

**VOSSLOH AG** Diseña, fabrica y ofrece servicios relacionados con infraestructuras ferroviarias (tensores e intercambiadores de vías) y transporte (locomotoras y componentes eléctricos para transporte ligero y pesado).

**¿Por qué nos gusta?** El sector de equipos ferroviarios mundial tiene un crecimiento histórico estable interesante (alrededor del 3% por año) con demanda de países emergentes y 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. Vossloh es líder en nichos de este mercado, especialmente en tensores (#1 global) e intercambiadores (#2 global). Sus márgenes han caído desde 2011 debido a problemas en la gestión de proyectos con nuevas plataformas por lo que hemos invertido buscando la recuperación de dicho margen a niveles en línea con la industria. Adicionalmente se trata de un sector con varias empresas pequeñas operando por lo que es una posible candidata a ser adquirida.

**Valoración fundamental** Para los ingresos utilizamos la estimación del consenso de analistas que espera un crecimiento anual medio hasta 2019 del 5%. Para el margen operativo suponemos que se recupera a niveles de la industria (10%) en 2019. Esta es la variable más crítica de la valoración. El CAPEX es estable entorno al 4%/ventas y las necesidades de capital de trabajo entorno al 28%/ventas. Como valor terminal utilizamos el CFLO del 2019 (88Mn EUR). Tasa impositiva del 25%, WACC del 8% y una g del 2%. Obtenemos un valor fundamental de 73EUR. [DCF en la página 2](#)

**Calidad de la Empresa** El endeudamiento es elevado tras la restructuración y los problemas en la división de transporte. Debe recuperar los 100Mn de EBITDA los próximos años. Renegoció la deuda con éxito en 2014 reduciendo su coste significativamente. No tiene rating.

**Riesgos** Entrada de un nuevo CEO y CFO en abril 2014. Los reguladores pueden modificar los requisitos de seguridad incrementando el coste de los proyectos. Riesgos de ejecución de proyectos.

**Últimos Resultados** Los ingresos del 1T16 caen un 7,6%. Todas las divisiones retroceden menos la de Servicios (+15%). La empresa lo atribuye a una situación normal en todos los inicios de año en el que la actividad es débil. Por otro lado los pedidos han crecido un 9% tras dos trimestres de retrocesos. El EBIT mejora respecto al año anterior (2,3Mn EUR vs -2,2Mn EUR) por las menores pérdidas de la división de Transportes una parte de la cual se vendió a Stadler y el resto se ha restructurado y preparado también para su venta. Mejora en todas las divisiones excepto la de agujas por el impacto de la bajada en actividad de EEUU. Más detalle en: [www.robustglobal.com/vossloh-resultados-1t-2016/](http://www.robustglobal.com/vossloh-resultados-1t-2016/)

**RSC** Sector (rail + transporte eléctrico) interesante desde el punto de vista de la sostenibilidad **(1)**

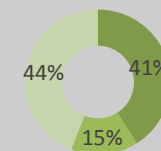
**Ambiental:** Controlan los consumos de CO2, agua y energía aunque no se han marcado objetivos. En 2013 aumentaron por incremento producción y adquisiciones. En 2013 incorporan innovaciones en sus productos y edificios para ahorrar CO2 y energía **(2)** **Social:** Se han marcado objetivos en cuanto a seguridad. No especifican el control que realizan sobre sus proveedores ni la diversidad de sus trabajadores. Este es su punto más débil. **(3) Gobernanza:** El Consejo Ejecutivo gestiona la empresa bajo el control del Consejo Supervisor. 3 de los 6 miembros de éste son independientes y 2 son escogidos por los empleados. Tienen Comité de empleados, auditoría y nominaciones. Publican los sueldos de los ejecutivos. **(4) Reporting:** No siguen el estándar de reporting GRI. Reportan en el Carbon Disclosure Project aunque proveen muy poca información de calidad al respecto. Publican la información RSC a través de su informe anual. [Cuadro RSC en la página 3.](#)

# VOSSLOH

Cotización  
60,16EUR

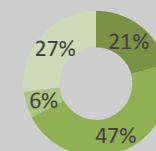
Capitalización: 808 Mn EUR  
Trabajadores: 4.850

## Accionistas

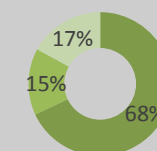


■ Thiele ■ Fondos >3% ■ Resto

## Ingresos por línea de negocio y zona geográfica



■ Tensores  
■ Intercambiadores  
■ Servicios  
■ Transportes



■ Europa  
■ Asia-Pacífico  
■ Américas

Fundamentales en millones de EUR	2014	2015E	2016E	2017E
<b>INGRESOS</b>	1,101	1,160	1,263	1,324
<i>Incremento (%)</i>	-8.1%	5.4%	8.9%	4.9%
<b>EBITDA</b>	-15	87	102	126
<i>Incremento (%)</i>	-111.6%	-672.4%	17.2%	23.0%
<i>Margen s/ventas</i>	-1.4%	7.5%	8.1%	9.5%
<b>RESULTADO</b>	-214	15	26	43
<i>Incremento (%)</i>	-	-	74.5%	65.4%
<b>BPA</b>	-17.14	1.08	1.97	3.25
<i>Incremento (%)</i>	-	-	82.4%	64.7%
<b>RATIOS</b>				
PER	-	-	30.8x	18.7x
Dividendo	-	-	1.1%	1.6%
Deuda Neta/EBITDA	-	-	2.1x	1.7x

# VALORACIÓN FUNDAMENTAL | DESCUENTO DE FLUJOS Actualización: 29/04/16

Vossloh AG	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	TACC	
												2015-19	2005-15
INGRESOS	1.196	1.343	1.189	1.254	1.314	1.341	1.206	1.311	1.365	1.378	1.483	5,3%	1,9%
% crecimiento	1,3%	12,3%	-11,5%	5,4%	4,8%	2,1%	-10,0%	8,7%	4,1%	1,0%	7,6%		
I+D	11	11	11	10	12	13	13	-	-	-	-		
% s/ingresos	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	-	-	-	-		
EBITDA	164	187	135	143	110	-28	90	106	127	146	166	16,6%	-2,4%
% crecimiento	-0,6%	14,4%	-27,8%	5,7%	-22,7%	-125,0%	-425,0%	18,7%	19,4%	14,4%	14,1%		
% margen	13,7%	13,9%	11,4%	11,4%	8,4%	-2,1%	7,4%	8,1%	9,3%	10,6%	11,2%		
BENEFICIO	86	95	54	55	20	-137	16	28	44	58		52,9%	-10,4%
% crecimiento	-17,5%	11,1%	-43,8%	3,0%	-63,9%	-788,3%	-111,7%	74,2%	56,9%	30,7%			
EPS (exc extraord items)	6,57	6,92	4,32	4,14	1,01	-17,14	0,44						
Dividendo	2,03	2,50	2,50	2,50	1,00	0,00	0,37	65,0%	100,0%	185,0%			
BPA	6,57	6,92	4,28	4,94	1,25	-11,55	0,99	2,04	3,22	3,93		58,5%	-10,7%
% crecimiento	4,3%	5,3%	-38,2%	15,4%	-74,7%	#####	-108,5%	106,6%	58,0%	22,0%			
D&A	27	33	38	43	48	47	43	46	48	49	52		
% s/ingresos	2,2%	2,4%	3,2%	3,4%	3,6%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%		
EBIT	137	154	97	100	62	-136	46	59	80	93	148	34,3%	-6,5%
% crecimiento	0,3%	12,8%	-37,2%	2,9%	-37,4%	-317,3%	-133,5%	29,9%	36,1%	16,0%	58,8%		
% margen	11,5%	11,5%	8,2%	8,0%	4,8%	-10,1%	3,8%	4,5%	5,9%	6,8%	10,0%		
Impuesto efectivo	24,7%	24,6%	28,2%	27,3%	33,9%	0,0%	63,9%	-	-	-	-		
IS modelo <span style="color: blue;">25%</span>	34	39	24	25	16	-34	11	15	20	23	37		
NOPLAT (EBIT-TAX)	129	149	111	118	95	-54	77	91	109	119	164	20,8%	-1,8%
% s/capitalización	16%	18%	14%	15%	12%	-7%	9%	11%	13%	15%	20%		
CAPEX ajustado	-40	-58	-78	-67	-70	-63	-48	-49	-49	-45	-46		
% s/ingresos	3,3%	4,3%	6,6%	5,4%	5,3%	4,7%	4,0%	3,8%	3,6%	3,3%	3,1%		
Δ WC ajustado (media 10a)	6	51	-39	16	13	8	-42	29	15	4	29		
% s/ingresos	36%	34%	25%	24%	22%	31%	31%	28%	28%	28%	28%		
CF Libre Operativo (CFLO)	84	40	72	35	12	-125	71	12	44	70	88	5,5%	9,1%
% crecimiento	-18,5%	-52,7%	81,1%	-51,6%	-66,5%	ns	ns	-83,1%	268,4%	57,4%	26,4%		
<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	323	367	316	316	376	376	361						
Receivables - % of sales	27%	27%	27%	25%	29%	28%	30%						
Inventarios	342	301	358	358	364	347	340						
Inventories - % of sales	29%	22%	30%	29%	28%	26%	28%						
Acreeedores	232	205	371	371	455	313	321						
Payables - % of sales	19%	15%	31%	30%	35%	23%	27%						
Total CT	433	462	303	303	285	411	380	366	382	385	414		
% s/ingresos	36,2%	34,4%	25,4%	24,1%	21,7%	30,6%	31,5%	27,9%	27,9%	27,9%	27,9%		
Δ Capital de Trabajo	45	29	-160	0	-17	126	-31	-14	15	4	29		
CT - Thomson	-130	-59	31	3	43	-43	38						
<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	228	213	268	268	260	330	278						
CFLO/TotDebt	37%	19%	27%	13%	4%	-38%	26%						
Deuda Neta	88	165	220	220	223	302	216						
<b>Valoración</b>													
WACC	<span style="color: blue;">8%</span>												
Crecimiento perpétuo	<span style="color: blue;">2%</span>												
CFLO medio 1a (para valor teminal)											88		
CFLO 2016/2018 - valor presente											170		
CFLO terminal - valor presente											1.023		
<b>Enterprise Value</b>											<b>1.193</b>		
Deuda Neta											216		
<b>Equity Value</b>											<b>977</b>		
Número acciones (outstanding)											13		
Precio actual acción											60,63		
Capitalización											808		
<b>Valor Objetivo</b>											<b>73,33</b>		
Upside/(Downside)											21%		
Precio Objetivo Consenso											57,50		
<b>Múltiplos</b>								<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>		
PER								29,7x	18,8x	15,4x	-		
PER ajustado x deuda								37,7x	23,8x	19,6x	-		
EV/EBITDA								9,6x	8,1x	7,0x	6,2x		

# CUADRO RESPONSABILIDAD SOCIAL CORPORATIVA

Actualización: 14/5/14

	2013		2012
	VALORES	NOTAS	
<b>MEDIO AMBIENTE</b>			
OPERACIONES			
Electricidad (millones de kWh)	80	Adquisiciones y mayor producción tensores	71
Agua (m3 en Tsd)	131	Adquisiciones y mayor producción tensores	110
Gas (millones de kWh)	180	Adquisiciones y mayor producción tensores	150
Calefacción (millones de kWh)	24	Adquisiciones y mayor producción tensores	20
Aceite (litros en Tsd)	590	Adquisiciones y mayor producción tensores	540
PRODUCTOS			
CO2	Los nuevos modelos de trenes EURO cumplen con los estándares de la NRMM		
Energía	Los tranvías, cercanías y regionales revierten la energía de frenado al tendido eléctrico.		
EDIFICIOS			
WERDOHL	El vapor ya no se genera centralizado sino cerca de los puntos de uso la sala de fundición tiene un sistema de recuperación del calor el centro tecnológico se calienta con los sobrantes de otras unidades		
ERZINCAN	En 2013 se establece un sistema de recuperación de calor.		
REICHSHOFFEN	Se inaugura en 2013 cumple con RT2012 de aislamiento térmico		
COGIFER KIHN	En 2013 se instala un techo solar de 800m2 (20% del consumo de la planta)		
<b>SOCIAL</b>			
Seguridad	Se establece una política de seguridad global para el grupo. Se consigue objetivo de certificar 80% empresas según norma OHSAS 18001		Se constituye un Comité de Seguridad.
Diversidad empleados	NO HAY INFORMACIÓN		NO HAY INFORMACIÓN
Proveedores	NO HAY INFORMACIÓN		NO HAY INFORMACIÓN
<b>GOVERNANZA</b>			
Estructura	El Consejo Ejecutivo (2 directivos) gestiona la empresa bajo el control del Consejo Supervisor (6 miembros, 3 de los cuales independientes)		
Representación trabajadores	1/3 del Consejo Supervisor son representantes de los trabajadores. Actualmente una mecánica eléctrica y un maquinista.		
Comités	De Empleados (sueldos), de Auditoría, de Nominaciones		
Sueldos ejecutivos	Públicos a través del informe anual del Comité.		
Compliance	Codigo de Conducta emitido por la empresa. Se han establecido personas de contacto de una firma de abogados para que se puedan denunciar violaciones del Código de forma anónima		
<b>REPORTING / LISTAS</b>			
Carbon Disclosure Project	Participan en el proyecto desde hace años pero reconocen que no tienen una metodología implantada para la recolección adecuada de los datos.		
Listados empresas sostenibles	Oekom Research, Kempen		
<b>GUIAS ACCIÓN</b>			
Estan instalando un sistema de gestión de la energía a base de objetivos y con un equipo de trabajo. Deberan mejorar el control de los consumos e introducir nuevas medidas.			
La planta de grapas de Werdohl se está restructurando y de paso estan mejorando la eficiencia energética			
PINTURA: las plantas de locomotoras de Kiel y Valencia utilizan exclusivamente pintura baja en disolventes. La división de grapas utiliza pintura con base de agua.			
EN 2013 declaración de reciclaje de la nueva locomotora EURO: 93%			
<b>Siglas (por orden alfabético)</b>			
- NRMM: European Non Road Mobile Machinery Directive			
- OHSAS: Occupational Health and Safety Management Systems			