

Sector: Industrial

Situamos recomendación en Vender y Precio Objetivo en 0,83€/cc. (potencial -5%).

Tubos Reunidos

Precio Objetivo: 0,83€
Recomendación: Vender

Datos Básicos

Capitalización (M €): 152,0 M€
Último: 0,870 €/acc.
Nº Acciones (M.): 174,7 M acc.
Min / Max (52 sem): 0,82€/acc./2,29€/acc.
Cód. Bloomberg / Reuters: TRG SM / TRU.MC
Principales Accionistas: BBVA (15%), Familia Zorrilla (10,2%), N+1 (9%), Familia Ybarra (6,6%). Free Float 49%.

Principales cifras y ratios

M€	2015e	2016e	2017e	2018e	TAMI (1)
Ingresos	392	399	423	453	5,0%
Ebitda	21	25	44	71	50,9%
Margen Ebitda	5,3%	6,4%	10,4%	15,6%	
Ebit	-5	0	19	46	
Margen Ebit	-1,4%	-0,1%	4,5%	10,2%	
BNA	-17	-12	6	30	n.r.
BPA (€/acc.)	-0,10	-0,07	0,04	0,17	
DFN (M€)	188	182	156	114	-15,4%
DFN/Ebitda	9,1x	7,2x	3,5x	1,6x	
PER	n.r.	n.r.	24,4	5,1	
DVD Yield (2)	0%	0%	2,4%	0,8%	

(1) TAMI: Tasa Media Anual de Incremento (2015-2018). (2) Asumiendo que no abona dividendo 2015/2016.

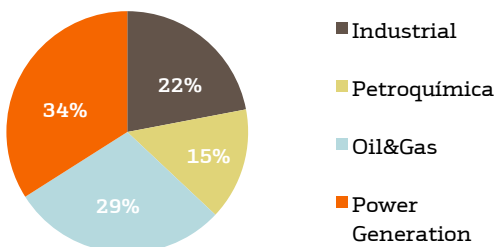
Evolución trimestral de las principales cifras

M€	3T'15	Var. a/a	9M'15	Var. a/a
Ingresos	74,1	-20%	275,7	-8,1%
Ebitda	3,6	-44%	19,5	-37,3%
EBIT	-7,7	(vs. +1,4)	-7,4	vs. +11,3
BNA	-2,2	(vs +0,6)	-4,2	(vs +5,1)

Valoración, resumen

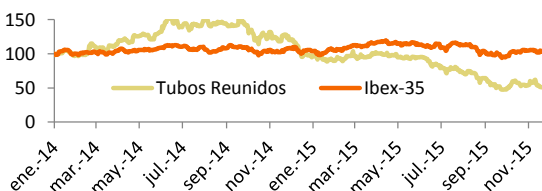
Crecimiento sostenible esperado (g)	1%
Coste de capital (Ke)	8,7%
Coste de la deuda (Kd)	5,5%
Prima de riesgo (Rp)	10,0%
Tasa libre de riesgo (RFR)	1,7%
Weighted Average Cost of Capital (WACC)	7,4%
Beta	0,7
Precio objetivo (€/acc.)	0,83
Cotización (€/acc.)	0,87
Potencial revalorización	-4,8%

Desglose por sectores de sus ingresos



Fuentes: Análisis Bankinter y propia compañía.

Evolución bursátil Tubos Reunidos vs Ibex-35



Fuentes: Bloomberg y Análisis Bankinter.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Pilar Aranda (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Jesús Amador Ana de Castro

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<http://broker.ebankinter.com/www/es-es/cgi/broker+binarios?secc=OPVS&subs=DISC&nombre=disclaimer.pdf>

La caída en el precio del petróleo parece haberse convertido en algo estructural. Esto, inevitablemente, continuará impactando negativamente en las empresas de infraestructuras de crudo - y por lo tanto en Tubos Reunidos - por las menores inversiones previstas de las petroleras. Además su elevado volumen de deuda (9,1x DFN/Ebitda estimado 2015) nos lleva a recomendar Vender y situamos Precio Objetivo en 0,83€/acc. (potencial -5%).

Justificamos nuestra recomendación con los siguientes argumentos:

(i) La actividad de Tubos Reunidos (TR) es dependiente de las inversiones de las grandes compañías petroleras a nivel global, las cuales han anunciado fuertes recortes de costes por la agudeza de la caída en el precio del crudo (en los últimos doce meses en torno a -45%). Esto ha llevado a una reducción de la demanda de tubería para petróleo y gas y a un incremento de la competencia en otros segmentos. Además, y lo que más incertidumbre despierta, es que existe poca visibilidad acerca de la recuperación del precio y de hecho se espera un largo periodo de precios bajos (estimación Análisis Bankinter Brent 40\$ 2015 y 45\$/60\$ 2016). Por otra parte, la desaceleración que está sufriendo China, principal importador mundial, lastra el precio a la baja (las importaciones de crudo cayeron en el 1S'15 -15%).

(ii) Resultados 3T'15 muy débiles: durante 9M'15 las Ventas cayeron hasta 275M€ (-8%); el Ebitda hasta 19,5M€ (-37%) y el BNA hasta -4,2M€ (vs +5,1M€ en 9M'14). Tomando aisladamente el 3T'15, las Ventas descendieron a 74M€ (-20%); el Ebitda hasta 3,6M€ (-44%) y el BNA hasta -2,2M€ (vs +0,65M€). TR tuvo que dotar una provisión extraordinaria por deterioro del valor de realización de inventarios OCTG en Norteamérica de 5,9M€. Destaca la caída de ventas del sector Petróleo y Gas 9M'15, -33%.

(iii) Endeudamiento elevado: la deuda bruta ascendió a cierre 9M'15 a 207,4M€ y la deuda financiera neta a 181M€, nivel que en términos de Ebitda (cierre de 2014, 41,3M€) supone un ratio 4,4x. Según nuestras estimaciones, la compañía generará un flujo de caja negativo este año de -16M€. Tiene importantes vencimientos por 18M€ en 2015 y 32M€ en 2016, pero cuenta con líneas de crédito no dispuestas por 70M€, por lo que en principio no tiene problemas de liquidez. Además, el principal esfuerzo inversor ya se ha realizado, por lo que en los próximos años será menor (estimamos 15M€/año 2016-2018).

(iv) Preocupa su fuerte negocio procedente de Norte América (35% de las ventas), donde elevó su inversión para beneficiarse del auge del shale gas, sector que ha sufrido un fuerte frenazo por la caída del crudo.

(v) Probable cancelación del dividendo en 2015 y 2016: esto tendrá un impacto negativo a c/p, aunque bajo nuestro punto de vista es positivo, porque estaría priorizando fortalecer balance y porque es razonable para una empresa pequeña e industrial en un momento de ciclo bajista.

Por lo tanto, su nivel deuda, la incertidumbre en el precio del crudo y la posibilidad de que cancele dividendo nos ha llevado a situar nuestra recomendación en Vender. Además, la reducida capitalización eleva el riesgo de liquidez por el lado de la actividad.

La principal fortaleza que identificamos es la fuerte diversificación geográfica. En 2014 el 32% de sus ingresos procedían de EE.UU. y Canadá, el 42% de Europa y el 26% de Asia y LatAm. Por lo tanto, cerca del 75% de su negocio procede de países desarrollados, los que según nuestro punto de vista se beneficiarán más de la recuperación del ciclo.

Síntesis de valoración

Hemos valorado Tubos Reunidos mediante el método de descuento de flujos de caja (DFC). Estimamos que los ingresos aumentarán (TAMI o Tasa Media Anual de Incremento) +4% en los próximos cinco años, el Ebitda +18% por el ahorro de costes (el Plan Estratégico 2015-2017 contempla ahorro de costes por 15M€ a 2017) y BNA +49%. La Prima de Riesgo (Rp) exigida asciende a 10%, exigente pero que recoge la incertidumbre en cuanto al precio del crudo y el riesgo de liquidez por baja capitalización. En base a ello, obtenemos un precio objetivo de 0,83€/acc. (potencial -5%).

Nuestra recomendación es Vender y pensamos que el "timing" del mercado es decisivo en este momento para Tubos Reunidos. En tanto en cuanto no se despejen las dos incógnitas principales (i) precio de crudo y (2) reducción de deuda, mantendremos nuestra recomendación de Vender.

<http://broker.bankinter.com/>

<http://www.bankinter.com/>

Belén San José Eva del Barrio Ana Achau

Ramón Carrasco Rafael Alonso Esther G. de la Torre

Avda de Bruselas, 12

28108 Alcobendas

23-nov.-15

Análisis

Nota Compañía: Tubos Reunidos

PYG Resumida (M€)	2014r	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	TAMI 14/19
Ingresos	408	392	399	423	453	485	4%
Margen Bruto	367	371	374	379	382	390	1,2%
EBITDA	41	21	25	44	71	95	18%
<i>Margen Ebitda</i>	10,1%	5,3%	6,4%	10,4%	15,6%	19,6%	
<i>Amortización</i>	-26	-26	-26	-25	-25	-24	-1,8%
EBIT	15	-5	0	19	46	71	37%
Margen Ebit	3,7%	-1,4%	-0,1%	4,5%	10,2%	14,7%	
Financieros	-9	-11	-12	-11	-9	-6	-7%
BAI	6,2	-17	-12	8	37	65	60%
Impuesto de Sociedades	1,3	0,0	0,0	-1,7	-7,5	-13,0	
Minoritarios	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	
BNA	7,1	-17	-12	6	30	52	49%
BPA	0,04	-0,10	-0,07	0,04	0,17	0,30	49%
Balance resumido (M€)	2014r	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	
Inmovilizado	418	420	409	399	389	385	
Activo Circulante	245	267	270	264	261	260	
<i>Existencias</i>	141	159	163	154	145	137	
<i>Deudores</i>	75	79	78	81	86	92	
<i>Tesorería</i>	18	18	18	18	18	18	
<i>Otros Activos</i>	11	11	11	11	12	12	
Total Activo	662	687	679	663	651	645	
Patrimonio Neto	261	249	240	245	265	301	
Proveedores	127	143	139	132	127	123	
Otros Pasivos	79	89	100	112	126	142	
Deuda Financiera	196	206	200	174	132	79	
Total Pasivo	662	687	679	663	651	645	
Valoración Descuento Flujos de Caja Libre	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e		
BNA	-17	-12	6	30	52		VR* = 351M€
Amortiz. & Prov.	-26	-26	-25	-25	-24		
CFN	9	13	31	54	76		
Financieros (1-T)	9	9	9	7	5		
CFO	18	23	40	61	81		
(-)Inversiones	-28	-15	-15	-15	-20		
+/- Var. (AC-PC)	-6	-7	0	-2	-2		
CFLO	-16	0,3	24	44	58		

*Valor residual

Matriz de Sensibilidad. Potencial

Equity Value									Hipótesis	
WACC	g								g	1,0%
	0,40%	0,60%	0,80%	1,00%	1,20%	1,40%	1,60%	RP	10,0%	
	6,83%	-1,6%	3,6%	9,3%	15,2%	21,7%	28,6%	36,0%	Beta	0,7
	7,03%	-8,5%	-3,6%	1,6%	7,1%	13,1%	19,4%	26,3%	RFR	1,7%
	7,23%	-15,0%	-10,5%	-5,6%	-0,4%	5,1%	10,9%	17,3%	Kd	5,5%
	7,35%	-18,8%	-14,4%	-9,8%	-4,8%	0,4%	6,1%	12,1%	Ke	8,7%
	7,63%	-27,0%	-23,0%	-18,8%	-14,3%	-9,5%	-4,4%	1,0%	Wd	41,2%
	7,83%	-32,5%	-28,7%	-24,8%	-20,6%	-16,2%	-11,4%	-6,4%	We	58,8%
	8,03%	-37,7%	-34,2%	-30,5%	-26,6%	-22,4%	-18,0%	-13,3%	WACC	7,4%

Fuente: Bloomberg y Análisis Bankinter.

Equipo de Análisis de Bankinter:

Pilar Aranda (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Jesús Amador Rafael Alonso Ramón Carrasco Ana Achau (Asesoramiento)

Eva del Barrio Ana de Castro Belén San José Esther G. de la Torre

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<http://broker.ebankinter.com/www/es-es/cgi/broker+binarios?secc=OPVS&subs=DISC&nombre=disclaimer.pdf>

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.

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

Avda. Bruselas 12

28108 Alcobendas, Madrid