
- **Trenes articulados:** TALGO ha sido pionero en los trenes articulados, que constan de varios coches interconectados que pueden inclinar y flexionarse de forma independiente. Este diseño mejora la estabilidad, la comodidad y la velocidad en las curvas
- **Sistema de ancho variable:** Los trenes TALGO cuentan con un sistema de ancho variable que les permite adaptarse a diferentes anchos de vía. Esta innovación permite realizar viajes transfronterizos sin interrupciones y sin cambiar de tren.

- **Construcción ligera:** TALGO hace hincapié en los materiales ligeros, reduciendo el consumo de energía y el desgaste en las vías. Sus trenes son conocidos por su diseño aerodinámico y el uso eficiente de los materiales.
- **Mantenimiento Accesible:** TALGO diseña sus trenes teniendo en cuenta la accesibilidad a los componentes críticos. Esto facilita un mantenimiento más rápido y reduce el tiempo de inactividad.
- **Personalización:** TALGO ofrece opciones de personalización, lo que permite a los operadores adaptar los trenes a necesidades específicas, como la distribución interior, la disposición de los asientos y las comodidades.

Dos Líneas de Negocio Principales

Las operaciones principales de TALGO se dividen entre **Fabricación**, que representa el 60% de los ingresos, y **Mantenimiento**, que contribuye con un 36%. Además, hay una tercera unidad, **Remodelación y Otros**, que aportan un 4% al total de los ingresos.

- **Fabricación (60% s/ingresos):** Esta área de negocio se dedica a la fabricación de trenes, locomotoras, coches, bogíes y rodales, así como a la remodelación de vehículos propios y de terceros. Al mismo tiempo, ofrece equipos de mantenimiento, como tornos de foso, equipos de medición de parámetros de rueda, calibres y carros de arrastre.
- En esta área, actualmente tiene en ejecución proyectos por valor de €3.461 millones, que se describen en la tabla adjunta, en proyectos de alta velocidad, larga distancia y coches de pasajeros.

Fabricación: Proyectos en Ejecución

| Proyecto | País | Alcance del Proyecto (€ millones) | Estado |
|--|-----------|-----------------------------------|--|
| ALTA VELOCIDAD | | | |
| Renfe Avril MAV | España | 900 | - Fabricación de 30 trenes "Avril" de MAV. - Mantenimiento por un periodo de 30 años (1). - En proceso de entrega. - Cobros a medida que se entregan los trenes. El mantenimiento se realizará a través de una JV Talgo/RENFE. |
| Locomotoras de Renfe MAV | España | 161 | - Fabricación de 23 locomotoras y servicios de mantenimiento para 13 trenes. - Opción para 12 locomotoras adicionales. - En fase de ejecución. |
| LARGA DISTANCIA / COCHES DE PASAJEROS | | | |
| DB Talgo 230 km/h | Alemania | 2.100 | - Contrato marco para la fabricación de hasta 100 trenes Talgo 230. - Pedido en ejecución de 79 trenes. - Primeras unidades ya enviadas para actividades de pruebas. - Contrato de mantenimiento en negociación. |
| DSB Talgo 230 | Dinamarca | 300 | - Contrato para una inversión máxima de 500 mill €. - Pedido en ejecución para 16 composiciones, asistencia técnica para el mantenimiento y materiales. - En fase de ejecución. |

Elaboración GPM

- **Mantenimiento (36% s/ingresos):** En cuanto a la actividad de mantenimiento de trenes, durante el año 2023 se ha continuado con la ejecución de los contratos plurianuales en los distintos países donde el Grupo está establecido. Estos incluyen España (Renfe y ADIF), Kazajstán (KTZ), Uzbekistán (UTY), Estados Unidos (Amtrak y Oregón State), Alemania (Deutsche Bahn y otros operadores ferroviarios), Arabia Saudí (SAR) y el más reciente en Egipto, que comenzó su actividad en diciembre de 2022. Además, la cartera de negocio tiene planes de crecimiento en España, Alemania, Dinamarca y Egipto.

- **Objetivos 2024 en Mantenimiento:** i) Implementación de un proyecto de mantenimiento predictivo; ii) Ampliación de la plataforma T-Smart para la ingesta de datos del tren en tiempo real; iii) *Expansión de Talvi* (información del tren en tiempo real) y iv) Potenciar el departamento de soluciones digitales basadas en datos.
- **Remodelación y Otros (4% s/ingresos):** En relación con la actividad de remodelación de material ferroviario, se ha avanzado en los trabajos de transformación de las 13 composiciones del Tren Hotel, adaptándolas para circular a 330 km/h, así como en la modernización de los trenes S130 y 730 (Renfe). Además, se continúa con la ejecución del contrato con la Southern California Regional Rail Authority (SCRRA) para el programa de remodelación de los primeros 50 de hasta 121 vehículos ferroviarios, los cuales ya están en pleno proceso de remodelación.

Diversificación Internacional

TALGO está diversificando sus oportunidades comerciales a nivel global, con un enfoque significativo en Europa mientras reduce su dependencia del mercado doméstico, pero también con una fuerte presencia en OMNA (Oriente Medio, Norte de África y Asia) y en América.

TALGO centra su actividad en la zona de la UE, en la que se concentran un 76% de sus ingresos totales y donde España representa el 34% de estos ingresos. El foco en Europa sugiere que TALGO continuará consolidando su posición en este mercado, mientras que las oportunidades en OMNA destacan el gran potencial de crecimiento en mercados emergentes.

La empresa está presente en 8 países: España, Alemania, Dinamarca, Arabia Saudí, Egipto, EE.UU., Kazajistán y Uzbekistán. También realiza actividades de mantenimiento de trenes en Egipto, Kazajistán, Uzbekistán y Arabia Saudí a través de sus “Establecimientos Permanentes”.

Presencia Internacional

| Europa | Asia | África | Norte América | Sur América | |
|----------------------|-------------|---------------|-----------------|----------------|-----------|
| Alemania | Irlanda | China | Argelia | Canadá | Argentina |
| Austria | Italia | Indonesia | Camerún | Estados Unidos | Brasil |
| Bélgica | Luxemburgo | Kazajistán | Costa de Marfil | México | Perú |
| Bielorusia | Noruega | Corea del Sur | Egipto | | |
| Bosnia y Herzegovina | Polonia | Uzbekistán | Túnez | | |
| Dinamarca | Portugal | India | | | |
| España | Reino Unido | Japón | | | |
| Francia | Turquía | Catar | | | |
| Holanda | Suiza | Arabia Saudí | | | |
| Hungría | Ucrania | Tailandia | | | |

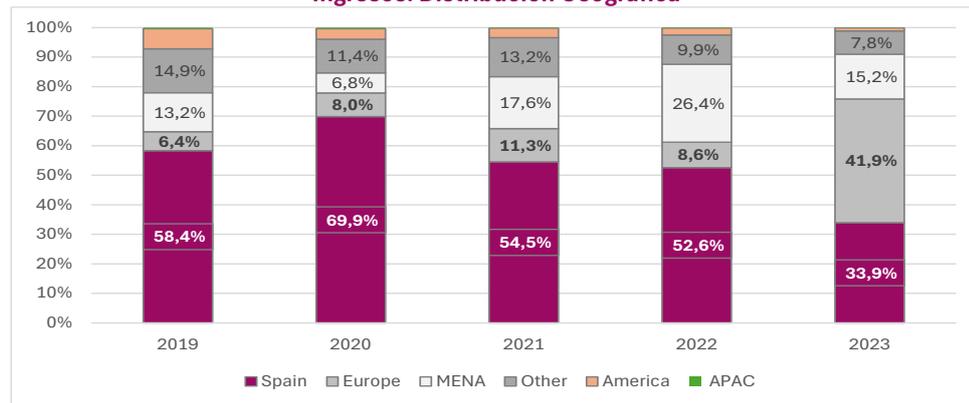
Elaboración GPM

TALGO planea continuar con la expansión de su negocio en varios mercados estratégicos, incluyendo India, Arabia Saudí y Kazajistán, así como otros países asiáticos, buscando oportunidades para proveer trenes y fortalecer su presencia. Esta expansión se aliaría con su estrategia de crecimiento y diversificación, consolidando su presencia en mercados con alta demanda de infraestructura ferroviaria.

Importante Aumento de la Presencia Internacional en 2023

El año 2023 destaca por un aumento significativo en la participación en los ingresos del mercado internacional, que pasó del 47,4% en 2022 al 66,1%. Este incremento se debe especialmente al crecimiento en Europa cuya participación aumentó del 8,6% al 41,9%. En particular, la Zona Euro experimentó un crecimiento notable, pasando del 3,1% en 2022 al 28,6% en 2023.

Ingresos: Distribución Geográfica



Elaboración GPM

Por su parte, se reduce la dependencia del mercado nacional, que disminuyó del 52,6% en 2022 al 33,9% en 2023.

Catalizadores de los ingresos de 2023 en la zona UE:

- En abril de 2023, Dinamarca comunicó la extensión de un contrato de fabricación bajo el contrato marco firmado en 2020, confirmando su confianza en los trenes Intercity de TALGO.
- En mayo de 2023, Deutsche Bahn confirmó a TALGO la extensión del contrato de fabricación firmado en 2019 con 56 nuevos trenes TALGO 230 por un importe de unos €1.400 millones.

Otros contratos destacados en 2023:

- *Proyecto en Kazajistán:* TALGO firmó un contrato con las autoridades ferroviarias de Kazajistán para suministrar trenes de alta velocidad.
- *Contrato en Arabia Saudí:* TALGO obtuvo un contrato adicional en Arabia Saudí para la fabricación y mantenimiento de trenes, consolidando su posición en el mercado de alta velocidad en la región.
- *Acuerdo en EEUU:* Acuerdo con una empresa ferroviaria estadounidense para el suministro de trenes y servicios de mantenimiento.
- *Pedido en Egipto:* Para el suministro de trenes de larga distancia.
- *Expansión en India:* TALGO logra un contrato inicial, que incluye la fabricación de trenes y posibles servicios de mantenimiento a largo plazo.

Récord Histórico en la Cartera de Pedidos (Backlog)

TALGO cierra el año 2023 con una sólida cartera de pedidos que alcanzó los €4.223 millones, lo que representa un incremento del 54% respecto a 2022. Además, en el periodo la compañía ha logrado máximos históricos en nuevos pedidos por un valor de más de €2.100 millones.

Cartera de Pedidos (€m)

| Backlog (€m) | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 mar-24 |
|-------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Manufacturing | 317 | 723 | 644 | 1.189 | 1.000 | 317 | 2.601 | 4.065 |
| Maintenance | 2.195 | 1.966 | 1.784 | 1.955 | 2.000 | 2.195 | 147 | 158 |
| Other | 91 | 94 | 186 | 204 | 184 | 91 | | |
| Total Group (€m) | 2.604 | 2.783 | 2.614 | 3.348 | 3.184 | 2.604 | 2.748 | 4.223 |

Elaboración GPM

Este fuerte impulso comercial ha respaldado el incremento en la actividad de fabricación, principalmente impulsada por proyectos en Alemania, Dinamarca y España.

En Alemania, TALGO está diseñando y fabricando 79 trenes Intercity TALGO 230 para Deutsche Bahn. En Dinamarca, se están elaborando 16 composiciones de coches Intercity TALGO 230 para DSB. En España, el contrato involucra la producción de 23 cabezas tractoras de muy alta velocidad y el mantenimiento de 13 trenes, con una opción adicional de 12 unidades para Renfe.

La mayor parte de la nueva contratación corresponde a las extensiones de los contratos con la alemana DB y la danesa DSB, así como a la ampliación del contrato de mantenimiento de Renfe para la flota de alta velocidad TALGO 250.

Perspectivas 2024

TALGO ha confirmado sus perspectivas para 2024 en términos de ingresos, apoyándose en la ejecución de los proyectos en cartera. La compañía prevé una rentabilidad del negocio con un margen EBITDA del 12,5% para 2024, similar al de 2023 (12,7%).

En cuanto a las inversiones, TALGO planea destinar hasta €30 millones en Capex durante 2024. Respecto a la Deuda Financiera Neta, la empresa espera mantenerla por debajo de 3x el EBITDA, alineándose con las necesidades de caja previstas para sus proyectos.

Plan de Negocio 2024-2025

| Ejecución 2023 | Plan 2024-2025 |
|------------------------------------|--------------------------------------|
| Cartera Pedidos | |
| Objetivo: 40% | Objetivo 2024-25: 45% |
| Ejecución: 45% | |
| Ratio Book to Bill | |
| Objetivo: 3,0x | Objetivo (promedio): >1,0x |
| Ejecución: 3,3x | |
| Margen EBITDA ajustado | |
| Objetivo: 13,0% | C.: 12,5% (11,5% sin ajustar) |
| Ejecución: 12,7% | |
| NOF | |
| Objetivo: Estable | Objetivo: Estable |
| Ejecución: Aumento | |
| Deuda Financiera Neta (DFN) | |
| Objetivo: 2,5x EBITDA ajust. | Objetivo: 3,0x EBITDA ajust. |
| Ejecución: 2,9X | |
| Capex | |
| Objetivo: €20 millones | Objetivo: €30 millones |
| Ejecución: €26 millones | |
| Dividendos | |
| Objetivo: €12 millones | Objetivo: pendiente. |
| Ejecución: Completado | |

Elaboración GPM

Objetivos Comerciales (Pipeline)

TALGO planea enfocar sus esfuerzos para maximizar el crecimiento y expandir su presencia global en el período 2024-2026 en Europa y en la zona OMNA. La compañía está trabajando activamente en oportunidades comerciales en diversos mercados, destacando el continente europeo, con un valor total aproximado superior a los €5.000 millones para el periodo 2024-2026. Adicionalmente, se evalúan proyectos a nivel global con un valor estimado de más de €15.000 millones.

Objetivos Comerciales 2024-2026

| Región | € bln |
|----------------|-------|
| América | 0,8 |
| Europa | 2,9 |
| OMNA | 1,9 |
| Total | 5,6 |

Elaboración GPM

- **América:** Representa la menor parte de las oportunidades comerciales, con €0,8 mil millones. Aunque esta cifra es pequeña en comparación con otras regiones, TALGO sigue priorizando una presencia estratégica en mercados clave como EEUU y Canadá.
- **Europa:** Es el mercado más grande y significativo para TALGO, con oportunidades comerciales valoradas en €2,9 mil millones. Esta región sigue siendo un mercado robusto con muchas oportunidades, especialmente en países con grandes redes ferroviarias como Alemania, España y Francia. La alta cifra refleja un fuerte enfoque en consolidar y expandir la presencia de TALGO en el mercado europeo, donde ya tiene una base sólida.
- **OMNA (Oriente Medio, Norte de África y Asia):** Esta región es clave para la expansión internacional de TALGO, reflejando un gran potencial de crecimiento en mercados emergentes.

Guías de Negocio Reiteradas

Tras la publicación de los resultados del 1T 2024 y la celebración de la JGA el pasado 27 de junio de 2024, la dirección de TALGO ha reiterado las guías de negocio para 2024.

Plan de Negocio 2024

| | Perspectivas actuales | Perspectivas actualizadas FY-2024 |
|-----------------------------------|--|--|
| Rentabilidad | ✓ EBITDA: c. 11,5% | <p><i>El desempeño del negocio en el primer trimestre de 2024 y las expectativas actuales permiten a Talgo confirmar las perspectivas del ejercicio 2024</i></p> |
| Estructura de capital | ✓ NOF: Estable ³ ✓ DFN: c. 3,0x EBITDA ✓ Capex: c. 30 €m ¹ | |
| Desempeño del negocio | ✓ Ejecución de cartera 2023-24 c. 45% ² ✓ Ratio Book-to-Bill: >1,0x | |
| Remuneración al accionista | ✓ Dividendo para 2024 está pendiente de ser definido | |

Fuente: TALGO

El Margen EBITDA Consolida el Doble Dígito

En el 1T 2024, TALGO muestra una evolución positiva en sus resultados con un notable aumento en ingresos y EBITDA. Los ingresos crecen un 31,4% y el EBITDA un 34% vs mismo período del año anterior, reflejando una gestión eficiente y una fuerte demanda de sus productos y servicios.

Al mismo tiempo, el margen EBITDA mejora ligeramente del 11,8% al 12,1%, indicando que TALGO ha logrado mantener sus costes bajo control mientras incrementa su rentabilidad y eficiencia operativa. El beneficio neto ascendió a €10,4 millones en el 1T 24, frente a €2,4 millones en el 1T 23.

Resultado Trimestral

| Talgo (€m) | 1T-2023 | 1T-2024 | A/A |
|-----------------|---------|---------|-------|
| Ingresos | 126,7 | 166,5 | 31,4% |
| EBITDA | 15,0 | 20,1 | 34,0% |
| Margen EBITDA | 11,8% | 12,1% | +30pb |
| Bº Neto | 2,4 | 10,4 | 3,3x |
| Margen Neto | 1,9% | 6,2% | +4pp |

Elaboración GPM

Los resultados acumulados de los últimos 12 meses (LTM), en marzo de 2024, reflejan una evolución positiva en los ingresos y el EBITDA de TALGO. Los ingresos acumulados aumentan un 6,1% y el EBITDA crece un 6,7% interanual. Además, el margen EBITDA mejoró, alcanzando el 11,8% en comparación con el 11,7% de 2023, consolidándose así por encima del nivel de doble dígito.

Este crecimiento refleja un alto nivel de actividad de fabricación, con los proyectos de DB (Alemania), DSB (Dinamarca) y las cabezas de trenes de Renfe (España) como principales contribuyentes a la actividad, apoyados por la recurrencia de los servicios de mantenimiento. Las cláusulas de indexación incluidas en los proyectos de fabricación y mantenimiento reducen los riesgos de volatilidad de los materiales y las materias primas.

Resultado LTM

| Talgo (€m) | 2021 | 2022 | 2023 | LTM (mar.24) | LTM vs 2023 |
|-----------------|-------|-------|-------|-----------------|----------------|
| Ingresos | 555,4 | 469,1 | 652,0 | 691,8 | 6,1% |
| EBITDA | 60,0 | 44,2 | 76,2 | 81,3 | 6,7% |
| Margen EBITDA | 10,8% | 9,4% | 11,7% | 11,8% | |
| Bº Neto | 27,6 | 1,4 | 13,3 | 21,3 | 60,2% |
| Margen Neto | 5,0% | 0,3% | 2,0% | 3,1% | |

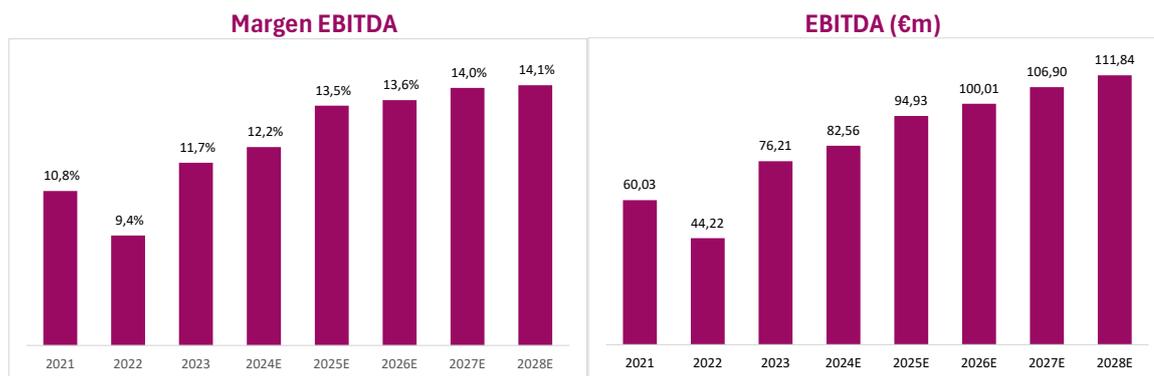
Elaboración GPM

Evolución del EBITDA

Más abajo se muestra la evolución del margen EBITDA y el EBITDA absoluto de TALGO desde 2021 hasta 2028. En 2021, el margen EBITDA fue del 10,8%, pero disminuyó al 9,4% en 2022, reflejando un período de dificultades. En 2023, TALGO comenzó a recuperarse, alcanzando un margen del 11,7%, y proyectamos que esta tendencia positiva continúe, llegando al 14,1% en 2028.

Paralelamente, el EBITDA absoluto muestra un aumento significativo: de €60,03 millones en 2021, bajando a €44,22 millones en 2022, pero recuperándose a €76,21 millones en 2023.

Las proyecciones indican un crecimiento constante, alcanzando €111,8 millones en 2028. Esta recuperación y una positiva evolución futura reflejan mejoras en la eficiencia operativa y una mayor rentabilidad.



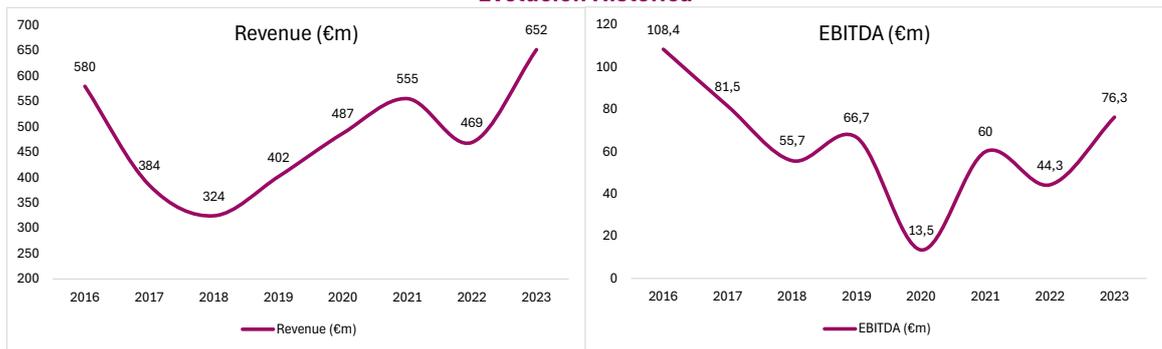
Elaboración GPM

- 2024: Se proyecta un margen EBITDA de 12,2%, indicando una tendencia positiva en la rentabilidad operativa.
- 2025: Se anticipa un incremento de la rentabilidad al 13,5%.
- 2026: Ligera estabilización en el 13,6%.
- 2027: Se espera un aumento más significativo al 14,0%.
- 2028: Proyección de un margen EBITDA de 14,1%, reflejando una tendencia constante de mejora en la eficiencia operativa y en la rentabilidad de la empresa.

Recuperación Consistente en Ingresos

Entre 2016 y 2023, TALGO experimentó variaciones significativas en sus ingresos y beneficios. En 2016, la empresa generó ingresos de €580m, con un beneficio neto de €61,9m. Sin embargo, en los años siguientes, tanto los ingresos como los beneficios disminuyeron, llegando a su punto más bajo en 2018, cuando los ingresos fueron de €324m y el beneficio neto cayó a €17,7m. Esta disminución del beneficio neto continuó hasta 2020, donde TALGO reportó una pérdida neta de €17,4m, influenciado por la pandemia de COVID-19 y sus efectos en la economía global.

Evolución Histórica



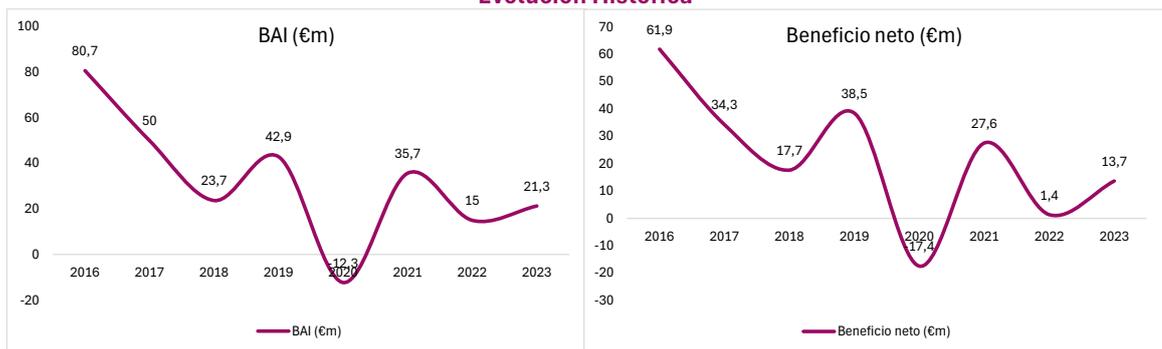
Elaboración GPM

A partir de 2021, TALGO comenzó a recuperarse. Los ingresos aumentaron a €555m y el beneficio neto se recuperó a €27,6m.

Sin embargo, en 2022, aunque los ingresos bajaron a €469m, la compañía apenas logró mantenerse en positivo con un beneficio neto de €1,4m.

En 2023, TALGO logró un fuerte rebote en sus ingresos hasta €652m, con un beneficio neto de €13,7m. A pesar de la recuperación en ingresos, el beneficio en 2023 sigue siendo relativamente modesto, indicando posibles mejoras en la gestión de costes y eficiencia operativa que TALGO necesita para consolidar su rentabilidad.

Evolución Histórica



Elaboración GPM

División de Material Rodante: Crecimiento Sólido y Gestión Eficiente

Los resultados de la línea de negocio de material rodante de TALGO muestran una notable recuperación en 2023. Los ingresos aumentaron significativamente a €622,3m desde €436,5m en 2022, reflejando un crecimiento del 42.6%.

El margen de explotación también experimentó un aumento considerable, alcanzando €120,3m en 2023, casi el doble que en 2022.

El BAI se incrementó a €85,6m, mejorando respecto a los €58,8m del año anterior. La relación BAI/Activo mejoró al 8,2%, frente al 5,7% de 2022, indicando una mejor utilización de los activos.

P&G Material Rodante

| Material Rodante | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | Trend |
|--------------------|-------|-------|-------|---------|---------|---|
| Ingresos | 345,9 | 423,7 | 515,4 | 436,5 | 622,3 |  |
| Margen Explotación | 81,1 | 28,0 | 81,3 | 68,7 | 120,3 |  |
| Amortizaciones | 12,4 | 12,7 | 13,6 | 11,2 | 13,1 |  |
| BAI | 75,8 | 20,1 | 76,6 | 58,8 | 85,6 |  |
| Activo | 742,0 | 788,4 | 953,7 | 1.036,3 | 1.038,3 |  |
| Pasivo | 471,3 | 492,8 | 635,4 | 724,6 | 728,4 |  |
| BAI / Activo | 10,2% | 2,5% | 8,0% | 5,7% | 8,2% |  |

Elaboración GPM

Negocio de Mantenimiento: Ineficiencia Operativa

Los resultados de la división de Mantenimiento y Otros de TALGO en 2023 muestran una evolución negativa. Los ingresos caen a €29,7 millones desde €32,6 millones en 2022, continuando una tendencia descendente desde 2020.

El margen de explotación se deterioró significativamente, registrando una pérdida de €13,2 millones en 2023, comparado con una pérdida de €0,6 millones en 2022.

El BAI también empeoró, con una pérdida de €14,7 millones, más profunda que la pérdida de €1,3 millones en 2022. La relación BAI/Activo se volvió notablemente negativa en 2023, con un -27,5%.

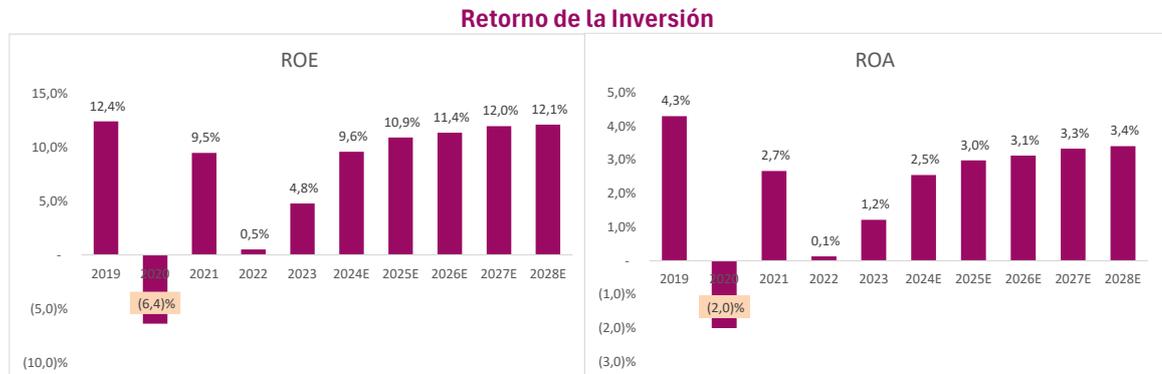
| P&G Mantenimiento y Otros | | | | | | |
|---------------------------|-------|------|--------|--------|---------|-------|
| Mantenimiento y Otros | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | Trend |
| Ingresos | 55,8 | 63,4 | 40,0 | 32,6 | 29,7 | |
| Margen Explotación | 10,1 | 6,1 | (0,6) | (0,6) | (13,2) | |
| Amortizaciones | 0,4 | 0,5 | 0,7 | 1,0 | 0,5 | |
| BAI | 9,4 | 5,5 | (1,0) | (1,3) | (14,7) | |
| Activo | 100,0 | 82,4 | 57,5 | 63,3 | 53,4 | |
| Pasivo | 39,3 | 52,2 | 37,0 | 50,0 | 44,6 | |
| BAI / Activo | 9,4% | 6,7% | (1,7)% | (2,1)% | (27,5)% | |

Elaboración GPM

Retorno de la Inversión

Entre 2019 y 2023, el ROE de TALGO muestra una notable volatilidad. En 2019, alcanzó un sólido 12,4%, pero cayó al -6,4% en 2020 debido a la pandemia de COVID. En 2021, TALGO se recupera significativamente con un ROE del 10,1%, demostrando eficiencia en la generación de beneficios. Sin embargo, en 2022, el ROE se desplomó al 0,5%, reflejando un año difícil.

En 2023, el ROE mejora al 4,9%, indicando una recuperación en curso aunque aún por debajo de los niveles prepandemia. Este patrón subraya la resiliencia y el potencial de TALGO para recuperar su rentabilidad sostenida.



Elaboración GPM

Mejora de la Capacidad de Pago a Corto Plazo

El fondo de maniobra de TALGO refleja una tendencia generalmente positiva entre 2019 y 2023, con un incremento notable en este último año. El aumento en 2023 a €424,5 millones vs €345,7 millones en 2022, sugiere una mejora en la capacidad de TALGO para cubrir sus obligaciones a corto plazo.

| Año | Activos | | Pasivos | | Fondo de Maniobra € mln | Ratio | |
|------|---------------------|-----------------------------|---------------------|-----------------|----------------------------|-------|--|
| | Corrientes € mln | Pasivos Corrientes € mln | Corrientes € mln | Acid Test Ratio | | | |
| 2019 | 632,9 | 317,9 | 315,0 | 1,99x | 1,52x | | |
| 2020 | 645,9 | 316,0 | 329,9 | 2,04x | 1,49x | | |
| 2021 | 768,6 | 401,1 | 367,5 | 1,92x | 1,49x | | |
| 2022 | 868,9 | 523,2 | 345,7 | 1,66x | 1,22x | | |
| 2023 | 839,7 | 415,2 | 424,5 | 2,02x | 1,46x | | |

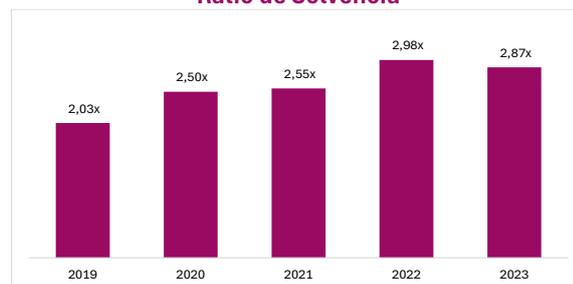
Elaboración GPM

Aumento del Endeudamiento

El **ratio de liquidez corriente** (activo corriente / pasivo corriente) se ha mantenido generalmente por encima de 1,5x, lo que indica que TALGO tiene suficientes activos para cubrir sus pasivos corrientes. En 2022, el ratio cayó a 1,66x, lo que sugiere una ligera disminución en la capacidad de TALGO para cubrir sus deudas a corto plazo, pero se recupera a 2,02x en 2023.

El **ratio de apalancamiento** (total pasivo / patrimonio neto), muestra una tendencia al alza desde 2019 hasta 2022, indicando un aumento en el apalancamiento financiero. Sin embargo, hubo una ligera mejora en 2023, con una reducción del ratio a 2,87x. El aumento en el ratio de endeudamiento hasta 2022 sugiere una mayor dependencia de la financiación mediante deuda, lo cual podría representar un riesgo si no se gestiona adecuadamente.

Ratio de Solvencia



Elaboración GPM. Apalancamiento: total pasivo / RRPP

Cobertura de Intereses (EBIT/Intereses): En 2021, TALGO mostraba una sólida capacidad para cubrir sus gastos por intereses con un ratio de 5,1x. Sin embargo, en 2022, este ratio se redujo significativamente a 2,23x, y en 2023 cayó aún más a 1,49x. Esto indica una disminución en la solvencia de la empresa y sugiere que TALGO enfrenta a un aumento de la deuda.

Cobertura de Intereses

| Año | EBIT (€ m) | Intereses (€ m) | Ratio Cobertura |
|------|------------|-----------------|-----------------|
| 2021 | 41,4 | 8,1 | 5,1x |
| 2022 | 26,5 | 11,9 | 2,2x |
| 2023 | 59,0 | 39,5 | 1,5x |

Elaboración GPM.

Según se aprecia en la siguiente tabla, TALGO ha aumentado su nivel de endeudamiento en el último año, lo que está relacionado con su estrategia de crecimiento o expansión.

Endeudamiento

| TALGO (€m) | 31.12.22 | 31.12.23 |
|-----------------------------|----------|----------|
| Total Deuda Financiera Neta | 97,4 | 240,6 |
| Patrimonio neto atribuible | 281,2 | 278,0 |
| Capital total | 378,6 | 518,6 |
| Endeudamiento | 25,7% | 46,4% |

Elaboración GPM

- **Incremento de la Deuda:** El aumento significativo en la deuda financiera neta sugiere que TALGO ha recurrido a la financiación externa para cubrir sus necesidades de inversión.
- **Estabilidad del Patrimonio Neto:** A pesar del aumento en la deuda, el patrimonio neto se ha mantenido relativamente estable, con una ligera disminución, lo que apunta a una buena gestión de su activo/pasivo.

El ratio de Deuda Financiera Neta (DFN) / EBITDA de TALGO a finales de 2023, se sitúa en aproximadamente 3,15x. Este ratio refleja una carga de deuda significativa en relación con sus ganancias operativas. Un ratio DFN/EBITDA de 3,15x indica que TALGO necesitaría más de tres años de EBITDA para pagar su deuda financiera neta, lo cual representa un riesgo moderado a elevado. Por lo tanto, es crucial que TALGO se concentre en estrategias para aumentar su EBITDA y reducir su deuda, mejorando así su estabilidad financiera y asegurando su capacidad para cumplir con sus obligaciones a largo plazo.

DFN / EBITDA

| Año | DFN (€m) | EBITDA (€m) | Ratio DFN / EBITDA |
|------|----------|-------------|--------------------|
| 2021 | 63,7 | 60 | 1,06x |
| 2022 | 134,2 | 44,2 | 3,04x |
| 2023 | 241 | 76,2 | 3,15x |

Elaboración GPM

Política de Remuneración: Los Accionistas Apuestan por TALGO

TALGO ha implementado una política de remuneración a sus accionistas que incluye un dividendo flexible y programas de recompra de acciones.

Dividendos (pretax)

| Año | Dividendo Total (€m) | DPA (pretax) | nº acciones | | Tipo |
|------|----------------------|--------------|-------------|--------|--------------------|
| | | | A/A | (mln) | |
| 2023 | 11,75 | € 0,093 | 19,2% | 126,38 | Dividendo elección |
| 2022 | 9,63 | € 0,078 | 8,3% | 123,44 | Dividendo elección |
| 2021 | 8,89 | € 0,072 | n/d | 123,44 | Dividendo elección |

Elaboración GPM

Con cargo a los resultados de 2023, TALGO incrementó la remuneración a sus accionistas en un 19,2%, alcanzando un total de €11,75 millones. Este aumento se ejecutó a través de un dividendo flexible. Este enfoque permite a los accionistas elegir entre recibir acciones adicionales o un pago en efectivo, adaptándose a sus preferencias individuales.

En el pasado año 2022, TALGO también implementó un programa de remuneración de €9,63 millones con las mismas características de flexibilidad entre acciones o efectivo. Este programa fue bien recibido, con un 83% de los accionistas optando por recibir el dividendo en acciones, lo que demuestra la confianza de los inversores en el futuro de la compañía.

Recompra de Acciones (6,8% en tres años)

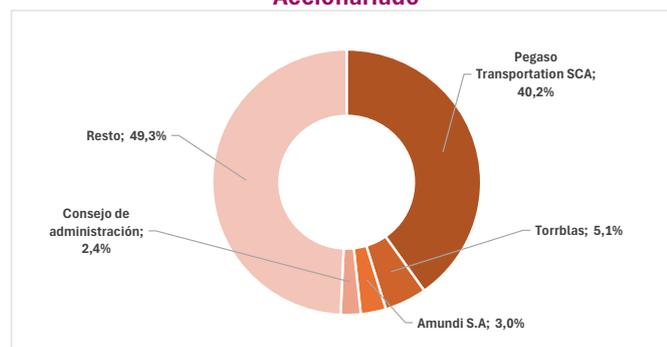
La recompra de acciones para su posterior amortización, forma parte de la estrategia de TALGO para incrementar el beneficio por acción y mejorar la retribución al accionista. En los últimos tres años, TALGO ha llevado a cabo varias reducciones de capital que suman una disminución total del 6,8% de las acciones en circulación (post script dividend). En 2021, el Consejo de Administración acordó ejecutar una reducción de capital de aproximadamente el 2,8%, equivalente a 3,56 millones de acciones. En 2022, TALGO ejecutó otra reducción de capital por el 1,99% del capital social, amortizando 1.997.596 acciones. Más recientemente, en enero de 2024, TALGO llevó a cabo una nueva reducción del 1,99%, amortizando 2.517.562 acciones propias adquiridas en su programa.

Accionariado

Pegaso Transportation SCA: Posee el 40,2% de las acciones, siendo el accionista mayoritario. Esta participación otorga un control considerable sobre las decisiones estratégicas y de la empresa.

La estructura accionarial de TALGO, con un accionista mayoritario dominante y un grupo significativo de accionistas minoritarios e institucionales, crea un equilibrio entre el control concentrado y la necesidad de mantener buenas prácticas de gobernanza y transparencia. Esta situación puede conducir a una dirección estratégica clara y una administración eficiente, aunque también podría resultar en decisiones que favorezcan más a los intereses del accionista mayoritario.

Accionariado



Elaboración GPM

Valoración de Referencia de €5,40 (rango €7,03 - €3,78)

Valoramos las acciones de TALGO dentro de un rango comprendido entre el escenario pesimista y el optimista. Específicamente, el precio mínimo estimado en un escenario **pesimista** es de €3,78 por acción, mientras que el precio máximo en un escenario **optimista** es de €7,03 por acción.

En el **escenario base**, las acciones de TALGO las valoramos en €5,40. Esta valoración sugiere un potencial de revalorización significativo, especialmente si las ofertas actuales prosperan y se materializa una fusión o adquisición favorable.

Actualmente, debido a las ofertas de adquisición amistosas recibidas por TALGO, consideramos probable que la valoración se sitúe entre el escenario base (€5,40) y el escenario optimista (€7,03) vs €5,00 ofrecidos por Maganz Wagon. Esto se justifica debido a que una oferta por las acciones de TALGO, debería tener una prima de control de al menos del 20-25%, lo que implica llevar la cotización actual de €4,06 hasta un rango de €4,87-€5,75.

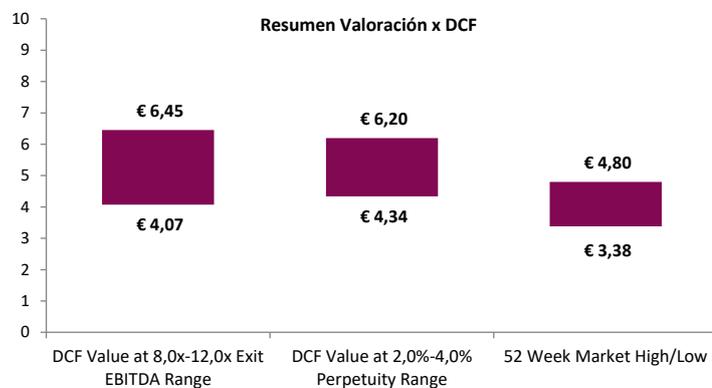
Destacar que respecto a las operaciones que se han materializado en el sector industrial en Europa, en los últimos dos años: i) Un 85,01% han sido operaciones transfronterizas; ii) El 90,05% se han pagado en efectivo; iii) Un 96,53% de las operaciones tienen un tamaño de 0 a 500 millones de euros; iv) El 99,87% han sido ofertas amistosas; v) En cuanto a las primas de mercado, el 5,97% de las operaciones tuvieron una prima anunciada de entre el 40,01% y el 50%, mientras que el 16,02% de las operaciones tuvieron una prima actual de entre el 0% y el 10%.

TALGO: Resumen de Valoración

| Escenario | DCF | | avg. DCF | Peers | avg. value | Prima (descuento) | Potencial |
|-----------|----------------------|--------|----------|--------|------------|-------------------|-----------|
| | Perpetuity EV/EBITDA | DCF | | | | | |
| Base case | € 5,13 | € 5,26 | € 5,20 | € 5,60 | € 5,40 | (24,7)% | 32,8% |
| Best case | € 7,05 | € 7,64 | € 7,35 | € 6,72 | € 7,03 | (42,2)% | 73,0% |
| Weak case | € 3,78 | € 3,49 | € 3,63 | € 3,92 | € 3,78 | 7,6% | (7,1)% |

Elaboración GPM

Resumen de la Valoración por DCF



Elaboración GPM

Análisis de sensibilidad (DFC)

Estimación con Valor Residual EV/EBITDA

| Equity value per share | | | | | | | Equity value per share | | | | | | |
|------------------------|-------|----------------------|------|-------|-------|-------|------------------------|-------|----------------------|------|-------|-------|-------|
| | | Exit EBITDA Multiple | | | | | | | Exit EBITDA Multiple | | | | |
| € 5,26 | | 8,0x | 9,0x | 10,0x | 11,0x | 12,0x | € 652 | | 8,0x | 9,0x | 10,0x | 11,0x | 12,0x |
| WACC | 12,0% | 3,61 | 4,16 | 4,70 | 5,25 | 5,80 | WACC | 12,0% | 448 | 515 | 583 | 650 | 718 |
| | 11,0% | 3,82 | 4,38 | 4,95 | 5,52 | 6,09 | | 11,0% | 473 | 543 | 613 | 684 | 754 |
| | 9,8% | 4,07 | 4,67 | 5,26 | 5,86 | 6,45 | | 9,8% | 504 | 578 | 652 | 726 | 799 |
| | 9,0% | 4,25 | 4,87 | 5,48 | 6,10 | 6,72 | | 9,0% | 527 | 603 | 679 | 756 | 832 |
| | 8,0% | 4,49 | 5,13 | 5,77 | 6,41 | 7,05 | | 8,0% | 556 | 635 | 715 | 794 | 874 |

Elaboración GPM

Estimación con Valor Residual “g”

| Equity value per share | | | | | | Equity value per share | | | | | | | |
|------------------------|-------|----------------------------|------|------|------|------------------------|-------|-------|----------------------------|------|------|-------|-------|
| | | Long term growth rate (g): | | | | | | | Long term growth rate (g): | | | | |
| € 5,13 | | 2,0% | 2,5% | 3,0% | 3,5% | 4,0% | € 635 | | 2,0% | 2,5% | 3,0% | 3,5% | 4,0% |
| WACC | 12,0% | 2,88 | 3,09 | 3,32 | 3,58 | 3,88 | WACC | 12,0% | 357 | 383 | 412 | 444 | 480 |
| | 11,0% | 3,46 | 3,72 | 4,02 | 4,36 | 4,75 | | 11,0% | 428 | 461 | 498 | 541 | 589 |
| | 9,8% | 4,34 | 4,71 | 5,13 | 5,62 | 6,20 | | 9,8% | 537 | 583 | 635 | 696 | 768 |
| | 9,0% | 5,10 | 5,58 | 6,13 | 6,79 | 7,57 | | 9,0% | 632 | 691 | 759 | 841 | 938 |
| | 8,0% | 6,34 | 7,02 | 7,82 | 8,81 | 10,04 | | 8,0% | 786 | 869 | 969 | 1.091 | 1.244 |

Elaboración GPM

Valoración Según Cumplimiento EBITDA 2028

| Equity value per share | | | | | | |
|------------------------|------|----------------------|--------|--------|--------|--------|
| | | Exit EBITDA Multiple | | | | |
| € 5,26 | | 8,0x | 9,0x | 10,0x | 11,0x | |
| EBITDA % | 80% | 89,5 | € 3,12 | € 3,60 | € 4,07 | € 4,55 |
| | 90% | 100,7 | € 3,60 | € 4,13 | € 4,67 | € 5,20 |
| | 100% | 111,8 | € 4,07 | € 4,67 | € 5,26 | € 5,86 |
| | 105% | 117,4 | € 4,31 | € 4,94 | € 5,56 | € 6,19 |
| | 110% | 123,0 | € 4,55 | € 5,20 | € 5,86 | € 6,51 |

Elaboración GPM

TALGO: Ratios Bursátiles

| P/Libro | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | Mediana | 2024e | 2025e |
|------------------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|-------|-------|
| Último | 1,9x | 2,2x | 2,6x | 2,0x | 2,3x | 1,4x | 1,9x | 2,0x | 1,71x | 1,59x |
| Media | 2,1x | 2,0x | 2,2x | 1,8x | 2,1x | 1,5x | 1,5x | 2,02 | | |
| Máx | 2,5x | 2,4x | 2,5x | 2,6x | 2,4x | 2,2x | 2,0x | 2,44 | | |
| Mín. | 1,7x | 1,7x | 1,8x | 1,2x | 1,7x | 1,0x | 1,3x | 1,69 | | |
| P/libro tangible | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | Mediana | 2024e | 2025e |
| Último | 3,8x | 4,1x | 5,7x | 5,5x | 5,9x | 4,2x | 6,7x | 5,5x | | |
| Media | 4,9x | 4,1x | 4,0x | 3,8x | 5,8x | 3,7x | 4,5x | 4,11 | | |
| Máx | 5,8x | 4,9x | 5,4x | 5,6x | 6,8x | 5,7x | 6,7x | 5,66 | | |
| Mín. | 3,6x | 3,4x | 3,3x | 2,7x | 4,8x | 2,6x | 3,7x | 3,44 | | |
| P/Ventas | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | Mediana | 2024e | 2025e |
| Último | 1,51x | 2,26x | 2,07x | 1,05x | 1,20x | 0,86x | 0,85x | 1,2x | 0,81x | 0,75x |
| Media | 1,07x | 1,65x | 2,22x | 1,40x | 1,09x | 0,75x | 0,91x | 1,09 | | |
| Máx | 1,45x | 2,18x | 2,57x | 2,04x | 1,31x | 1,17x | 1,21x | 1,45 | | |
| Mín. | 0,84x | 1,35x | 1,81x | 0,94x | 0,89x | 0,52x | 0,75x | 0,89 | | |
| EV/Ventas | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | Actual | 2024e | 2025e |
| Último | 1,65x | 1,99x | 1,77x | 1,20x | 1,32x | 1,16x | 1,30x | 1,25x | 1,30x | 1,20x |
| Media | 1,50x | 1,87x | 2,08x | 1,30x | 1,32x | 0,91x | 1,24x | | | |
| Máx | 1,73x | 2,18x | 2,40x | 2,01x | 1,51x | 1,34x | 1,50x | | | |
| Mín. | 1,27x | 1,59x | 1,67x | 0,82x | 1,15x | 0,68x | 1,09x | | | |
| EV/EBITDA | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | Actual | 2024e | 2025e |
| Último | 7,8x | 11,6x | 10,7x | 43,1x | 12,2x | 12,3x | 11,1x | 10,7x | 10,8x | 9,2x |
| Media | 8,1x | 8,8x | 12,1x | 8,0x | 47,4x | 8,4x | 13,1x | | | |
| Máx | 9,3x | 11,7x | 14,0x | 44,3x | 54,5x | 12,4x | 15,9x | | | |
| Mín. | 6,8x | 7,5x | 9,7x | 5,0x | 12,3x | 6,3x | 11,3x | | | |
| EV/EBIT | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | Actual | 2024e | 2025e |
| Último | 10,7x | 19,7x | 14,0x | nd | 17,8x | 20,5x | 14,4x | 13,8x | 15,2x | 12,5x |
| Media | 9,9x | 12,1x | 20,5x | 10,3x | 17,8x | 12,2x | 21,9x | | | |
| Máx | 11,4x | 19,8x | 23,7x | 15,9x | 17,8x | 20,6x | 26,6x | | | |
| Mín. | 8,4x | 10,3x | 15,4x | 6,5x | 17,8x | 9,1x | 14,6x | | | |
| Precio/Acc | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | Actual | 2024e | 2025e |
| Último | € 4,06 | € 5,10 | € 5,80 | € 3,94 | € 5,17 | € 3,21 | € 4,39 | € 4,09 | | |
| Máx | € 5,46 | € 5,51 | € 6,11 | € 6,00 | € 5,18 | € 5,29 | € 4,64 | € 4,09 | | |
| Mín. | € 3,56 | € 3,81 | € 4,30 | € 2,77 | € 3,52 | € 2,34 | € 2,90 | € 4,05 | | |
| Valor de empresa | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | Actual | 2024e | 2025e |
| Último | € 636 | € 646 | € 713 | € 583 | € 735 | € 542 | € 849 | € 815 | | |
| Media | € 869 | € 718 | € 675 | € 522 | € 644 | € 503 | € 581 | | | |
| Máx | € 1.000 | € 837 | € 781 | € 809 | € 738 | € 747 | € 863 | | | |
| Mín. | € 636 | € 610 | € 541 | € 330 | € 559 | € 377 | € 512 | | | |

Elaboración GPM; 19.07.2024 / fuente Bloomberg 19.07.24

Estimación de la Prima de Riesgo de Mercado (ERP)

En nuestras valoraciones, aplicamos una prima de mercado a las empresas del Ibex35 del 8,0%. Para otras empresas, ajustamos la prima de riesgo de forma escalonada y acumulativa, abordando así los segmentos de menor liquidez y compensando el incremento en riesgo y volatilidad. Específicamente para TALGO, hemos implementado una prima de riesgo del 9,0%, lo que consideramos refleja adecuadamente el riesgo de mercado asociado a esta empresa.

| Prima de Riesgo | | | |
|------------------------|-------------|-----------|--------------|
| Prima de mercado (ERP) | Adicional | Acumulada | Total |
| | 8,0% | | 8,0% |
| Prima MED CAP | 0,5% | 0,5% | 8,5% |
| Prima SMALL CAP | 0,5% | 1,0% | 9,0% |
| Growth | 0,5% | 1,5% | 9,5% |
| Micro Cap | 0,5% | 2,0% | 10,0% |

Elaboración GPM

Estimación del Coste del Capital Propio

Coste del Capital Propio: El coste del capital propio calculado en 13,12% refleja el retorno que los inversores exigen para compensar los riesgos de invertir en TALGO. Este coste se calcula utilizando el modelo CAPM, donde se incluye una tasa libre de riesgo del 3,35%, un beta de 1,085 indicando que la empresa es casi un 10% más volátil que el mercado, y una prima de riesgo de mercado del 9,00%. Este coste de capital propio, es mucho más alto que el coste de la deuda después de impuestos que estimamos en el 4,0% (TALGO unsecured debt: 3,12%).

| Coste del Capital Propio | |
|-----------------------------|---------------|
| Cost of capital assumptions | |
| Cost of debt | 4,00% |
| Tax rate | 28,0% |
| After tax cost of debt | 2,88% |
| Risk free rate | 3,35% |
| Beta | 1,085 |
| Market risk premium | 9,00% |
| Cost of equity | 13,12% |

Elaboración GPM

Beta: Se aplica una beta logarítmica de 1,085x, deducido de comparativas entre la cotización de TALGO y el EURO STOXX Index.

Tasa libre de riesgo: Utilizamos un tipo de interés del 3,35% para el bono a 10 años, actualmente cercano a la rentabilidad del bono español que es del 3,32%.

Coste Ponderado del Capital (WACC)

El Coste Medio Ponderado de Capital (WACC) de TALGO lo estimamos en el 9,85%, calculado basándonos en un valor de mercado del equity de €503 millones (68%) y una deuda neta de €240 millones (32%). Este WACC del 9,85% sugiere un nivel de riesgo moderado.

| WACC | | | | |
|-------------------------------|--------|--------|----------|--------------|
| Capital weights | | | | |
| | Amount | Weight | Override | % of total |
| Market value of equity | 507,2 | 68% | 68% | 68% |
| Net debt | 240,4 | 32% | 32% | 32% |
| Cost of capital (WACC) | | | | 9,85% |

Elaboración GPM

Valoración por Descuento de Flujos de Caja (€5,20)

La valoración de TALGO mediante Descuento de Flujos de Caja muestra variaciones bajo dos métodos: perpetuidad y multiplicador EBITDA, con un Valor de Empresa promedio de €894m.

En el enfoque de la **tasa a perpetuidad**, el cálculo del Valor de Empresa (VE) de €885,9 millones se basa en un crecimiento a largo plazo del 3,0% y que resulta en un múltiplo EBITDA implícito de salida de 9,8x.

La tasa de crecimiento a perpetuidad refleja expectativas conservadoras sobre el crecimiento futuro sostenible de la empresa, mientras que el múltiplo EBITDA sugiere una valoración prudente en comparación con el rendimiento operativo normalizado.

Estimación del Valor de Empresa (VE)

| Perpetuity approach | | Exit EBITDA multiple approach | |
|--|--------------|---|--------------|
| Normalized FCF in last forecast period (t) | 69,0 | Terminal year EBITDA | 111,8 |
| Normalized FCF ^{t+1} | 71,0 | Terminal value EBITDA multiple | 10,0x |
| Long term growth rate (g) | 3,00% | Terminal value | 1.118 |
| Terminal value | 1.093,5 | Present value of terminal value | 737,8 |
| Present value of terminal value | 721,3 | Present value of stage 1 cash flows | 164,6 |
| Present value of stage 1 cash flows | 164,6 | Enterprise value | 902,3 |
| Enterprise value | 885,9 | <i>Implied TV perpetual growth rate</i> | <i>3,14%</i> |
| <i>Implied TV exit EBITDA multiple</i> | <i>9,8x</i> | | |

Elaboración GPM / Escenario Base

Por otro lado, el modelo de **múltiplo EBITDA residual** utiliza un multiplicador de 10,0x, derivando en un Valor de Empresa (VE) de €902 millones. Este múltiplo es coherente con los valores históricos a los que TALGO ha cotizado históricamente (ver tabla múltiplos históricos, pag.22).

La tasa de crecimiento a perpetuidad implícita resultante del 3,14% refleja expectativas optimistas sobre el crecimiento a largo plazo de la empresa, señalando un potencial de expansión ligeramente superior al estimado en el enfoque de perpetuidad.

Estimación del Valor Intrínseco

Escenario base: Después de ajustar por deuda neta de €240 millones y el efectivo restringido de €10 millones, el valor de mercado de TALGO resulta en un promedio de €643,7 millones. Este valor se traduce en un valor por acción de **€5,20**.

Escenario Base

| Fair value per share | Escenario Base | | |
|--|----------------|----------------|----------------|
| | Perpetuity | EBITDA | Avg. |
| Enterprise value | 885,9 | 902,3 | 894,1 |
| Less: Net debt | (240,4) | (240,4) | (240,4) |
| Less: Trapped cash | (10,0) | (10,0) | (10,0) |
| Equity value | 635,5 | 651,9 | 643,7 |
| Diluted shares | 123,86 | 123,86 | 123,86 |
| Equity value per share | € 5,13 | € 5,26 | € 5,20 |
| <i>Market premium / (discount) to fair value</i> | <i>(20,8%)</i> | <i>(22,8%)</i> | <i>(21,8%)</i> |

Elaboración GPM

El Valor Intrínseco calculado refleja un descuento respecto al valor calculado, con un promedio del 22%. La valoración por DFC, con un precio por acción promedio razonable de €5,20, sugiere que el mercado está valorando la compañía por debajo de su valor intrínseco.

En un **escenario optimista** para TALGO, la valoración mediante Descuento de Flujos de Caja (DFC) refleja un Valor de Empresa entre €1.124 millones en perpetuidad y €1.197 millones, utilizando el multiplicador EBITDA residual, siendo el promedio de €1.160 millones.

Tras ajustar por la deuda neta de €240 millones y €10 millones de efectivo restringido, el Valor Intrínseco estimado para TALGO en el escenario optimista asciende a un promedio de €909,9 millones. Esto se traduce en un valor por acción de **€7,35**, lo que representa un descuento del 45% respecto al valor de mercado.

Escenario Optimista

| Fair value per share | | | |
|--|----------------|----------------|----------------|
| | Perpetuity | EBITDA | Avg. |
| Enterprise value | 1.123,7 | 1.197,0 | 1.160,4 |
| Less: Net debt | (240,4) | (240,4) | (240,4) |
| Less: Trapped cash | (10,0) | (10,0) | (10,0) |
| Equity value | 873,3 | 946,6 | 909,9 |
| Diluted shares | 123,86 | 123,86 | 123,86 |
| Equity value per share | € 7,05 | € 7,64 | € 7,35 |
| <i>Market premium / (discount) to fair value</i> | <i>(42,3%)</i> | <i>(46,8%)</i> | <i>(44,7%)</i> |

Elaboración GPM

En el **escenario pesimista**, el valor de la acción calculado a través del DFC es de **€3,63**, lo que se traduce en una prima promedio del 11,8% sobre el valor de mercado.

Escenario Pesimista

| Fair value per share | | | |
|--|---------------|---------------|---------------|
| | Perpetuity | EBITDA | Avg. |
| Enterprise value | 718,3 | 682,9 | 700,6 |
| Less: Net debt | (240,4) | (240,4) | (240,4) |
| Less: Trapped cash | (10,0) | (10,0) | (10,0) |
| Equity value | 467,9 | 432,5 | 450,2 |
| Diluted shares | 123,86 | 123,86 | 123,86 |
| Equity value per share | € 3,78 | € 3,49 | € 3,63 |
| <i>Market premium / (discount) to fair value</i> | <i>7,6%</i> | <i>16,4%</i> | <i>11,8%</i> |

Elaboración GPM

Escenarios de Proyecciones

| BASE case | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Revenue growth | 4,0% | 4,0% | 4,0% | 4,0% | 4,0% |
| Gross profit as % of sale: | 52,0% | 52,0% | 52,0% | 52,0% | 52,0% |
| Personnel margin | 28,0% | 27,0% | 27,0% | 27,0% | 26,8% |
| SG&A margin | 15,0% | 14,8% | 14,5% | 14,0% | 14,0% |

| BEST case | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Revenue growth | 6,0% | 6,0% | 6,0% | 6,0% | 6,0% |
| Gross profit as % of sale: | 53,0% | 53,0% | 53,0% | 53,0% | 53,0% |
| Personnel margin | 27,0% | 26,0% | 26,0% | 26,0% | 25,8% |
| SG&A margin | 14,0% | 13,8% | 13,5% | 13,0% | 13,0% |

| WEAK case | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Revenue growth | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% |
| Gross profit as % of sale: | 51,0% | 51,0% | 51,0% | 51,0% | 51,0% |
| Personnel margin | 29,0% | 28,0% | 28,0% | 28,0% | 27,8% |
| SG&A margin | 15,5% | 15,3% | 15,0% | 14,5% | 14,5% |

Elaboración GPM

ANEXO

Empresas Oferentes de Ofertas Sobre TALGO

Škoda Transportation es una compañía de ingeniería checa con sede en Pilsen. Su enfoque se centra en el área de ingeniería de transportes, incluyendo la fabricación de tranvías, vagones para metro y ferrocarriles. Aunque no es tan conocida en España como TALGO, Škoda Transportation tiene un bagaje de más de un siglo en el sector ferroviario europeo. El conglomerado financiero PPF Group es el propietario del 85,70% del Grupo Škoda.

- Origen e Historia: Škoda Transportation tiene sus raíces en 1859 en Pilsen, República Checa. Durante muchos años, formó parte de la compañía automovilística Škoda Auto, hasta que en 1990 se vendió a Volkswagen. El resto del grupo fue adquirido por el holding financiero PPF Group en 2018, incluyendo los negocios de ingeniería y material rodante (Škoda Transportation).
- Áreas de Enfoque: La empresa se dedica al diseño y fabricación de material rodante para transporte público. Esto incluye tranvías, trenes de metro, autobuses eléctricos, trolebuses y trenes suburbanos. Además, desarrollan sistemas de control y tracción para sistemas de transporte.
- Presencia Internacional: Škoda Transportation cuenta con más de 8,000 empleados distribuidos en sus centros de producción en la República Checa y Finlandia. También tienen sucursales en Alemania, Italia, Austria, Polonia, Hungría y Ucrania, donde operan vehículos ferroviarios.
- Cifras Financieras: Sus ingresos anuales superan los €1.382 millones, y su ebitda se sitúa en €21,8 millones de euros. Aunque las ventas han aumentado significativamente, aún no han logrado salir de los números rojos.

Magyar Vagon: Nació de la unión de dos empresas húngaras industriales en la década de los 50, aunque el origen de ambas compañías se remonta al siglo XIX. Su principal negocio es la producción de estructuras de acero industrial. Magyar Vagón es propietaria del 55% de Ganz-Mavag, mientras que el 45% restante está indirectamente en manos del Estado húngaro.

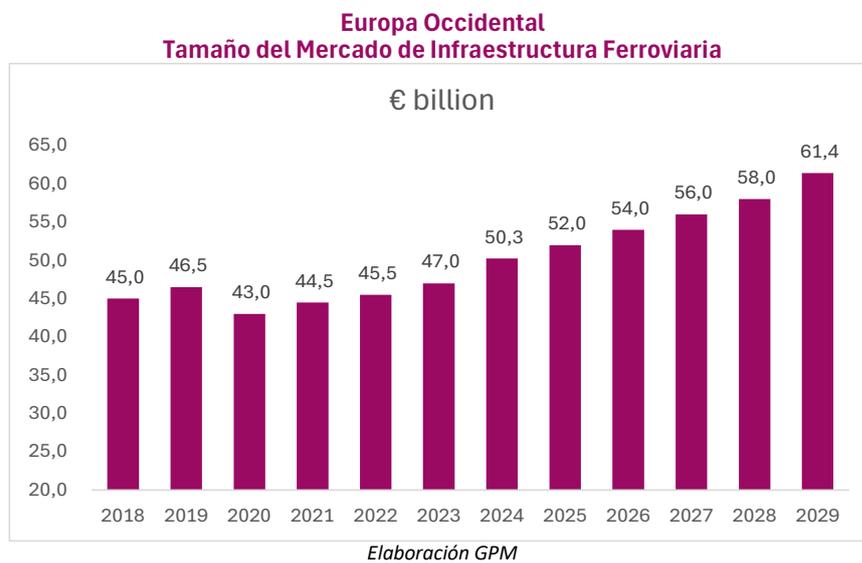
- Magyar Vagon opera a través de varias empresas, como MAV Vagon y DJJ (fabricante de trenes), y su negocio internacional. DJJ sería la encargada de ejecutar la compra de TALGO. Esta compañía está especializada en trenes ligeros y de mercancías, lo que podría tener sentido industrial al adquirir a TALGO, que se especializa en trenes de alta velocidad.
- Resultados Financieros: Los ingresos de Magyar Vagon son significativamente más bajos que los de TALGO. Mientras que TALGO tuvo una cifra de negocio de €652 millones en el pasado ejercicio, los ingresos de Magyar Vagon en 2022 fueron de €254,7 millones. En 2023, Magyar Vagon salió de pérdidas y obtuvo un beneficio después de impuestos de €2,77 millones.
- Integración de Fábricas: Magyar Vagon está unificando sus ocho instalaciones técnicas en suelo húngaro. Esto incluye la integración de las fábricas de DJJ en Dunakeszi y de MÁV Vagon en Szolnok bajo la marca principal. El objetivo es mejorar la eficiencia.

Previsión para Infraestructuras Ferroviarias en Europa (2024-2025)

La inversión en infraestructuras ferroviarias en Europa para 2024 y 2025 se perfila como un período significativo de crecimiento y modernización.

La infraestructura ferroviaria en Europa está preparada para un período de intensa inversión y modernización en 2024 y 2025. Con planes ambiciosos como los de Alemania y el continuo apoyo de la Comisión Europea a través de fondos como el CEF, Europa se esfuerza por mejorar la conectividad, resolver cuellos de botella y avanzar hacia un sistema ferroviario más eficiente.

Crecimiento del Mercado: Se espera que el mercado de infraestructura ferroviaria en Europa crezca a una tasa anual compuesta (CAGR) de aproximadamente 4,09% entre 2024 y 2029. Se prevé que el mercado global de infraestructura ferroviaria alcance los USD 50,25 mil millones en 2024 y USD 61,4 mil millones en 2029. La expansión del mercado de infraestructura ferroviaria se socia con la creciente urbanización, el aumento de la necesidad de transporte más limpios, eficientes y rápidos, y el crecimiento económico. Este crecimiento estará impulsado por las inversiones en nuevos trazados y el mantenimiento de la infraestructura existente (Market Data Forecast) (Mobility and Transport).



Proyectos y Prioridades

Alemania ha anunciado un plan histórico de renovación ferroviaria valorado en hasta €45 mil millones. Este plan incluye la modernización y expansión de rutas críticas, la digitalización de los sistemas ferroviarios y la renovación de estaciones. Algunos de los proyectos clave comenzarán en 2024, como la renovación de la ruta Mannheim Riedbahn – Frankfurt am Main.

Financiación Europea: La Comisión Europea continúa respaldando el desarrollo de la Red Transeuropea de Transporte (TEN-T) con significativas inversiones a través del Mecanismo Conectar Europa (CEF). Este apoyo financiero está destinado a mejorar la conectividad, resolver cuellos de botella y promover la interoperabilidad del sistema ferroviario europeo.

Digitalización y Automatización: Se anticipa una mayor adopción de tecnologías avanzadas como el Sistema Europeo de Control de Trenes (ETCS) y la automatización en las operaciones ferroviarias. Estas tecnologías están diseñadas para aumentar la capacidad de la red existente hasta en un 30% y mejorar la seguridad y eficiencia operativa.

Perspectivas Regionales: La inversión en infraestructuras ferroviarias se distribuirá a lo largo de varias regiones de Europa. Se prevé un crecimiento significativo en Alemania, el Reino Unido y Francia, impulsado por proyectos de modernización y nuevos desarrollos en las rutas ferroviarias.

Inversiones en Infraestructura Ferroviaria en Alemania (2024-2025)

Alemania ha anunciado un plan de inversión significativo para modernizar y expandir su infraestructura ferroviaria.

- **Inversión Total:** Inversión Total: Hasta €45.000 millones para la renovación y modernización de la infraestructura ferroviaria hasta 2030.
- **Objetivos:** i) Renovación de rutas críticas; ii) Modernización de estaciones; iii) Implementación de tecnologías digitales avanzadas; iv) aumento de la capacidad y mejora de la conectividad; v) Descarbonización y sostenibilidad.
- **Proyectos Clave de 2024 :** i) Renovación de la Ruta Mannheim Riedbahn – Frankfurt am Main; ii) Modernización de 20 estaciones a lo largo de la ruta Mannheim Riedbahn – Frankfurt am Main.
- **Proyectos Clave de 2025:** i) Renovación de los Corredores Emmerich – Oberhausen y Hamburgo – Berlín/Spandau, con el objetivo de aumentar la capacidad en un 30% a través de la digitalización y mejoras en la infraestructura; ii) Implementación del ETCS en todo el sistema ferroviario para mejorar la capacidad y la seguridad.
- **Expansión de Nuevas Rutas:** Planificación y desarrollo de nuevas rutas para mejorar la conectividad regional y nacional.

ALSTOM & CAF vs TALGO

Alstom y CAF, como grandes actores en el sector ferroviario, muestran un rendimiento financiero robusto en 2023, con ingresos diversificados y expansión en mercados globales. TALGO, aunque más pequeña, también muestra señales positivas de recuperación y crecimiento, especialmente en su línea de material rodante. La comparación destaca la competitividad y la escala operativa superior de Alstom y CAF, pero también la resiliencia y mejora continua de TALGO.

Alstom (2023)

Ingresos: Alstom registró ingresos de €17,6 mil millones para el año fiscal 2023/24, lo que representa un crecimiento del 6,7% en términos reportados y un 9,4% interanual en términos orgánicos.

Ingresos por Segmentos:

- **Material Rodante:** €9,1 mil millones, un aumento del 3,9% reportado y 6,5% orgánico.
- **Servicios:** €4,3 mil millones, un incremento del 11,9% reportado y 14,3% orgánico.
- **Señalización:** €2,6 mil millones, un aumento del 8,9% reportado y 11,8% orgánico.
- **Sistemas:** €1,6 mil millones, un crecimiento del 6,9% reportado y 9,3% orgánico.

Contratos Importantes: €900 millones en Alemania para unidades múltiples eléctricas, y un proyecto de metro en Rumanía por aproximadamente €400 millones.

Innovación: Inversión en I+D de €749 millones, enfocándose en movilidad autónoma y trenes de hidrógeno.

CAF (2023)

Ingresos: CAF reportó un beneficio neto de €89 millones, un aumento del 71% respecto a 2022.

Flujo de Caja: €55 millones, con una disminución de la deuda financiera neta a €256 millones desde €278 millones en 2022.

Segmentos: **Material Rodante:** +34% de las órdenes, destacando un crecimiento en la demanda; **Autobuses:** +27% de órdenes; **Servicios:** 24% de órdenes; **Sistemas Integrados y Soluciones:** +15% de órdenes.

Comparación con TALGO

Comparando con TALGO, que reportó ingresos de €652 millones y un BAI de €21,3 millones, se observa que tanto Alstom como CAF superan ampliamente a TALGO en términos de ingresos y diversificación de servicios. Sin embargo, TALGO muestra un fuerte crecimiento en 2023, con un notable incremento en ingresos y mejora en su eficiencia operativa.

Estados Financieros

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

| TALGO (€m) | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | |
|-----------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---|
| Fiscal year end date | 31.dic.22 | 31.dic.23 | 31.dic.24 | 31.dic.25 | 31.dic.26 | 31.dic.27 | 31.dic.28 | Trend |
| Revenue | 469,1 | 652,0 | 678,1 | 705,2 | 733,4 | 762,7 | 793,3 | |
| Cost of sales | (221,9) | (307,9) | (325,5) | (338,5) | (352,0) | (366,1) | (380,8) | |
| Gross Profit | 247,3 | 344,1 | 352,6 | 366,7 | 381,4 | 396,6 | 412,5 |  |
| Personnel expense | (150,7) | (184,6) | (189,9) | (190,4) | (198,0) | (205,9) | (212,6) | |
| Selling, general & adm. | (70,1) | (100,5) | (101,7) | (104,4) | (106,3) | (106,8) | (111,1) | |
| Operating profit (EBIT) | 26,5 | 59,0 | 61,0 | 71,9 | 77,0 | 83,9 | 88,8 |  |
| Interest income | 0,31 | 1,81 | 3,83 | 3,88 | 4,19 | 4,62 | 5,19 | |
| Interest expense | (11,95) | (24,35) | (20,68) | (20,94) | (21,04) | (21,35) | (21,86) | |
| Other expense | 0,14 | (15,13) | - | - | - | - | - | |
| Pretax profit | 14,962 | 21,299 | 44,17 | 54,86 | 60,15 | 67,18 | 72,17 |  |
| Taxes | (13,520) | (9,061) | (12,37) | (15,36) | (16,84) | (18,81) | (20,21) | |
| Minority Int. in Earnings | (0,001) | 1,455 | (2,21) | (2,74) | (3,01) | (3,36) | (3,61) | |
| Net income | 1,441 | 13,693 | 29,59 | 36,76 | 40,30 | 45,01 | 48,36 |  |
| Basic shares outstanding (av) | 123,442 | 124,910 | 125,119 | 123,860 | 123,860 | 123,860 | 123,860 | |
| Impact of dilutive securities | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | |
| Diluted shares outstanding | 123,442 | 124,910 | 125,119 | 123,860 | 123,860 | 123,860 | 123,860 | |
| Basic EPS | € 0,01 | € 0,11 | € 0,24 | € 0,30 | € 0,33 | € 0,36 | € 0,39 | |
| Diluted EPS | € 0,01 | € 0,11 | € 0,24 | € 0,30 | € 0,33 | € 0,36 | € 0,39 |  |
| <u>Growth rates & margins</u> | | | | | | | | |
| Revenue growth | (15,5%) | 39,0% | 4,0% | 4,0% | 4,0% | 4,0% | 4,0% | |
| Gross profit as % of sales | 52,7% | 52,8% | 52,0% | 52,0% | 52,0% | 52,0% | 52,0% | |
| R&D margin | 32,1% | 28,3% | 28,0% | 27,0% | 27,0% | 27,0% | 26,8% | |
| SG&A margin | 14,9% | 15,4% | 15,0% | 14,8% | 14,5% | 14,0% | 14,0% | |
| Tax rate | 90,4% | 42,5% | 28,0% | 28,0% | 28,0% | 28,0% | 28,0% | |
| <u>EBITDA reconciliation</u> | | | | | | | | |
| Depreciation & amortizator | 17,76 | 17,24 | 21,53 | 23,00 | 23,00 | 23,00 | 23,00 | |
| Stock based compensation | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | |
| EBITDA | 44,22 | 76,21 | 82,56 | 94,93 | 100,01 | 106,90 | 111,84 |  |
| margin | 9,43% | 11,69% | 12,18% | 13,46% | 13,64% | 14,02% | 14,10% | |

Elaboración GPM

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

| TALGO (€m) | 2022A | 2023A | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P |
|--------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <i>Vertical analysis</i> | <i>31.dic.22</i> | <i>31.dic.23</i> | <i>31.dic.24</i> | <i>31.dic.25</i> | <i>31.dic.26</i> | <i>31.dic.27</i> | <i>31.dic.28</i> |
| Revenue | 100,0% |
| Cost of sales | (47,3)% | (47,2)% | (48,0)% | (48,0)% | (48,0)% | (48,0)% | (48,0)% |
| Gross Profit | 52,7% | 52,8% | 52,0% | 52,0% | 52,0% | 52,0% | 52,0% |
| Personnel expense | (32,1)% | (28,3)% | (28,0)% | (27,0)% | (27,0)% | (27,0)% | (26,8)% |
| Selling, general & adm. | (14,9)% | (15,4)% | (15,0)% | (14,8)% | (14,5)% | (14,0)% | (14,0)% |
| Operating profit (EBIT) | 5,6% | 9,0% | 9,0% | 10,2% | 10,5% | 11,0% | 11,2% |
| Interest income | 0,1% | 0,3% | 0,6% | 0,5% | 0,6% | 0,6% | 0,7% |
| Interest expense | (2,5)% | (3,7)% | (3,1)% | (3,0)% | (2,9)% | (2,8)% | (2,8)% |
| Other expense | 0,0% | (2,3)% | - | - | - | - | - |
| Pretax profit | 3,2% | 3,3% | 6,5% | 7,8% | 8,2% | 8,8% | 9,1% |
| Taxes | (2,9)% | (1,4)% | (1,8)% | (2,2)% | (2,3)% | (2,5)% | (2,5)% |
| Minority Int. in Earnings | NA | 0,3% | (0,5)% | (0,4)% | (0,4)% | (0,5)% | (0,5)% |
| Net income | 0,3% | 2,1% | 4,4% | 5,2% | 5,5% | 5,9% | 6,1% |
| EBITDA | 9,4% | 11,7% | 12,2% | 13,5% | 13,6% | 14,0% | 14,1% |

Elaboración GPM

Cuenta de Pérdidas y Ganancias

| TALGO (€m) | 2022A | 2023A | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P |
|--------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <i>Horizontal analysis</i> | <i>31.dic.22</i> | <i>31.dic.23</i> | <i>31.dic.24</i> | <i>31.dic.25</i> | <i>31.dic.26</i> | <i>31.dic.27</i> | <i>31.dic.28</i> |
| Revenue | (15,5)% | 39,0% | 4,0% | 4,0% | 4,0% | 4,0% | 4,0% |
| Cost of sales | (29,5)% | 38,8% | 5,7% | 4,0% | 4,0% | 4,0% | 4,0% |
| Gross Profit | 2,7% | 39,1% | 2,5% | 4,0% | 4,0% | 4,0% | 4,0% |
| Personnel expense | 5,8% | 22,5% | 2,9% | 0,3% | 4,0% | 4,0% | 3,2% |
| Selling, general & adm. | 23,5% | 43,4% | 1,2% | 2,6% | 1,9% | 0,4% | 4,0% |
| Operating profit (EBIT) | (36,1)% | 122,9% | 3,5% | 17,9% | 7,1% | 9,0% | 5,9% |
| Interest income | 2491,7% | 480,7% | 111,9% | 1,3% | 8,1% | 10,4% | 12,2% |
| Interest expense | 46,8% | 103,8% | (15,0)% | 1,3% | 0,5% | 1,4% | 2,4% |
| Other expense | nm | nm | nm | - | - | - | - |
| Pretax profit | (58,1)% | 42,4% | 107,4% | 24,2% | 9,6% | 11,7% | 7,4% |
| Taxes | 65,8% | (33,0)% | 36,5% | 24,2% | 9,6% | 11,7% | 7,4% |
| Minority Int. in Earnings | nm | nm | nm | 24,2% | 9,6% | 11,7% | 7,4% |
| Net income | (94,8)% | 850,2% | 116,1% | 24,2% | 9,6% | 11,7% | 7,4% |
| Depreciation & amortizator | (4,6)% | (2,9)% | 24,9% | 6,8% | - | - | - |
| EBITDA | (26,3)% | 72,3% | 8,3% | 15,0% | 5,3% | 6,9% | 4,6% |

Elaboración GPM

BALANCE ESTIMADO

| TALGO (€m) | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | |
|-------------------------------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|---|
| Fiscal year end date | 31.dic.22 | 31.dic.23 | 31.dic.24 | 31.dic.25 | 31.dic.26 | 31.dic.27 | 31.dic.28 | Trend |
| Cash & equivalents ST & LT Mkt. sec | 241,35 | 156,10 | 150,00 | 160,00 | 175,00 | 195,00 | 220,00 |  |
| Accounts receivable | 398,08 | 450,22 | 490,15 | 510,15 | 530,15 | 550,15 | 570,15 |  |
| Inventory | 189,52 | 191,67 | 227,83 | 237,83 | 247,83 | 257,83 | 267,83 |  |
| Deferred tax assets | 23,07 | 23,97 | 23,97 | 23,97 | 23,97 | 23,97 | 23,97 |  |
| Other current assets (inc. non-trad | 39,94 | 41,67 | 42,22 | 42,22 | 42,22 | 42,22 | 42,22 |  |
| Property, plant & equipment | 57,10 | 53,90 | 65,90 | 71,64 | 78,51 | 86,55 | 95,81 |  |
| Acquired intangible assets (inc. Gc | 184,73 | 197,30 | 204,76 | 212,23 | 219,70 | 227,16 | 234,63 |  |
| Other assets | 1,01 | 0,98 | 0,98 | 0,98 | 0,98 | 0,98 | 0,98 |  |
| Total assets | 1.134,8 | 1.115,80 | 1.205,81 | 1.259,02 | 1.318,36 | 1.383,87 | 1.455,60 |  |
| Accounts payable | 254,12 | 244,65 | 292,93 | 322,93 | 352,93 | 382,93 | 412,93 |  |
| Accrued expenses & def rev. (currel | 158,04 | 54,39 | 67,81 | 72,81 | 77,81 | 82,81 | 87,81 |  |
| Commercial paper / revolver | 111,09 | 116,19 | 126,71 | 126,54 | 130,72 | 138,73 | 151,28 |  |
| Long term debt | 232,40 | 292,20 | 292,20 | 292,20 | 292,20 | 292,20 | 292,20 |  |
| Other non-current liabilities | 94,06 | 120,08 | 96,71 | 99,78 | 99,78 | 99,78 | 99,78 |  |
| Total liabilities | 849,702 | 827,50 | 876,35 | 914,25 | 953,43 | 996,44 | 1.043,99 |  |
| Minority Interest | 3,90 | 10,29 | 10,29 | 10,29 | 10,29 | 10,29 | 10,29 |  |
| Common stock / APIC | 38,03 | 38,91 | 55,20 | 55,20 | 55,20 | 55,20 | 55,20 |  |
| Additional paid in capital | - | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |  |
| Treasury stock | (4,80) | (13,90) | (13,90) | (13,90) | (13,90) | (13,90) | (13,90) |  |
| Retained earnings / accumulated c | 243,56 | 250,02 | 275,37 | 290,67 | 310,83 | 333,33 | 357,51 |  |
| Other comprehensive income / (los | 4,42 | 2,98 | 2,50 | 2,50 | 2,50 | 2,50 | 2,50 |  |
| Total equity | 285,10 | 288,30 | 329,46 | 344,77 | 364,92 | 387,43 | 411,60 |  |
| Balance check | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |  |
| Ratios | | | | | | | | |
| Net debt | 102,14 | 252,28 | 268,91 | 258,74 | 247,92 | 235,93 | 223,48 |  |
| Gross Debt | 343,49 | 408,39 | 418,91 | 418,74 | 422,92 | 430,93 | 443,48 |  |
| Asset turnover (Revenue / Tot. Asse | 0,41x | 0,58x | 0,56x | 0,56x | 0,56x | 0,55x | 0,54x |  |
| Net profit margin | 0,3% | 2,1% | 4,4% | 5,2% | 5,5% | 5,9% | 6,1% |  |
| ROA (avg) | 0,1% | 1,2% | 2,5% | 3,0% | 3,1% | 3,3% | 3,4% |  |
| ROIC (avg) | 0,2% | 2,1% | 4,1% | 4,9% | 5,2% | 5,6% | 5,8% |  |
| ROE (avg) | 0,5% | 4,8% | 9,6% | 10,9% | 11,4% | 12,0% | 12,1% |  |

Elaboración GPM

BALANCE ESTIMADO

| TALGO (€m) €m | 2022A | 2023A | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P |
|---------------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <i>Vertical analysis</i> | <i>31.dic.22</i> | <i>31.dic.23</i> | <i>31.dic.24</i> | <i>31.dic.25</i> | <i>31.dic.26</i> | <i>31.dic.27</i> | <i>31.dic.28</i> |
| Cash & equivalents ST & LT Mkt. secu | 21,3% | 14,0% | 12,4% | 12,7% | 13,3% | 14,1% | 15,1% |
| Accounts receivable | 35,1% | 40,3% | 40,6% | 40,5% | 40,2% | 39,8% | 39,2% |
| Inventory | 16,7% | 17,2% | 18,9% | 18,9% | 18,8% | 18,6% | 18,4% |
| Deferred tax assets | 2,0% | 2,1% | 2,0% | 1,9% | 1,8% | 1,7% | 1,6% |
| Other current assets (inc. non-trade) | 3,5% | 3,7% | 3,5% | 3,4% | 3,2% | 3,1% | 2,9% |
| Property, plant & equipment | 5,0% | 4,8% | 5,5% | 5,7% | 6,0% | 6,3% | 6,6% |
| Acquired intangible assets (inc. Goo | 16,3% | 17,7% | 17,0% | 16,9% | 16,7% | 16,4% | 16,1% |
| Other assets | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,1% |
| Total assets | 100,0% |
| Accounts payable | 22,4% | 21,9% | 24,3% | 25,6% | 26,8% | 27,7% | 28,4% |
| Accrued expenses & def rev. (current | 13,9% | 4,9% | 5,6% | 5,8% | 5,9% | 6,0% | 6,0% |
| Commercial paper / revolver | 9,8% | 10,4% | 10,5% | 10,1% | 9,9% | 10,0% | 10,4% |
| Long term debt | 20,5% | 26,2% | 24,2% | 23,2% | 22,2% | 21,1% | 20,1% |
| Other non-current liabilities | 8,3% | 10,8% | 8,0% | 7,9% | 7,6% | 7,2% | 6,9% |
| Total liabilities | 74,9% | 74,2% | 72,7% | 72,6% | 72,3% | 72,0% | 71,7% |
| Minority Interest | 0,3% | 0,9% | 0,9% | 0,8% | 0,8% | 0,7% | 0,7% |
| Common stock / APIC | 3,4% | 3,5% | 4,6% | 4,4% | 4,2% | 4,0% | 3,8% |
| Additional paid in capital | - | - | - | - | - | - | - |
| Treasury stock | (0,4)% | (1,2)% | (1,2)% | (1,1)% | (1,1)% | (1,0)% | (1,0)% |
| Retained earnings / accumulated de | 21,5% | 22,4% | 22,8% | 23,1% | 23,6% | 24,1% | 24,6% |
| Other comprehensive income / (loss | 0,4% | 0,3% | 0,2% | 0,2% | 0,2% | 0,2% | 0,2% |
| Total equity | 25,1% | 25,8% | 27,3% | 27,4% | 27,7% | 28,0% | 28,3% |
| <i>Balance check</i> | <i>100,0%</i> |

Elaboración GPM

CASH FLOW ESTIMADO

| TALGO (€m) | 2023A | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P |
|---|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Fiscal year end date | 31.dic.23 | 31.dic.24 | 31.dic.25 | 31.dic.26 | 31.dic.27 | 31.dic.28 |
| Net income | 13,69 | 29,59 | 36,76 | 40,30 | 45,01 | 48,36 |
| Depreciation and amortization | 17,24 | 21,53 | 23,00 | 23,00 | 23,00 | 23,00 |
| Stock based compensation | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Accounts receivable | (52,14) | (39,93) | (20,00) | (20,00) | (20,00) | (20,00) |
| Inventory | (2,15) | (36,17) | (10,00) | (10,00) | (10,00) | (10,00) |
| Accounts payable | (9,47) | 48,28 | 30,00 | 30,00 | 30,00 | 30,00 |
| Accrued expenses & def revenues | (103,65) | 13,42 | 5,00 | 5,00 | 5,00 | 5,00 |
| Other current assets (inc. non-trade receivables) | (1,73) | (0,55) | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Deferred tax assets (DTAs) | (0,90) | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Other assets | 0,02 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Other non current liabilities | 26,02 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Non-cash (PIK) interest | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Cash from operating activities | (113,05) | 36,17 | 64,76 | 68,30 | 73,01 | 76,36 |
| Capital expenditures | (18,60) | (30,00) | (28,21) | (29,34) | (30,51) | (31,73) |
| Purchases of intangible assets | (12,56) | (8,00) | (8,00) | (8,00) | (8,00) | (8,00) |
| Cash from investing activities | (31,16) | (38,00) | (36,21) | (37,34) | (38,51) | (39,73) |
| Long term debt | 59,80 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Common dividends | (11,75) | (14,80) | (18,38) | (20,15) | (22,51) | (24,18) |
| New share issuances | 17,18 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Share repurchases | (9,10) | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Other comprehensive income / (loss) | 2,50 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Revolver | 5,09 | 10,52 | (0,17) | 4,18 | 8,00 | 12,55 |
| Cash from financing activities | 63,72 | (4,27) | (18,55) | (15,97) | (14,50) | (11,62) |
| Net change in cash during period | (80,49) | (6,10) | 10,00 | 15,00 | 20,00 | 25,00 |

Elaboración GPM

FREE CASH FLOW ESTIMADO

| TALGO (€m) | 2023A | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P | |
|---|----------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------|
| Fiscal year end date | 31.dic.23 | 31.dic.24 | 31.dic.25 | 31.dic.26 | 31.dic.27 | 31.dic.28 | |
| EBITDA | 76,21 | 82,56 | 94,93 | 100,01 | 106,90 | 111,84 | |
| EBIT | 58,97 | 61,03 | 71,93 | 77,01 | 83,90 | 88,84 | |
| tax rate | 42,5% | 28,0% | 28,0% | 28,0% | 28,0% | 28,0% | |
| EBIAT (NOPAT) | 33,88 | 43,94 | 51,79 | 55,45 | 60,41 | 63,97 | |
| Depreciation and amortization | 17,24 | 21,53 | 23,00 | 23,00 | 23,00 | 23,00 | |
| Stock based compensation | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | |
| Accounts receivable | (52,14) | (39,93) | (20,00) | (20,00) | (20,00) | (20,00) | |
| Inventory | (2,15) | (36,17) | (10,00) | (10,00) | (10,00) | (10,00) | |
| Accounts payable | (9,47) | 48,28 | 30,00 | 30,00 | 30,00 | 30,00 | |
| Accrued expenses & def revenues | (103,65) | 13,42 | 5,00 | 5,00 | 5,00 | 5,00 | |
| Other current assets (inc. non-trade receivables) | (1,73) | (0,55) | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | |
| Deferred tax assets (DTAs) | (0,90) | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | |
| Other assets | 0,02 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | |
| Other non current liabilities | 26,02 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | |
| Unlevered CFO | (92,86) | 50,51 | 79,79 | 83,45 | 88,41 | 91,97 | |
| Less: Capital expenditures | (18,60) | (30,00) | (28,21) | (29,34) | (30,51) | (31,73) | |
| Less: Purchases of intangible assets | (12,56) | (8,00) | (8,00) | (8,00) | (8,00) | (8,00) | |
| Unlevered FCF | (0,20) | (124,03) | 12,51 | 43,58 | 46,11 | 52,24 | |
| % growth | | | | 248,2% | 5,8% | 8,2% | 4,7% |
| Discount factor | | | 45% | 145% | 245% | 345% | 445% |
| Midperiod adjustment factor | 104,8% | | 0,45 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 |
| Present value of Unlevered FCF | | | 12,3 | 39,9 | 38,4 | 37,9 | 36,1 |

Elaboración GPM

Ratios Financieros

| Profitability | 2022A | 2023A | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P |
|--------------------------------|--------|---------|--------|-------|-------|-------|-------|
| Return on Assets | 0,1% | 1,2% | 2,5% | 3,0% | 3,1% | 3,3% | 3,4% |
| Return on Capital | 0,2% | 2,1% | 4,1% | 4,9% | 5,2% | 5,6% | 5,8% |
| Return on Equity | 0,5% | 4,8% | 9,6% | 10,9% | 11,4% | 12,0% | 12,1% |
| ROE (DuPont) | 0,1% | 1,4% | 2,6% | 3,0% | 3,2% | 3,4% | 3,5% |
| Margin analysis | 2022A | 2023A | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P |
| Gross Margin % sales | 52,7% | 52,8% | 52,0% | 52,0% | 52,0% | 52,0% | 52,0% |
| SG&A % sales | 14,9% | 15,4% | 15,0% | 14,8% | 14,5% | 14,0% | 14,0% |
| EBITDA Margin (avg) | 8,6% | 13,6% | 12,4% | 13,7% | 13,9% | 14,3% | 14,4% |
| EBIT Margin (avg) | 5,2% | 10,5% | 9,2% | 10,4% | 10,7% | 11,2% | 11,4% |
| Earnings Cont. Ops Margin | 0,3% | 2,4% | 4,5% | 5,3% | 5,6% | 6,0% | 6,2% |
| Net Income Margin (avg) | 0,3% | 2,4% | 4,5% | 5,3% | 5,6% | 6,0% | 6,2% |
| Normalized Net Income Margin | 0,3% | 2,4% | 4,5% | 5,3% | 5,6% | 6,0% | 6,2% |
| FCF % sales | (8,6)% | (25,7)% | (0,3)% | 4,1% | 4,3% | 4,6% | 4,7% |
| Asset Turnover | 2022A | 2023A | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P |
| Total Asset Turnover | 0,43x | 0,58x | 0,58x | 0,57x | 0,57x | 0,56x | 0,56x |
| Fixed Asset Turnover | 7,9x | 11,7x | 11,3x | 10,3x | 9,8x | 9,2x | 8,7x |
| Acc. Receivable Turnover | 1,3x | 1,5x | 1,4x | 1,4x | 1,4x | 1,4x | 1,4x |
| Inventory Turnover | 1,4x | 1,6x | 1,6x | 1,5x | 1,4x | 1,4x | 1,4x |
| Short Term Liquidity | 2022A | 2023A | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P |
| Current Ratio | 1,70x | 2,08x | 1,92x | 1,87x | 1,82x | 1,77x | 1,7x |
| Quick Ratio | 1,34x | 1,62x | 1,45x | 1,41x | 1,37x | 1,34x | 1,31x |
| Cash Ratio | 0,46x | 0,38x | 0,31x | 0,31x | 0,31x | 0,32x | 0,34x |
| Solvency | 2022A | 2023A | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P |
| Total Debt / Assets | 30,3% | 36,6% | 34,7% | 33,3% | 32,1% | 31,1% | 30,5% |
| Total Equity / Assets | 25,1% | 25,8% | 27,3% | 27,4% | 27,7% | 28,0% | 28,3% |
| Total Debt / Total Equity | 1,20x | 1,42x | 1,27x | 1,21x | 1,16x | 1,11x | 1,08x |
| Liabilities / Equity | 3,0x | 2,9x | 2,7x | 2,7x | 2,6x | 2,6x | 2,5x |
| Total Debt / Capital | 54,6% | 58,6% | 56,0% | 54,8% | 53,7% | 52,7% | 51,9% |
| Total Debt / Assets | 30,3% | 36,6% | 34,7% | 33,3% | 32,1% | 31,1% | 30,5% |
| Net Debt / Equity | 35,8% | 87,5% | 81,6% | 75,0% | 67,9% | 60,9% | 54,3% |
| Net Debt / Capital | 16,2% | 36,2% | 35,9% | 33,9% | 31,5% | 28,8% | 26,1% |
| Net Debt / Assests | 9,0% | 22,6% | 22,3% | 20,6% | 18,8% | 17,0% | 15,4% |
| LT Debt / Total Debt | 67,7% | 71,6% | 69,8% | 69,8% | 69,1% | 67,8% | 65,9% |
| ST Debt / Total Debt | 32,3% | 28,4% | 30,2% | 30,2% | 30,9% | 32,2% | 34,1% |
| LT Debt / Capital | 37,0% | 41,9% | 39,0% | 38,3% | 37,1% | 35,7% | 34,2% |
| LT Debt / Assests | 20,5% | 26,2% | 24,2% | 23,2% | 22,2% | 21,1% | 20,1% |
| EBIT / Interest Exp. | 2,2x | 2,4x | 3,0x | 3,4x | 3,7x | 3,9x | 4,1x |
| EBITDA / Interest Exp. | 3,7x | 3,1x | 4,0x | 4,5x | 4,8x | 5,0x | 5,1x |
| (EBITDA-CAPEX) / Interest Exp. | 2,2x | 2,4x | 3,0x | 3,4x | 3,7x | 3,9x | 4,1x |
| Total Debt/EBITDA | 7,8x | 5,4x | 5,1x | 4,4x | 4,2x | 4,0x | 4,0x |
| Net Debt/EBITDA | 2,3x | 3,3x | 3,3x | 2,7x | 2,5x | 2,2x | 2,0x |
| Tot Debt / EBIT | 13,0x | 6,9x | 6,9x | 5,8x | 5,5x | 5,1x | 5,0x |
| Net Debt / EBIT | 3,9x | 4,3x | 4,4x | 3,6x | 3,2x | 2,8x | 2,5x |
| Net Debt / OCF | nm | nm | 7,4x | 4,0x | 3,6x | 3,2x | 2,9x |

Elaboración GPM

DISCLAIMER

Gestión de Patrimonios Mobiliarios S.V. S.A. (GPM) es una entidad supervisada por la CNMV y adherida al Fondo de Garantía de Inversiones (Fogain). Toda la información incluida en este informe ha sido recopilada y elaborada de buena fe a partir de fuentes que consideramos fiables. No obstante, GPM no ofrece ninguna manifestación ni garantía con relación a la integridad, veracidad o exactitud de dicha información, y por tanto, no asume ninguna responsabilidad al respecto.

GPM emite tres recomendaciones: comprar, vender y mantener. La recomendación de COMPRA se realiza para aquellas compañías en las que se espera una evolución un 10% o superior a la del mercado en el plazo de un año (según las referencias del Ibex 35 y el Índice General de la Bolsa de Madrid para valores españoles). Por otro lado, la recomendación de VENTA se emite para aquellas compañías en las que se espera una evolución un -10% o inferior a la del mercado en el mismo plazo. Finalmente, la recomendación de MANTENER se emite para aquellas compañías en las que se espera una evolución similar a la del mercado, con una horquilla de +/- 10%.

Este informe ha sido elaborado por GPM con la finalidad de proporcionar información general a la fecha de emisión del documento. El contenido del informe está sujeto a cambios sin previo aviso, y GPM no asume compromiso alguno de comunicar dichas modificaciones o actualizar el contenido del presente documento. Este informe no contiene recomendaciones personalizadas ni implica asesoramiento en materia de inversión, ya que se ha elaborado con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciben. Tanto el presente documento como su contenido no constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos, ni de realización o cancelación de inversiones.

Los inversores deben tomar sus propias decisiones de inversión en función de sus objetivos específicos de rentabilidad y riesgo. Se debe tener en cuenta que la recomendación proporcionada en este informe podría no ser adecuada para todos los inversores y aquellos que tengan acceso a este documento deben ser conscientes de que los valores, instrumentos o inversiones mencionados en el mismo podrían no ser convenientes para sus objetivos de inversión específicos, su posición financiera o su perfil de riesgo. Además, el inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o resultados históricos de las inversiones no garantiza la evolución o resultados futuros. En consecuencia, GPM no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Los valores e instrumentos financieros están sujetos a fluctuaciones de precios y resultados de inversión, que pueden ser adversos y resultar en la pérdida de la inversión inicial del inversor. La inversión en futuros, opciones y valores de alta rentabilidad conlleva riesgos significativos y puede no ser adecuada para todos los inversores. En ciertos casos, las pérdidas pueden superar el capital invertido y, por lo tanto, los inversores pueden necesitar realizar aportaciones adicionales para cubrir tales pérdidas. Antes de realizar cualquier transacción en estos instrumentos, los inversores deben comprender su funcionamiento, derechos, obligaciones y riesgos, así como los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir un mercado secundario para dichos instrumentos. A la fecha de publicación de este informe, GPM no mantiene una posición larga o corta neta que exceda el 0,5% del capital del emisor al que se refiere este informe.

GPM cuenta con procedimientos y medidas de control establecidos en su Reglamento Interno de Conducta para prevenir y evitar conflictos de interés en sus operaciones. La política de conflictos de interés se encuentra disponible en nuestra web corporativa (www.gpmbroker.com) y en nuestras oficinas.

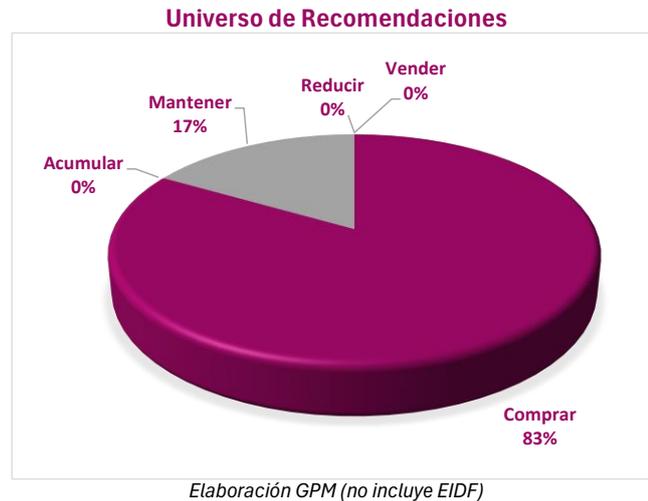
Entre estas medidas, se encuentra la prohibición para los analistas y cualquier otra persona involucrada en la elaboración del informe de operar en el valor analizado o en instrumentos relacionados, si tienen conocimiento de información no pública o no revelada a los clientes sobre las fechas de difusión o contenido probable del informe. Asimismo, el analista responsable del informe no puede realizar operaciones personales en contra de la recomendación vigente. La remuneración del personal encargado de elaborar los informes no está vinculada, ni directa ni indirectamente, a las recomendaciones u opiniones expresadas en los mismos. La remuneración del personal encargado de elaborar estos informes no se encuentra ligada, ni de forma directa ni indirecta, a las recomendaciones u opiniones que se expresen en ellos.

Fecha de difusión: 22 de julio de 2024 @ 12:00

Fecha de producción: 18 de julio de 2024 @ 18:30

Recomendaciones de GPM en los doce últimos meses [pinche aquí](#)

Resumen Universo de Recomendaciones de GPM:



Con fecha de este informe, Gestión de Patrimonios Mobiliarios S.V., S.A.,

- Actúa como asesor registrado, agente o proveedor de liquidez para las siguientes empresas: **ELEKTRA; AMÉRICA MÓVIL; TV AZTECA.**
- No ha participado como director o codirector en operaciones corporativas en los últimos 12 meses.
- Tiene un contrato de liquidez: **PRIM; EIDF; ATRYS; NEINOR.**

DISCLAIMER (ENGLISH)

Gestión de Patrimonios Mobiliarios S.V. S.A. (GPM) is a company supervised by the CNMV (Spanish Stock Exchanges regulator) and a member of the Investment Guarantee Fund (Fogain). All the information included in this document has been compiled and prepared in good faith and from sources that we consider trustworthy, but GPM does not make any statement or give any assurance as to the integrity, veracity, and / or accuracy of these sources, not being responsible, therefore, for them.

GPM 's recommendations are BUY, SELL and HOLD. The recommendation to BUY is issued for those companies in which GPM expects a better performance to that of the market by 10% or more, within a year (reference indexes: Ibex35 and General Index of the Madrid Stock Exchange for Spanish), while that of SELL recommendations are issued for companies in which it is expected a worse performance than the market by -10% or more, in the term of one year. The HOLD recommendation is issued for those companies in which a similar performance to the general Spanish market is expected in a range of +/- 10%.

This report has been prepared by GPM for the purpose of providing general information as of the date of issuance of the report, and the information is subject to change without notice. GPM makes no commitment to communicate such modifications or to update the content of this document. In no case does this document contain personalized recommendations nor does it imply investment advice, since it has been prepared regardless of the circumstances and financial objectives of the individuals who receive it. Neither this document nor its contents constitute a recommendation, invitation, or solicitation to purchase or subscribe securities or other instruments or for the implementation or cancellation of investments.

Investors should make their own investment decisions, based on their specific profitability and risk goals. The recommendation of this report might not be of interest to all investors: investors with access to this report should be aware that the securities, instruments, or investments mentioned in it may not be suitable for their specific investment goals, their financial position, or their risk profile. The investor must bear in mind that the past performance of the securities or instruments or historical results of the investments does not guarantee the future performance or results. GPM assumes no responsibility for any direct or indirect loss that may result from the use of this document or its contents.

The price of securities and instruments and the performance of investments can fluctuate against the interest of the investor and even entail the loss of the initial investment. Trades in futures, options and high-return securities or other financial instruments can involve large risks and are not suitable for all investors. In fact, in certain investments, the losses may be higher than the initial investment, being in these cases necessary to make additional principal contributions to cover all these losses. Therefore, prior to making transactions in these financial instruments, investors should be aware of their procedure, the rights, obligations and risks they incorporate, as well as the underlying securities. There may be no secondary market for such instruments. As of the date of publication of this report, GPM does not hold a long position exceeding 0.5% of the capital of the issuer to which this report refers.

GPM has procedures and control measures established in its Internal Rules of Conduct to prevent and avoid conflicts of interest in its operations. The conflict-of-interests policy can be consulted on the GPM corporate website (www.gpmbroker.com) and in our offices. These measures include the prohibition of trading for the analyst or subject persons who have collaborated in the preparation of the report, or in related instruments, if they are aware of the dates of dissemination or the probable content of the report and the data has not been made public or have not been disclosed to customers. Similarly, the analyst who authored this report must not trade personally against the recommendation given here. Unless other thing indicated, the compensation of the staff who have prepared this report is not linked, either directly or indirectly, to the recommendations or opinions expressed therein.

Gestión de Patrimonios Mobiliarios S.V. S.A. es una entidad independiente fundada en 1987 especializada en intermediación y gestión de activos financieros.

GPM es miembro de la Bolsa de Madrid, Bolsa de Barcelona, MAB y Latibex, legalmente autorizada para operar en los mercados bursátiles por la Comisión Nacional del Mercado de Valores con el número de registro 105.

GPM cuenta con cualificados profesionales que le ofrecerán un amplio rango de soluciones de inversión, tanto si es cliente particular como corporativo. Para ello, ponemos a su disposición nuestra larga experiencia en mercados financieros mundiales y nuestra atención personalizada con la que conoceremos las necesidades de inversión de cada uno de nuestros clientes. GPM tiene su sede central en Madrid y oficina en Barcelona, donde estaremos encantados de recibirle para darle una atención personalizada. Además, mantiene representantes legalmente autorizados en las principales ciudades españolas.

GPM ofrece a sus clientes multitud de servicios financieros para cubrir todas sus necesidades, contamos con el mejor equipo de especialistas en cada departamento con el que garantizar la calidad e independencia de nuestros servicio.

Gestión de Patrimonios Mobiliarios S.V. S.A. - GPM - is an independent company founded in 1987, specialized in brokerage and asset management in the financial markets.

GPM is a member of the Madrid Stock Exchange, Barcelona Stock Exchange, MAB, and Latibex. It is legally authorized to operate in the stock markets by the Comisión Nacional del Mercado de Valores – CNMV (National Securities Market Commission) with registration number 105.

GPM has a team of qualified professionals who offer a wide range of investment solutions, whether you are an individual or a corporate client. With our extensive experience in global financial markets and personalized attention, we aim to understand the investment needs of each of our clients. GPM is headquartered in Madrid and has an office in Barcelona, where we are pleased to provide personalized service. Additionally, we have legally authorized representatives in major Spanish cities.

GPM offers a variety of financial services to meet all your needs and boasts the best team of specialists in each department to ensure the quality and independence of our services.

Tel.: +34 913 191 684

info@gpmbroker.com

Calle de Montesa 38 (Pasaje Martí;) Local 1;
28006 Madrid

