

**VOSSLOH AG** Diseña, fabrica y ofrece servicios relacionados con infraestructuras ferroviarias (tensores e intercambiadores de vías) y transporte (locomotoras, trenes (sub)urbanos 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). Además 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 medio hasta 2018 del 3%. Para el margen operativo suponemos que se recupera a niveles de la industria (10%) en 2018. 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 23%/ventas. Como valor terminal utilizamos el CFLO del 2018 (106Mn EUR). Tasa impositiva del 25%, WACC del 8% y una g del 2%. Obtenemos un valor fundamental de 88EUR. Tenéis el **DCF completo** en la página 2.

**Calidad de la Empresa** El endeudamiento es elevado tras la reestructuración y los problemas en transportation. 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 1T han crecido un 9% impulsados por Customized Modules (mecanismos cambio vía). Los ingresos de esta división han crecido un 19% por la buena actividad en Suecia y EEUU. Los ingresos de la división de Core Components (tensores de vía) han caído un 7%. Lifecylce Solutions (mantenimiento) han caído un 2% como esperaba también Vossloh. La división de Transportation (trenes y sistemas eléctricos) ha crecido un 11% en ingresos pero la entrada de pedidos ha caído. Más detalle en: **DCF completo en la página 2**

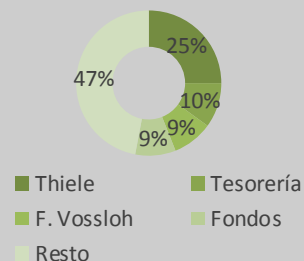
**RSC** Sector (rail + transporte eléctrico) interesante desde el punto de vista de la sostenibilidad **(1) Ambiental:** Controlan los consumos de CO2, agua y energía aunque no se han marcado objetivos. En 2013 aumentaron por incremento producción y adquisiciones. En 2013 incorporan innovaciones en sus 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. Tenéis el **cuadro completo de RSC en la página 3**.

# VOSSLOH

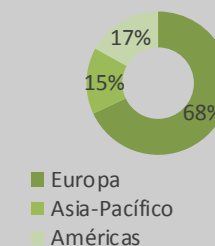
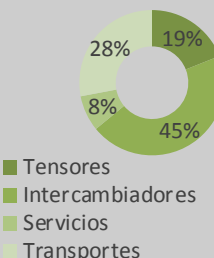
Cotización  
63,63EUR

Capitalización: 860 Mn EUR  
Trabajadores: 4.800

## Accionistas



## Ingresos por línea de negocio y zona geográfica



| Fundamentales          | 2014   | 2015E  | 2016E | 2017E |
|------------------------|--------|--------|-------|-------|
| en millones de EUR     |        |        |       |       |
| <b>INGRESOS</b>        | 1.324  | 1.380  | 1.450 | 1.497 |
| <i>Incremento (%)</i>  | 10,6%  | 4,2%   | 5,1%  | 3,2%  |
| <b>EBITDA</b>          | 205    | 99     | 120   | 142   |
| <i>Incremento (%)</i>  | 55,6%  | -51,6% | 21,2% | 18,3% |
| <i>Margen s/ventas</i> | 15,5%  | 7,2%   | 8,3%  | 9,5%  |
| <b>RESULTADO</b>       | -214   | 20     | 38    | 52    |
| <i>Incremento (%)</i>  | -      | -      | 90,0% | 36,8% |
| <b>BPA</b>             | -16,46 | 1,45   | 2,80  | 3,87  |
| <i>Incremento (%)</i>  | -      | -      | 93,1% | 38,3% |
| <b>RATIOS</b>          |        |        |       |       |
| PER                    | -      | 44,3x  | 22,9x | 16,6x |
| Dividendo              | -      | 0,7%   | 1,6%  | 1,8%  |
| Deuda Neta/EBITDA      | -      | 3,1x   | 2,5x  | 2,1x  |

# VALORACIÓN FUNDAMENTAL | DESCUENTO DE FLUJOS Actualización: 10/11/15

## Flujo de caja

|                           | 2007  | 2008  | 2009   | 2010   | 2011   | 2012   | 2013   | 2014    | 2015E   | 2016E | 2017E | 2018E | TACC    |         |
|---------------------------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|-------|-------|-------|---------|---------|
|                           |       |       |        |        |        |        |        |         |         |       |       |       | 2014-18 | 2004-14 |
| INGRESOS                  | 1.211 | 1.180 | 1.196  | 1.343  | 1.189  | 1.254  | 1.314  | 1.341   | 1.333   | 1.414 | 1.452 | 1.506 | 2,9%    | 3,8%    |
| % crecimiento             | 21,2% | -2,6% | 1,3%   | 12,3%  | -11,5% | 5,4%   | 4,8%   | 2,1%    | -0,6%   | 6,1%  | 2,7%  | 3,7%  |         |         |
| EBITDA                    | 146   | 165   | 164    | 187    | 135    | 143    | 110    | -28     | 97      | 122   | 139   | 168   | ns      | -       |
| % crecimiento             | 34,3% | 13,0% | -0,6%  | 14,4%  | -27,8% | 5,7%   | -22,7% | -125,0% | -450,8% | 25,6% | 14,6% | 20,4% |         |         |
| % margen                  | 12,0% | 14,0% | 13,7%  | 13,9%  | 11,4%  | 11,4%  | 8,4%   | -2,1%   | 7,3%    | 8,6%  | 9,6%  | 11,1% |         |         |
| BENEFICIO                 | 68    | 104   | 86     | 95     | 54     | 55     | 20     | -137    | 22      | 39    | 53    | 91    | ns      | -       |
| % crecimiento             | 88,5% | 52,0% | -17,5% | 11,1%  | -43,8% | 3,0%   | -63,9% | -788,3% | -115,9% | 81,1% | 33,1% | 73,1% |         |         |
| BPA                       | 4,70  | 6,30  | 6,57   | 6,92   | 4,28   | 4,94   | 1,25   | -11,55  | 1,41    | 2,79  | 3,90  | 5,48  | ns      | -       |
| % crecimiento             | 57,7% | 34,0% | 4,3%   | 5,3%   | -38,2% | 15,4%  | -74,7% | #####   | -112,2% | 98,3% | 39,6% | 40,6% |         |         |
| D&A                       | 26    | 28    | 27     | 33     | 38     | 43     | 48     | 47      | 47      | 50    | 51    | 53    |         |         |
| % s/ingresos              | 2,1%  | 2,4%  | 2,2%   | 2,4%   | 3,2%   | 3,4%   | 3,6%   | 3,5%    | 3,5%    | 3,5%  | 3,5%  | 3,5%  |         |         |
| EBIT                      | 120   | 137   | 137    | 154    | 97     | 100    | 62     | -136    | 50      | 75    | 92    | 151   | ns      | -       |
| % crecimiento             | 49,7% | 13,8% | 0,3%   | 12,8%  | -37,2% | 2,9%   | -37,4% | -317,3% | -136,9% | 49,4% | 23,0% | 63,7% |         |         |
| % margen                  | 9,9%  | 11,6% | 11,5%  | 11,5%  | 8,2%   | 8,0%   | 4,8%   | -10,1%  | 3,8%    | 5,3%  | 6,3%  | 10,0% |         |         |
| Impuesto efectivo         | 34,2% | 22,6% | 24,7%  | 24,6%  | 28,2%  | 27,3%  | 33,9%  | 0,0%    |         |       |       |       |         |         |
| IS modelo                 | 25%   | 30    | 34     | 34     | 39     | 24     | 25     | 16      | -34     | 13    | 19    | 23    |         |         |
| NOPLAT (EBIT-TAX)         | 116   | 130   | 129    | 149    | 111    | 118    | 95     | -54     | 85      | 106   | 120   | 166   | ns      | -       |
| % s/capitalización        | 13%   | 15%   | 15%    | 17%    | 13%    | 14%    | 11%    | -6%     | 10%     | 12%   | 14%   | 19%   |         |         |
| CAPEX ajustado            | -53   | -38   | -40    | -58    | -78    | -67    | -70    | -63     | -60     | -52   | -55   | -60   |         |         |
| % s/ingresos              | 4,3%  | 3,2%  | 3,3%   | 4,3%   | 6,6%   | 5,4%   | 5,3%   | 4,7%    | 4,5%    | 3,7%  | 3,8%  | 4,0%  |         |         |
| Δ WC ajustado (media 10a) | 64    | -10   | 6      | 51     | -39    | 16     | 13     | 7       | -2      | 19    | 9     | 13    |         |         |
| % s/ingresos              | 30%   | 33%   | 36%    | 34%    | 25%    | 24%    | 22%    | 26%     | 24%     | 24%   | 24%   | 24%   |         |         |
| CF Libre Operativo (CFLO) | -1    | 103   | 84     | 40     | 72     | 35     | 12     | -124    | 27      | 35    | 56    | 93    | ns      | -       |
| % crecimiento             | ns    | ns    | -18,5% | -52,7% | 81,1%  | -51,6% | -66,5% | ns      | ns      | 30,4% | 62,3% | 66,2% |         |         |

## Capital de trabajo

|                          | 2007  | 2008  | 2009  | 2010  | 2011  | 2012  | 2013  | 2014E | 2015E | 2016E | 2017E | 2018E |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Deudores                 | 403   | 296   | 323   | 367   | 316   | 316   | 376   | 316   |       |       |       |       |
| Receivables - % of sales | 33%   | 25%   | 27%   | 27%   | 27%   | 25%   | 29%   | 24%   |       |       |       |       |
| Inventarios              | 237   | 321   | 342   | 301   | 358   | 358   | 364   | 347   |       |       |       |       |
| Inventories - % of sales | 20%   | 27%   | 29%   | 22%   | 30%   | 29%   | 28%   | 26%   |       |       |       |       |
| Acreeedores              | 272   | 229   | 232   | 205   | 371   | 371   | 455   | 311   |       |       |       |       |
| Payables - % of sales    | 22%   | 19%   | 19%   | 15%   | 31%   | 30%   | 35%   | 23%   |       |       |       |       |
| Total CT                 | 368   | 388   | 433   | 462   | 303   | 303   | 285   | 352   | 320   | 340   | 349   | 362   |
| % s/ingresos             | 30,4% | 32,9% | 36,2% | 34,4% | 25,4% | 24,1% | 21,7% | 26,3% | 24,0% | 24,0% | 24,0% | 24,0% |
| Δ Capital de Trabajo     | 71    | 20    | 45    | 29    | -160  | 0     | -17   | 67    | -32   | 19    | 9     | 13    |
| CT - Thomson             | -73   | -37   | -130  | -59   | 31    | 3     | 43    | -43   |       |       |       |       |

## Valoración

|                                    |              |
|------------------------------------|--------------|
| WACC                               | 8%           |
| Crecimiento perpetuo               | 2%           |
| CFLO medio 1a (para valor teminal) | 93           |
| CFLO 2015/2018 - valor presente    | 177          |
| CFLO terminal - valor presente     | 1.142        |
| <b>Enterprise Value</b>            | <b>1.319</b> |
| Deuda Neta                         | 323          |
| <b>Equity Value</b>                | <b>996</b>   |
| Número acciones                    | 13           |
| Precio actual acción               | 63,79        |
| Capitalización                     | 850          |
| <b>Valor Objetivo</b>              | <b>74,77</b> |
| Upside/(Downside)                  | 17%          |
| Precio Objetivo Consenso           | 66,00        |

## Múltiplos

|                      | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E | 2018E |
|----------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| PER                  |      |      |      |      |      |      |      |      | 45,3x | 22,8x | 16,4x | 11,6x |
| PER ajustado x deuda |      |      |      |      |      |      |      |      | 62,5x | 31,5x | 22,6x | 16,1x |
| EV/EBITDA            |      |      |      |      |      |      |      |      | 12,1x | 9,6x  | 8,4x  | 7,0x  |
| CFLO YIELD           |      |      |      |      |      |      |      |      | 3,1%  | 4,0%  | 6,5%  | 10,9% |
| Dividendo            |      |      |      |      |      |      |      |      | 0,5   | 1,0   | 1,2   | 0,0   |
| DVD YIELD            |      |      |      |      |      |      |      |      | 0,7%  | 1,6%  | 1,8%  | 0,0%  |
| DN/EBITDA            |      |      |      |      |      |      |      |      | 3,3x  | 2,7x  | 2,3x  | 3,8x  |

Fuente: Thomson Reuters Eikon, ROBUST GLOBAL INVESTMENT

# 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  |   |                                       |

## GUIAS ACCIÓN

Están 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 reestructurando y de paso están 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%

## Siglas (por orden alfabético)

- NRMM: European Non Road Mobile Machinery Directive

- OHSAS: Occupational Health and Safety Management Systems