

Construcciones y Auxiliar de Ferrocarriles SA (CAF) diseña y fabrica sistemas ferroviarios (alta velocidad, metro, tranvía y cercanías), componentes (principalmente ruedas y ejes), ofrece servicios de asistencia técnica, mantenimiento y rehabilitación (modernización y transformación de equipos), desarrolla proyectos integrales “llave en mano” y gestiona concesiones. Tiene 6 plantas en Europa y 3 en América.

¿Por qué nos gusta? El sector de equipos ferroviarios mundial tiene un crecimiento histórico interesante (alrededor del 3% por año) con demanda tanto de países emergentes como de desarrollados. Varios factores favorecen este crecimiento: la necesidad de racionalizar el transporte urbano en las grandes ciudades, la necesidad de mejorar la comunicación entre núcleos urbanos, la preferencia política por este tipo de modalidad de transporte, las ventajas medioambientales y una mayor liberalización del sector. CAF es uno de los principales fabricantes de sistemas ferroviarios bien posicionado en economías emergentes; está girando hacia un modelo de negocio más estable y con un mayor valor añadido basado en los servicios (mantenimiento crece un 6% TACC desde 2010) y cuenta con un gran reconocimiento internacional por su experiencia en el segmento del transporte urbano.

Valoración fundamental Utilizamos los datos de consenso que estiman un crecimiento medio anual de ingresos del 3,5% hasta 2019 y un margen EBIT que se mantiene entorno al 10%. Las necesidades de inversión se moderan (tras 2012-2013) entorno el 2,5% s/ventas, mientras que el capital de trabajo es volátil y utilizamos la media de 3 años (49% s/ventas) aunque a partir de ahora lo reducirán y no estamos teniendo en cuenta los prepagos de proyectos. Para el valor terminal utilizamos una g del 2% y un CLFO medio de 10 años (125MnEUR). A la deuda neta le descontamos los activos de leasing. Utilizando una tasa impositiva del 25% y un WACC del 8% el precio teórico de referencia de la acción es de 497EUR.

Calidad de la empresa La deuda neta de la empresa es 2,2x su EBITDA sin embargo si excluimos del cálculo la deuda contraída para financiar proyectos vía leasing (en Latinoamérica) la empresa tiene caja neta. La cartera de pedidos es 3.1x las ventas. No dispone de Rating. ThomsonReuters calcula un rating de A-.

Riesgos Retrasos en la activación de los proyectos en cartera, incremento de sus necesidades de capital de trabajo (por retraso en los pagos del sector público, incremento de las existencias por los trabajos en curso) y excesiva deuda debido a la financiación vía leasing de algunos clientes.

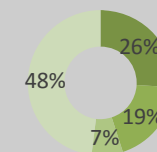
Últimos resultados Los ingresos del 1T16 caen un 8% por el calendario de entregas y por la debilidad del Real brasileño. De todas formas el entrada de pedidos ha sido muy buena especialmente por el contrato con Arriva (Deutsche Bahn) en el Reino Unido que se convierte en al mayor contrato conseguido nunca en Europa por la empresa: 740Mn EUR, plataforma CIVITY de 43 trenes eléctricos (de 3/4 vagones) y 55 diésel (de 2/3 vagones). El margen operativo retrocede 1,3 puntos al 9,9%. La empresa no da detalles al respecto aunque en parte debe ser por la caída de ingresos. Más detalle en: www.robustglobal.com/caf-resultados-1t-2016/

ISR (1) Ambiental – Programa de eficiencia energética (impulso energías renovables, ahorro en consumos y fomento políticas medioambientales) y liderazgo proyecto EcoTrans (www.caf.es/caste/id/ecotrans.php) **(2) Gobernanza** – Publicación anual del Informe Gobierno Corporativo. Por el contrario, no hemos encontrado información relevante sobre el compromiso con el personal ni con la comunidad y el reporting no se realiza bajo ningún estándar (GRI, GHG Protocol).

Cotización
279,70 EUR

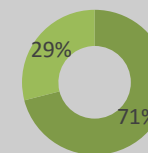
Capitalización: 959 Mn EUR
Trabajadores: 3.642

Accionistas

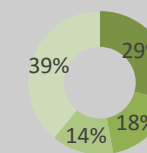


■ Cartera Social ■ Kutxabank
■ Fondos > 3% ■ Resto

Ingresos por línea de negocio y zona geográfica



■ Trenes ■ Leasing



■ OCDE ■ España
■ Europa ■ Resto

Fundamentales	2014	2015E	2016E	2017E
en millones de USD				
INGRESOS	1.447	1.329	1.376	1.480
Incremento (%)	-16,1%	-8,2%	3,6%	7,6%
EBITDA	146	176	171	188
Incremento (%)	-38,0%	20,2%	-2,7%	9,7%
Margen s/ventas	10,1%	13,2%	12,4%	12,7%
RESULTADO	60	50	70	86
Incremento (%)	-59,2%	-16,2%	40,7%	21,5%
BPA	17,41	15,69	20,48	24,91
Incremento (%)	-55,6%	-9,9%	30,5%	21,6%
RATIOS				
PER	-	17,8x	13,6x	11,2x
Dividendo	-	1,9%	1,9%	3,1%
Deuda Neta/EBITDA	-	2,9x	3,0x	2,7x

Construcciones y Auxili:	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	TACC	
												2015-19	2005-15
INGRESOS	1.192	1.494	1.730	1.774	1.572	1.463	1.351	1.402	1.492	1.562	1.549	3,5%	7,3%
% crecimiento	22,9%	25,3%	15,8%	2,5%	-11,4%	-6,9%	-7,6%	3,8%	6,4%	4,7%	-0,8%		
EBITDA	135	184	221	211	223	176	177	178	192	207	180	0,4%	15,8%
% crecimiento	25,5%	35,9%	19,8%	-4,2%	5,4%	-21,1%	0,9%	0,5%	8,0%	7,8%	-13,2%		
% margen	11,4%	12,3%	12,8%	11,9%	14,2%	12,0%	13,1%	12,7%	12,9%	13,3%	11,6%		
BENEFICIO	104	131	138	112	98	73	51	72	86	98	113	22,1%	11,6%
% crecimiento	19,4%	26,3%	5,4%	-18,7%	-13,1%	-25,1%	-30,6%	40,9%	19,9%	14,1%	15,4%		
EPS (exc extraord items)	36,27	43,14	39,19	29,01	26,31	17,41	11,97						
Dividendo	9,50	11,50	10,70	10,50	10,50	10,50	5,25	525,0%	857,5%	1071,0%	1323,0%		
BPA	36,27	37,81	42,64	29,01	26,31	21,36	16,73	20,84	25,03	28,58	33,07	18,6%	12,2%
% crecimiento	17,6%	4,2%	12,8%	-32,0%	-9,3%	-18,8%	-21,7%	24,6%	20,1%	14,2%	15,7%		
D&A	24	33	48	49	65	50	47	48	51	54	53		
% s/ingresos	2,0%	2,2%	2,8%	2,8%	4,1%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%		
EBIT	112	151	173	163	158	130	133	138	152	168	148	2,7%	17,7%
% crecimiento	26,3%	35,5%	14,2%	-6,1%	-3,0%	-17,3%	2,0%	4,2%	9,7%	10,4%	-11,7%		
% margen	9,4%	10,1%	10,0%	9,2%	10,0%	8,9%	9,8%	9,9%	10,2%	10,7%	9,6%		
Impuesto efectivo	0,4%	9,4%	9,9%	21,7%	20,4%	22,8%	29,5%	-	-	-	-		
IS modelo	25%	28	38	43	41	39	33	35	38	42	37		
NOPLAT (EBIT-TAX)	108	146	177	171	183	148	146	152	165	180	164	3,0%	15,5%
% s/capitalización	11%	15%	19%	18%	19%	16%	15%	16%	17%	19%	17%		
CAPEX ajustado	-87	-65	-54	-44	-57	-40	-34	-33	-33	-38	-40		
% s/ingresos	7,3%	4,3%	3,1%	2,5%	3,6%	2,7%	2,5%	2,3%	2,2%	2,4%	2,6%		
Δ WC ajustado (media 10a)	-22	17	26	11	-92	-54	-56	25	43	34	-6		
% s/ingresos	-10%	6%	11%	24%	46%	50%	50%	49%	49%	49%	49%		
CF Libre Operativo (CFLO)	42	64	97	116	219	163	169	95	89	108	131	-6,2%	-
% crecimiento	312,9%	51,9%	51,1%	19,8%	88,5%	-25,7%	3,9%	-43,9%	-6,2%	21,7%	20,8%		
Capital de trabajo	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E		
Deudores	861	751	829	992	1.271	1.305	1.300						
Receivables - % of sales	72%	50%	48%	56%	81%	89%	96%						
Inventarios	337	355	365	251	160	181	86						
Inventories - % of sales	28%	24%	21%	14%	10%	12%	6%						
Acreeedores	1.315	1.021	1.001	810	713	756	708						
Payables - % of sales	110%	68%	58%	46%	45%	52%	52%						
Total CT	-117	85	193	433	718	729	679	681	725	759	753		
% s/ingresos	-9,8%	5,7%	11,2%	24,4%	45,7%	49,9%	50,3%	48,6%	48,6%	48,6%	48,6%		
Δ Capital de Trabajo	136	202	108	240	284	12	-50	2	43	34	-6		
CT - Thomson	-146	-214	-176	-184	-264	-15	-40						
Balance	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E		
Total Debt	225	283	276	690	823	862	886						
CFLO/TotDebt	19%	23%	35%	17%	27%	19%	19%						
Deuda Neta	-313	-122	-43	489	649	584	512						
Valoración													
WACC	8%												
Crecimiento perpétuo	2%												
CFLO medio 10a (para valor teminal)											125		
CFLO 2016/2018 - valor presente											355		
CFLO terminal - valor presente											1.483		
Enterprise Value											1.838		
Deuda Neta											133		
Equity Value											1.705		
Número acciones (outstanding)											3		
Precio actual acción											279,70		
Valor Objetivo											497,40		
Upside/(Downside)											78%		
Precio Objetivo Consenso											329,00		
Múltiplos								2016E	2017E	2018E	2019E		
PER								13,4x	11,2x	9,8x	8,5x		
PER ajustado x deuda								15,3x	12,7x	11,1x	9,6x		
EV/EBITDA								6,1x	5,7x	5,3x	6,1x		