

VOSSLOH AG Diseña, fabrica y ofrece servicios relacionados con infraestructuras ferroviarias (tensores e intercambiadores de vías) y locomotoras.

¿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 1,4%. 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 3/4% sobre ventas y las necesidades de capital de trabajo entorno al 26%/ventas. Como valor terminal utilizamos el CFLO del 2019 por la reestructuración de la empresa (normalmente utilizamos una media de 10 años). Tasa impositiva del 25%, WACC del 8% y una g del 2%. Obtenemos un valor fundamental de 78 EUR. [DCF en la página 2](#)

Calidad de la Empresa Ha reducido el apalancamiento significativamente a niveles bajos tras la ampliación de capital, la venta de activos y la mejora del flujo de caja. 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 3T16 crecen un 10% principalmente por tensores que incrementan ventas en el trimestre por China y Qatar. También los pedidos incrementan por un orden grande de China (50Mn EUR) y pedidos de Italia y Arabia Saudí. Las ventas de agujas caen ligeramente por la caída de las inversiones en EEUU (caída petróleo) y la finalización de un proyecto en Polonia. También cae la entrada de pedidos en el trimestre y en acumulado a pesar de los pedidos de Marruecos, EEUU, Suecia y Francia. Los servicios también caen ligeramente aunque en el año acumulan un incremento de doble dígito y la entrada de pedidos del trimestre crece un 28%. Más detalle en: www.robustglobal.com/vossloh-resultados-3t-2016/

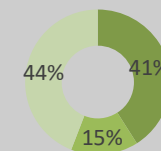
RSC Sector (rail + transporte eléctrico) interesante desde el punto de vista de la sostenibilidad **(1) Ambiental:** Controlan los consumos de CO2, agua y energía aunque no se han marcado objetivos. En 2013 aumentaron por incremento producción y adquisiciones. En 2013 incorporan innovaciones en sus productos 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
55,58EUR

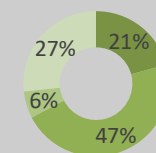
Capitalización: 892 Mn EUR
Trabajadores: 4.092

Accionistas

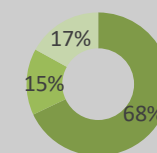


■ Thiele ■ Fondos >3% ■ Resto

Ingresos por línea de negocio y zona geográfica



■ Tensores
■ Intercambiadores
■ Servicios
■ Transportes



■ Europa
■ Asia-Pacífico
■ Américas

Fundamentales en millones de EUR	2015	2016E	2017E	2018E
INGRESOS	1.201	951	1.284	1.318
<i>Incremento (%)</i>	0,3%	-20,8%	35,0%	2,6%
EBITDA	94	83	120	130
<i>Incremento (%)</i>	-28,7%	-11,4%	44,9%	8,1%
<i>Margen s/ventas</i>	7,8%	8,7%	9,4%	9,9%
RESULTADO	72	17	39	45
<i>Incremento (%)</i>	-	-	122,5%	17,1%
BPA	0,42	0,98	2,63	3,00
<i>Incremento (%)</i>	-	-	169,6%	13,9%
RATIOS				
PER	-	-	21,1x	18,6x
Dividendo	-	-	1,6%	1,9%
Deuda Neta/EBITDA	-	-	1,1x	1,0x

Vossloh AG	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	TACC	
										2015-19	2005-15
INGRESOS	1.189	1.254	1.314	1.341	1.206	949	1.223	1.270	1.277	1,4%	1,9%
% crecimiento	-11,5%	5,4%	4,8%	2,1%	-10,0%	-21,4%	28,9%	3,8%	0,6%		
EBITDA	135	143	110	-28	90	85	115	126	141	12,0%	-2,4%
% crecimiento	-27,8%	5,7%	-22,7%	-125,0%	-425,0%	-5,4%	35,5%	9,3%	12,3%		
% margen	11,4%	11,4%	8,4%	-2,1%	7,4%	8,9%	9,4%	9,9%	11,0%		
Depreciación + Amortización	38	43	48	108	44	35	45	47	47		
% s/ingresos	3,2%	3,4%	3,6%	8,1%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%		
EBIT	97	100	62	-136	46	47	71	81	128	29,4%	-6,5%
% crecimiento	-37,2%	2,9%	-37,4%	-317,3%	-133,5%	4,0%	49,1%	14,3%	58,2%		
% margen	8,2%	8,0%	4,8%	-10,1%	3,8%	5,0%	5,8%	6,4%	10,0%		
Impuesto efectivo	28,2%	27,3%	33,9%	0,0%	63,9%	-	-	-	-		
IS modelo	25%	24	25	16	-34	11	12	18	20	32	
NOPLAT (EBIT-TAX)	73	75	47	-102	34	36	53	61	96	29,4%	-6,5%
% s/capitalización	8%	8%	5%	-11%	4%	4%	6%	7%	11%		
CF Bruto Operativo	111	118	95	6	78	70	98	107	143		
% s/capitalización	12%	13%	11%	1%	9%	8%	11%	12%	16%		
CAPEX	-66	-59	-64	-55	-46	-37	-40	-42	-45		
% s/ingresos	5,5%	4,7%	4,9%	4,1%	3,8%	3,9%	3,3%	3,3%	3,5%		
Δ Capital de Trabajo (media 3a)	-39	16	13	8	-35	-68	72	12	2		
% s/ingresos	25%	24%	22%	31%	26%	26%	26%	26%	26%		
CF Libre Operativo (CFLO)	84	44	17	-57	68	101	-15	53	96	9,2%	ns
% crecimiento	112,2%	-48,3%	-60,4%	ns	ns	49,1%	ns	ns	81,7%		
Capital de trabajo	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E		
Deudores	316	316	376	376	235						
Receivables - % of sales	27%	25%	29%	28%	19%						
Inventarios	358	358	364	347	234						
Inventories - % of sales	30%	29%	28%	26%	19%						
Acreedores	371	371	455	313	151						
Payables - % of sales	31%	30%	35%	23%	13%						
Total CT	303	303	285	411	318	249	321	333	335		
% s/ingresos	25,4%	24,1%	21,7%	30,6%	26,3%	26,2%	26,2%	26,2%	26,2%		
Δ Capital de Trabajo	-160	0	-17	126	-93	-69	72	12	2		
CT - Thomson	31	3	43	-43	38						
Balance	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E		
Total Debt	268	268	260	330	279						
CFLO/TotDebt	32%	16%	7%	-17%	24%						
Deuda Neta	220	220	223	302	236						
Valoración											
WACC	8%										
Crecimiento perpétuo	2%										
CFLO medio 1a (para valor teminal)									96		
CFLO 2016/2019 - valor presente									205		
CFLO terminal - valor presente									1.178		
Enterprise Value									1.383		
Deuda Neta									130		
Equity Value									1.253		
Número acciones									16		
Capitalización									892		
Precio actual acción									55,58		
Valor Objetivo									78,45		
Upside/(Downside)									41%		
Precio Objetivo Consenso									56,15		
Múltiplos						2016E	2017E	2018E	2019E		
PER						55,2x	20,8x	18,2x	15,5x		
PER ajustado x deuda						63,2x	23,9x	20,8x	17,8x		
EV/EBITDA						12,0x	8,9x	8,1x	7,2x		
CFLO YIELD						11,3%	-1,6%	5,9%	10,8%		

CUADRO RESPONSABILIDAD SOCIAL CORPORATIVA

Actualización: 14/5/14

	2013		2012
	VALORES	NOTAS	
MEDIO AMBIENTE			
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)		
SOCIAL			
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
GOVERNANZA			
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		
REPORTING / LISTAS			
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			
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%			
Siglas (por orden alfabético)			
- NRMM: European Non Road Mobile Machinery Directive			
- OHSAS: Occupational Health and Safety Management Systems			