

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 4% hasta 2019. Para el margen EBIT suponemos que se quedan en el 9%. 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. A la deuda neta no 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 440EUR.

Calidad de la empresa La deuda neta de la empresa es 2,3x 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 Los ingresos se aceleran este trimestre (20%) tal y como se esperaba. Compensan los dos trimestres anteriores y se acercan a su objetivo de cerrar el año planos. Han registrado 394Mn EUR en pedidos que aunque es muy inferior a la entrada de los dos trimestres anteriores no deja de ser un buen registro. Los principales han sido en Ecuador y en México (300Mn EUR). No han tenido un impacto significativo por tipo de cambio. El margen operativo baja del 12,3 al 9,2 aunque respecto al 2º trimestre repunta significativamente también. Está costando mejorar el margen pues parece que en los nuevos pedidos pesan menos los servicios. Resultados completos en: www.robustglobal.com/caf-resultados-3t-2016/

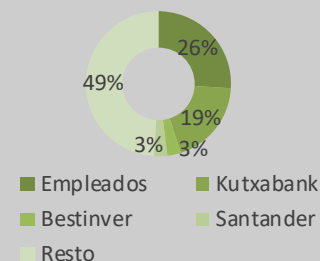
ISR (1) Ambiental – Programa de eficiencia energética (impulso energías renovables, ahorro en consumos y fomento políticas medioambientales) y liderazgo proyecto EcoTrans (www.caf.es/caste/id/ecotrans.php) **(2) Gobernanza** – Publicación anual del Informe Gobierno Corporativo. Por el contrario, no hemos 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).

CAF

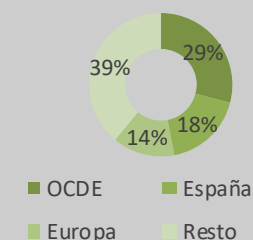
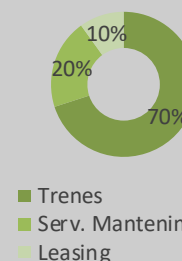
Cotización
337,70 EUR

Capitalización: 1.150Mn EUR
Trabajadores: 7.795

Accionistas



Ingresos por línea de negocio y zona geográfica



| Fundamentales | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|--------------------|--------|-------|-------|-------|
| en millones de USD | | | | |
| INGRESOS | 1.284 | 1.334 | 1.536 | 1.777 |
| Incremento (%) | -25,6% | 3,9% | 15,1% | 15,7% |
| EBITDA | 167 | 155 | 192 | 217 |
| Incremento (%) | -29,3% | -7,2% | 24,0% | 12,9% |
| Margen s/ventas | 13,0% | 11,6% | 12,5% | 12,2% |
| RESULTADO | 41 | 46 | 85 | 109 |
| Incremento (%) | -71,9% | 11,9% | 84,4% | 28,6% |
| BPA | 11,97 | 13,47 | 24,74 | 32,30 |
| Incremento (%) | -69,4% | 12,5% | 83,7% | 30,6% |
| RATIOS | | | | |
| PER | - | 25,2x | 13,7x | 10,5x |
| Dividendo | - | 1,5% | 2,7% | 3,1% |
| Deuda Neta/EBITDA | - | 2,3x | 1,6x | 1,1x |

| Construcciones y Auxiliares | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | 2019E | TACC | |
|-------------------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|-------|---------|
| | | | | | | | | | | | 2015-19 |
| INGRESOS | 1.730 | 1.774 | 1.572 | 1.463 | 1.351 | 1.330 | 1.524 | 1.699 | 1.599 | 4,3% | 7,3% |
| % crecimiento | 15,8% | 2,5% | -11,4% | -6,9% | -7,6% | -1,6% | 14,6% | 11,5% | -5,9% | | |
| EBITDA | 221 | 211 | 223 | 176 | 177 | 159 | 193 | 215 | 202 | 3,3% | 15,8% |
| % crecimiento | 19,8% | -4,2% | 5,4% | -21,1% | 0,9% | -10,3% | 21,1% | 11,7% | -6,1% | | |
| % margen | 12,8% | 11,9% | 14,2% | 12,0% | 13,1% | 12,0% | 12,6% | 12,7% | 12,6% | | |
| Depreciación + Amortización | 48 | 49 | 65 | 46 | 45 | 47 | 54 | 60 | 56 | | |
| % s/ingresos | 2,8% | 2,8% | 4,1% | 3,1% | 3,3% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | | |
| EBIT | 173 | 163 | 158 | 130 | 133 | 120 | 137 | 153 | 144 | 2,0% | 17,7% |
| % crecimiento | 14,2% | -6,1% | -3,0% | -17,3% | 2,0% | -9,9% | 14,6% | 11,5% | -5,9% | | |
| % margen | 10,0% | 9,2% | 10,0% | 8,9% | 9,8% | 9,0% | 9,0% | 9,0% | 9,0% | | |
| Impuesto efectivo | 9,9% | 21,7% | 20,4% | 22,8% | 29,5% | - | - | - | - | | |
| IS modelo | 25% | 43 | 41 | 39 | 33 | 30 | 34 | 38 | 36 | | |
| NOPLAT (EBIT-TAX) | 130 | 122 | 118 | 98 | 100 | 90 | 103 | 115 | 108 | 2,0% | 17,7% |
| % s/capitalización | 11% | 11% | 10% | 9% | 9% | 8% | 9% | 10% | 9% | | |
| CF Bruto Operativo | 177 | 171 | 183 | 143 | 144 | 137 | 157 | 175 | 164 | | |
| % s/capitalización | 15% | 15% | 16% | 12% | 13% | 12% | 14% | 15% | 14% | | |
| CAPEX | -45 | -56 | -49 | -24 | -19 | -30 | -30 | -35 | -38 | | |
| % s/ingresos | 2,6% | 3,2% | 3,1% | 1,7% | 1,4% | 2,3% | 2,0% | 2,1% | 2,3% | | |
| Δ Capital de Trabajo (media 3a) | 26 | 11 | -92 | -54 | -56 | -10 | 94 | 85 | -49 | | |
| % s/ingresos | 11% | 24% | 46% | 50% | 50% | 49% | 49% | 49% | 49% | | |
| CF Libre Operativo (CFLO) | 106 | 104 | 226 | 173 | 181 | 117 | 32 | 55 | 175 | -0,8% | ns |
| % crecimiento | 65,7% | -2,2% | 117,8% | -23,4% | 4,5% | -35,5% | -72,5% | 70,0% | 221,7% | | |
| Capital de trabajo | 2011 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E | 2017E | 2018E | 2019E | | |
| Deudores | 829 | 992 | 1.271 | 1.305 | 1.300 | | | | | | |
| Receivables - % of sales | 48% | 56% | 81% | 89% | 96% | | | | | | |
| Inventarios | 365 | 251 | 160 | 181 | 86 | | | | | | |
| Inventories - % of sales | 21% | 14% | 10% | 12% | 6% | | | | | | |
| Acreedores | 1.001 | 810 | 713 | 756 | 708 | | | | | | |
| Payables - % of sales | 58% | 46% | 45% | 52% | 52% | | | | | | |
| Total CT | 193 | 433 | 718 | 729 | 679 | 646 | 741 | 826 | 777 | | |
| % s/ingresos | 11,2% | 24,4% | 45,7% | 49,9% | 50,3% | 48,6% | 48,6% | 48,6% | 48,6% | | |
| Δ Capital de Trabajo | 108 | 240 | 284 | 12 | -50 | -33 | 94 | 85 | -49 | | |
| CT - Thomson | -176 | -184 | -264 | -15 | -40 | | | | | | |
| Balance | 2011 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E | 2017E | 2018E | 2019E | | |
| Total Debt | 276 | 690 | 823 | 862 | 886 | | | | | | |
| CFLO/TotDebt | 38% | 15% | 27% | 20% | 20% | | | | | | |
| Deuda Neta | -43 | 489 | 649 | 584 | 512 | | | | | | |
| Valoración | | | | | | | | | | | |
| WACC | 8% | | | | | | | | | | |
| Crecimiento perpétuo | 2% | | | | | | | | | | |
| CFLO medio 10a (para valor teminal) | | | | | | | | | 123 | | |
| CFLO 2016/2019 - valor presente | | | | | | | | | 326 | | |
| CFLO terminal - valor presente | | | | | | | | | 1.512 | | |
| Enterprise Value | | | | | | | | | 1.839 | | |
| Deuda Neta | | | | | | | | | 332 | | |
| Equity Value | | | | | | | | | 1.507 | | |
| Número acciones | | | | | | | | | 3 | | |
| Capitalización | | | | | | | | | 1.149 | | |
| Precio actual acción | | | | | | | | | 337,65 | | |
| Valor Objetivo | | | | | | | | | 439,46 | | |
| Upside/(Downside) | | | | | | | | | 30% | | |
| Precio Objetivo Consenso | | | | | | | | | 400,20 | | |
| Múltiplos | | | | | | 2016E | 2017E | 2018E | 2019E | | |
| PER | | | | | | 23,9x | 13,9x | 10,8x | 13,3x | | |
| PER ajustado x deuda | | | | | | 30,8x | 17,9x | 14,0x | 17,1x | | |
| EV/EBITDA | | | | | | 9,4x | 7,7x | 6,9x | 7,4x | | |
| CFLO YIELD | | | | | | 10,2% | 2,8% | 4,7% | 15,3% | | |