

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 2018 y un margen EBIT que incrementa hasta el 8%. El ritmo de inversiones (CAPEX) está entorno el 7% s/ventas y las necesidades de capital de trabajo (WC) sobre el 30%. Utilizando el Flujo de Caja Libre Operativo (CFLO) de 2018 (70Mn 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 11,7EUR/acción. Es un nivel similar a la cotización actual de la acción. El *upside* del precio creemos que vendrá de la mejora adicional del margen hacia niveles más cercanos a los de 2008 del 13%. *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 su año fiscal 2015/2014 (finaliza el 31 de agosto) crecieron un 10,7% (+26% incluyendo la compra de Rec Boat en EEUU) superando el crecimiento del mercado. Impulsados por Motor que creció un 15,5% (el 49% del total). Europa crece un 10% y EEUU un 11,7%. Viviendas cae un 5% debido al retraso de un proyecto modular de un hotel. Están recuperando margen operativo (3,5%) y el EBIT crece un 182% impulsado por el volumen y la divisa. Esperan que Motor impulse al mercado de Barcos en su año fiscal 2016/2015 con un crecimiento del 6% y que suba su share al 60%. En Housing esperan un crecimiento del 9%.

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.

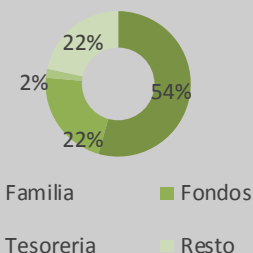
Gobernanza: Publican la compensación de los ejecutivos y del Consejo. El presidente del Consejo y el CEO no son la misma persona. 1/3 de los miembros del Consejo son independientes cumpliendo con la regulación. El Comité de compensación es independiente. **(4)Reporting:** Desglosan su RSC en el informe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

BENETEAU

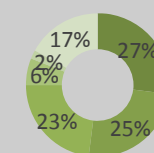
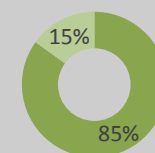
Cotización
12,10EUR

Capitalización: 984Mn EUR
Trabajadores: 5.349

Accionistas



Ingresos por línea de negocio y zona geográfica



Fundamentales	2014	2015	2016E	2017E
en millones de USD				
INGRESOS	808	969	1.115	1.218
Incremento (%)	-12,5%	19,9%	15,0%	9,2%
EBITDA	66	91	122	148
Incremento (%)	-41,8%	37,9%	33,6%	21,1%
Margen s/ventas	8,2%	9,4%	11,0%	12,2%
RESULTADO	9	13	42	57
Incremento (%)	-80,4%	39,3%	228,0%	34,5%
BPA	0,11	0,15	0,52	0,69
Incremento (%)	-80,7%	39,3%	233,0%	34,0%
RATIOS				
PER	-	-	22,9x	17,1x
Dividendo	-	-	1,3%	1,7%
Deuda Neta/EBITDA	-	-	0,4x	0,4x

Beneteau SA	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	TACC	
													2015-18	2005-15
INGRESOS	1.008	1.097	656	780	921	832	814	813	984	1.111	1.217	1.280	9,2%	2,2%
% crecimiento	22,5%	8,8%	-40,2%	18,9%	18,2%	-9,6%	-2,2%	-0,1%	21,0%	12,9%	9,5%	5,1%		
EBITDA	177	196	38	86	129	56	47	72	98	122	148	165	18,8%	-2,7%
% crecimiento	29,0%	10,8%	-80,8%	129,3%	49,5%	-56,8%	-16,5%	54,2%	37,0%	23,6%	21,4%	11,7%		
% margen	17,5%	17,8%	5,7%	11,1%	14,0%	6,7%	5,7%	8,8%	10,0%	10,9%	12,1%	12,9%		
BENEFICIO	89	106	-5	28	51	3	-3	10	23	42	56	66	43,0%	-9,9%
% crecimiento	29,7%	19,2%	-104,6%	-684,9%	81,1%	-94,7%	-205,5%	-443,8%	130,3%	85,9%	32,2%	18,8%		
BPA	1,12	1,28	0,18	0,38	0,57	-0,01	0,01	0,12	0,25	0,52	0,68	0,81	48,3%	-11,2%
% crecimiento	28,1%	14,3%	-85,9%	111,1%	50,0%	-101,8%	-200,0%	1071,0%	112,0%	110,1%	30,0%	19,4%		
D&A	45	44	50	46	54	54	53	53	64	72	79	83		
% s/ingresos	4,4%	4,0%	7,7%	5,9%	5,9%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%		
EBIT	132	152	-13	40	75	2	-6	13	35	57	76	97	40,2%	-9,9%
% crecimiento	30,0%	15,3%	-108,5%	-411,3%	86,4%	-97,7%	-455,7%	-304,3%	178,5%	63,4%	33,0%	26,6%		
% margen	13,1%	13,9%	-2,0%	5,1%	8,1%	0,2%	-0,8%	1,6%	3,6%	5,2%	6,3%	7,6%		
Impuesto efectivo	32,9%	30,3%	0,0%	30,9%	35,5%	0,0%	61,4%	20,3%	17,9%	-	-	-		
IS modelo	20% 26	30	-3	8	15	0	-1	3	7	11	15	19		
NOPLAT (EBIT-TAX)	150	165	40	78	114	55	48	63	92	118	140	160	20,4%	-1,7%
% s/capitalización	15%	16%	4%	8%	11%	6%	5%	6%	9%	12%	14%	16%		
CAPEX ajustado	-52	-74	-71	-35	-120	-100	-70	-67	-71	-86	-75	-73		
% s/ingresos	5,1%	6,8%	10,8%	4,5%	13,0%	12,0%	8,6%	8,2%	7,2%	7,7%	6,2%	5,7%		
Δ WC ajustado (media 10a)	25	16	-112	25	30	-24	-5		50	37	31	18		
% s/ingresos	13%	18%	25%	20%	21%	27%	28%	33%	29%	29%	29%	29%		
CF Libre Operativo (CFLO)	74	75	82	18	-36	-21	-17	-4	-29	-5	34	70	-	-
% crecimiento	12,9%	2,2%	8,6%	-77,7%	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	104,4%		
Capital de trabajo	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E		
Deudores	108	153	92	108	117	116	121	161	180					
Receivables - % of sales	11%	14%	14%	14%	13%	14%	15%	20%	18%					
Inventarios	143	155	127	127	158	178	183	192	206					
Inventories - % of sales	14%	14%	19%	16%	17%	21%	22%	24%	21%					
Acreeedores	116	112	52	76	79	73	75	87	110					
Payables - % of sales	12%	10%	8%	10%	9%	9%	9%	11%	11%					
Total CT	135	196	167	160	196	221	230	266	287	324	355	374		
% s/ingresos	13,4%	17,9%	25,4%	20,5%	21,3%	26,5%	28,2%	32,8%	29,2%	29,2%	29,2%	29,2%		
Δ Capital de Trabajo	22	61	-29	-7	36	25	9	37	21	37	31	18		
CT - Thomson	58	-78	-40	50	-42	-36	-21	-26	4					
Balance	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E		
Total Debt	43	16	49	42	52	47	36	91	99					
CFLO/TotDebt	173%	457%	168%	43%	-69%	-45%	-48%	-4%	-29%					
Deuda Neta	-224	-160	-50	-149	-101	-21	-10	53	52					
Valoración														
WACC	8%													
Crecimiento perpétuo	2%													
CFLO medio 1a (para valor teminal)												70		
CFLO 2015/2018 - valor presente												80		
CFLO terminal - valor presente												871		
Enterprise Value												950		
Deuda Neta												0		
Otros (participaciones,...)												0		
Equity Value												950		
Número acciones												81		
Precio actual acción												12,10		
Capitalización												984		
Valor Objetivo												11,69		
Upside/(Downside)												-3%		
Precio Objetivo Consenso												14,95		