

**Beneteau SA** fabrica y vende embarcaciones de motor y vela a través de 10 marcas. También fabrica casas móviles y de construcción modular con 4 marcas. Fabrica en 4 astilleros en Francia, Polonia, Brasil y EEUU.

**¿Por qué nos gusta?** El mercado de la náutica recreativa empezó a recuperarse de nuevo en 2014 y se espera un crecimiento anual del 5% hasta 2020. En EEUU se está viendo un incremento en la participación de la población en la náutica y una reducción de la edad de los navegantes. En Asia se beneficia del incremento de la clase media. Es un mercado que todavía llega a una parte pequeña de la población, con mucho potencial por tanto para ampliarse por ejemplo vía el negocio de chárter. La vela representa aproximadamente la mitad del mercado. El mercado de los barcos a motor se beneficia de la mejora de la tecnología hasta el punto que ya se ofrecen motores híbridos. Beneteau es el líder del mercado de vela a nivel mundial.

**Valoración fundamental** Utilizamos los datos de consenso que estiman un crecimiento de los ingresos del 9% anual hasta 2019 y un margen EBIT que incrementa hasta el 10%. El ritmo de inversiones (CAPEX) se modera del 7% actual al 5% s/ventas y las necesidades de capital de trabajo (WC) sobre el 30%. Utilizando el Flujo de Caja Libre Operativo (CFLO) de 2019 (90Mn USD) para el valor terminal (normalmente utilizamos una media de 10 años), una tasa de descuento del 8%, una tasa impositiva (t) del 20% y un crecimiento perpetuo (g) del 2%, la valoración es de 14,6EUR/acción.

Ver cuadro DCF en la página 2.

**Calidad de la Empresa** Tiene una deuda de 50Mn EUR (0,5x EBITDA) y tienen previsto reducirla a cero en 2016. No tiene rating. Nombraron al nuevo CEO (Gastinel) en 2014 (ex CEO Terreal desde 2001). El antiguo CEO (Cathelinais) se marchó por desavenencias con el Consejo Supervisor que controla la familia. No hay miembros de la familia en posiciones ejecutivas.

**Riesgos** El mercado en el que opera la compañía es muy cíclico.

**Últimos Resultados** Los ingresos de la 1M 2016/2015 crecen un 11% impulsados por el negocio de barcos (+12,5%) que incrementa el ritmo de crecimiento vs el 2015 (+11% a perímetro constante). El crecimiento ha sido mejor de lo esperado en Europa compensando el performance de EEUU y emergentes que ha sido más débil de lo esperado. La división de Casas cae un 8% aunque los pedidos confirman un incremento en ingresos del 15% para este año consolidando el rebote del sector después de 3 años de caída. El EBIT suele ser negativo en la 1ª mitad del año pues la facturación se concentra en la 2ª. Además este semestre la empresa ha implementado nuevas inversiones.

Resultados completos en: [www.robustglobal.com/beneteau-resultados-1t-2016/](http://www.robustglobal.com/beneteau-resultados-1t-2016/)

**RSC** Las embarcaciones de vela permiten una actividad sostenible. También las viviendas móviles y modulares hechas de madera. **Ambiental:** Han reducido un 12% las emisiones de materiales volátiles (VOCs) en 2015/14. Controlan los vertidos, los residuos generados y el ratio de recuperación (67,1%), el consumo de agua, el uso de resinas y de madera, el consumo de energía y las emisiones de CO2. A través de la Fundación Beneteau promueven la sostenibilidad en el mundo de la navegación y la construcción. **Social:** La empresa tiene políticas activas para los empleados. 7% de empleados tienen alguna discapacidad. El ratio de mujeres en posiciones de dirección es del 17%: debe mejorar.

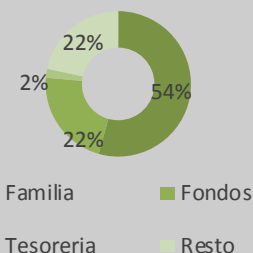
**Gobernanza:** Publican la compensación de los ejecutivos y del Consejo. El presidente del Consejo y el CEO no son la misma persona. 1/3 de los miembros del Consejo son independientes cumpliendo con la regulación. El Comité de compensación es independiente. **(4)Reporting:** Desglosan su RSC en el informe anual junto con un informe de auditoría independiente. Utilizan guías del GRI G4. No participan del Carbon Disclosure Project (CDP).

# BENETEAU

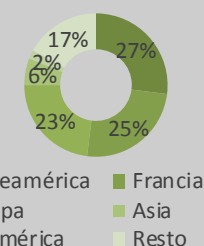
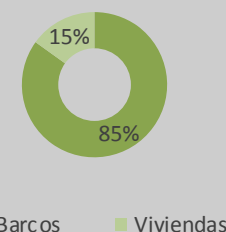
Cotización  
10,11EUR

Capitalización: 822Mn EUR  
Trabajadores: 5.349

## Accionistas



## Ingresos por línea de negocio y zona geográfica



Fundamentales	2014	2015	2016E	2017E
en millones de USD				
<b>INGRESOS</b>	808	969	1.115	1.218
Incremento (%)	-12,5%	19,9%	15,0%	9,2%
<b>EBITDA</b>	66	91	122	148
Incremento (%)	-41,8%	37,9%	33,6%	21,1%
Margen s/ventas	8,2%	9,4%	11,0%	12,2%
<b>RESULTADO</b>	9	13	42	57
Incremento (%)	-80,4%	39,3%	228,0%	34,5%
<b>BPA</b>	0,11	0,15	0,52	0,69
Incremento (%)	-80,7%	39,3%	233,0%	34,0%
<b>RATIOS</b>				
PER	-	-	19,6x	14,7x
Dividendo	-	-	1,5%	2,0%
Deuda Neta/EBITDA	-	-	0,4x	0,4x

Beneteau SA	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	TACC	
												2015-19	2005-15
INGRESOS	656	780	921	832	814	813	984	1.111	1.217	1.280	1.404	9,3%	2,2%
% crecimiento	-40,2%	18,9%	18,2%	-9,6%	-2,2%	-0,1%	21,0%	12,9%	9,5%	5,1%	9,7%		
EBITDA	38	86	129	56	47	72	98	122	148	165		18,8%	-2,7%
% crecimiento	-80,8%	129,3%	49,5%	-56,8%	-16,5%	54,2%	37,0%	23,6%	21,4%	11,7%			
% margen	5,7%	11,1%	14,0%	6,7%	5,7%	8,8%	10,0%	10,9%	12,1%	12,9%			
BENEFICIO	-5	28	51	3	-3	10	23	42	56	66		43,0%	-9,9%
% crecimiento	-104,6%	-684,9%	81,1%	-94,7%	-205,5%	-443,8%	130,3%	85,9%	32,2%	18,8%			
EPS (exc extraord items)	-0,13	0,38	0,58	-0,01	0,01	0,11	0,15						
Dividendo	0,00	0,12	0,20	0,01	0,00	0,04	0,10	15,5%	20,0%	22,0%			
BPA	0,18	0,38	0,57	-0,01	0,01	0,12	0,28	0,52	0,68	0,81		43,3%	-10,3%
% crecimiento	-85,9%	111,1%	50,0%	-101,8%	-200,0%	1071,0%	134,8%	89,7%	30,0%	19,4%			
D&A	50	46	54	54	53	53	64	72	79	83	91		
% s/ingresos	7,7%	5,9%	5,9%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%		
EBIT	-13	40	75	2	-6	13	35	40	73	102	140	41,4%	-9,9%
% crecimiento	-108,5%	-411,3%	86,4%	-97,7%	-455,7%	-304,3%	178,5%	13,8%	82,6%	40,2%	37,1%		
% margen	-2,0%	5,1%	8,1%	0,2%	-0,8%	1,6%	3,6%	3,6%	6,0%	8,0%	10,0%		
Impuesto efectivo	0,0%	30,9%	35,5%	0,0%	61,4%	20,3%	17,9%	-	-	-	-		
IS modelo <span style="color: blue;">25%</span>	-3	10	19	0	-2	3	9	10	18	26	35		
NOPLAT (EBIT-TAX)	41	76	110	55	48	62	90	102	134	160	196	21,5%	-1,4%
% s/capitalización	4%	8%	11%	6%	5%	6%	9%	10%	13%	16%	20%		
CAPEX ajustado	-71	-35	-120	-100	-70	-67	-71	-86	-75	-73	-70		
% s/ingresos	10,8%	4,5%	13,0%	12,0%	8,6%	8,2%	7,2%	7,7%	6,2%	5,7%	5,0%		
Δ WC ajustado (media 10a)	-112	25	30	-24	-5	48	48	38	31	19	37		
% s/ingresos	25%	20%	21%	27%	28%	33%	28%	30%	30%	30%	30%		
CF Libre Operativo (CFLO)	82	16	-40	-21	-17	-5	-29	-22	27	69	90	#####	-
% crecimiento	21,8%	-80,3%	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	152,6%	30,3%		
<b>Capital de trabajo</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>		
Deudores	92	108	117	116	121	161	180						
Receivables - % of sales	14%	14%	13%	14%	15%	20%	18%						
Inventarios	127	127	158	178	183	192	206						
Inventories - % of sales	19%	16%	17%	21%	22%	24%	21%						
Acreeedores	52	76	79	73	75	87	110						
Payables - % of sales	8%	10%	9%	9%	9%	11%	11%						
Total CT	167	160	196	221	230	266	275	330	361	380	416		
% s/ingresos	25,4%	20,5%	21,3%	26,5%	28,2%	32,8%	28,0%	29,7%	29,7%	29,7%	29,7%		
Δ Capital de Trabajo	-29	-7	36	25	9	37	9	54	31	19	37		
CT - Thomson	-40	50	-42	-36	-21	-26	4						
<b>Balance</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>		
Total Debt	49	42	52	47	36	91	99						
CFLO/TotDebt	169%	39%	-76%	-45%	-47%	-5%	-29%						
Deuda Neta	-50	-149	-101	-21	-10	53	52						
<b>Valoración</b>													
WACC <span style="color: blue;">8%</span>													
Crecimiento perpétuo <span style="color: blue;">2%</span>													
CFLO medio 1a (para valor terminal)											90		
CFLO 2016/2018 - valor presente											127		
CFLO terminal - valor presente											1.063		
<b>Enterprise Value</b>											<b>1.189</b>		
Deuda Neta											0		
<b>Equity Value</b>											<b>1.189</b>		
Número acciones (outstanding)											81		
Precio actual acción											10,11		
Capitalización											822		
<b>Valor Objetivo</b>											<b>14,63</b>		
Upside/(Downside)											45%		
Precio Objetivo Consenso											14,95		
<b>Múltiplos</b>								<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>		
PER								19,4x	14,9x	12,5x	-		
PER ajustado x deuda								19,4x	14,9x	12,5x	-		
EV/EBITDA								6,8x	5,6x	5,0x	-		