

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 485EUR.

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 2T16 caen un 1% por el calendario de entregas y por la debilidad del Real brasileño. La entrada de pedidos ha sido muy buena especialmente por los contratos en el Reino Unido con el operador First Group (310 Mn EUR), en Maryland para la Purple Line (180 Mn EUR) y en Canberra (100 Mn EUR.). El margen operativo retrocede al 6%. La empresa no da detalles al respecto aunque confirma las guías en margen para todo el año en niveles del año anterior (12,9%). Más detalle en: www.robustglobal.com/caf-resultados-2t-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).

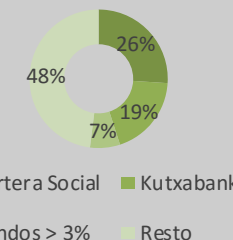
Thomson Reuters Eikon, datos Compañía y ROBUST GLOBAL INVESTMENT SICAV

CAF

Cotización
325,95 EUR

Capitalización: 1.120 Mn EUR
Trabajadores: 3.642

Accionistas



Ingresos por línea de negocio y zona geográfica



Fundamentales en millones de USD	2014	2015E	2016E	2017E
INGRESOS	1.447	1.329	1.303	1.433
Incremento (%)	-16,1%	-8,2%	-1,9%	10,0%
EBITDA	146	176	167	190
Incremento (%)	-38,0%	20,2%	-4,9%	13,7%
Margen s/ventas	10,1%	13,2%	12,8%	13,3%
RESULTADO	60	50	56	81
Incremento (%)	-59,2%	-16,2%	12,0%	44,1%
BPA	17,41	15,69	16,37	23,53
Incremento (%)	-55,6%	-9,9%	4,3%	43,7%
RATIOS				
PER	-	20,8x	19,9x	13,9x
Dividendo	-	1,6%	1,6%	2,2%
Deuda Neta/EBITDA	-	2,9x	3,1x	2,7x

VALORACIÓN FUNDAMENTAL | DESCUENTO DE FLUJOS actualización: 29/07/2016

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	1.313	1.446	1.589	1.403	1,0%	7,3%
% crecimiento	22,9%	25,3%	15,8%	2,5%	-11,4%	-6,9%	-7,6%	-2,8%	10,1%	9,9%	-11,7%		
EBITDA	135	184	221	211	223	176	177	170	190	212	178	0,1%	15,8%
% crecimiento	25,5%	35,9%	19,8%	-4,2%	5,4%	-21,1%	0,9%	-4,3%	12,0%	11,3%	-15,6%		
% margen	11,4%	12,3%	12,8%	11,9%	14,2%	12,0%	13,1%	12,9%	13,1%	13,3%	12,7%		
D&A	24	33	48	49	65	50	47	45	50	55	48		
% 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	131	152	174	145	2,2%	17,7%
% crecimiento	26,3%	35,5%	14,2%	-6,1%	-3,0%	-17,3%	2,0%	-1,3%	15,8%	14,5%	-16,7%		
% margen	9,4%	10,1%	10,0%	9,2%	10,0%	8,9%	9,8%	10,0%	10,5%	10,9%	10,3%		
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	33	33	38	43	36		
NOPLAT (EBIT-TAX +D&A)	108	146	177	171	183	148	146	144	164	185	157	1,8%	15,5%
% s/capitalización	10%	13%	16%	15%	16%	13%	13%	13%	15%	17%	14%		
CAPEX ajustado	-87	-65	-54	-44	-57	-40	-34	-30	-31	-35	-40		
% s/ingresos	7,3%	4,3%	3,1%	2,5%	3,6%	2,7%	2,5%	2,3%	2,1%	2,2%	2,9%		
Δ WC ajustado (media 10a)	-22	17	26	11	-92	-54	-56	-18	65	69	-90		
% s/ingresos	-10%	6%	11%	24%	46%	50%	50%	49%	49%	49%	49%		
CF Libre Operativo (CFLO)	42	64	97	116	219	163	169	132	69	81	207	5,3%	-
% crecimiento	312,9%	51,9%	51,1%	19,8%	88,5%	-25,7%	3,9%	-21,9%	-47,9%	17,7%	156,3%		
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 terminal)											132		
CFLO 2016/2018 - valor presente											413		
CFLO terminal - valor presente											1.583		
Enterprise Value											1.996		
Deuda Neta											332		
Equity Value											1.664		
Número acciones (outstanding)											3		
Precio actual acción											325,95		
Valor Objetivo											485,39		
Upside/(Downside)											49%		
Precio Objetivo Consenso											352,30		
Múltiplos								2016E	2017E	2018E	2019E		
PER								18,2x	13,5x	10,8x	14,5x		
PER ajustado x deuda								23,6x	17,5x	14,0x	18,9x		
EV/EBITDA								8,5x	7,6x	6,9x	8,1x		
CFLO YIELD								11,8%	6,2%	7,2%	18,6%		