

Sector: *Industrial*

Mix de negocio más diversificado en soluciones ferroviarias y autobuses.

CAF

Precio Objetivo: 46,5 €

Recomendación: **Comprar**

Analista: Aránzazu Cortina

Datos Básicos

Capitalización (M €): 1.386 M€

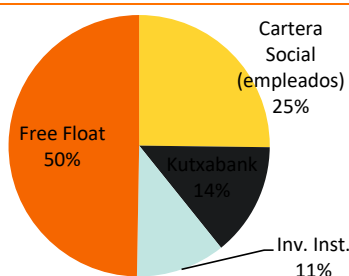
Último: 40,40 €/acc.

Nº Acciones (M.): 34,3 M acc.

Min / Max (52 sem): 44,25€/acc./32,15€/acc.

Cód. Bloomberg / Reuters: CAF.SM / CAF.MC

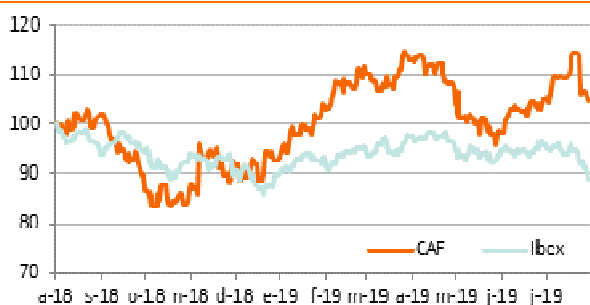
Accionariado



Ppales cifras y ra	2018r	2019e	2020e	2021e	TAMI ⁽¹⁾
Cartera de pedid	7.716	8.405	8.865	8.806	4,5%
Ingresos	2.048	2.572	2.496	2.817	11,2%
EBITDA	201	239	235	267	9,9%
Margen Ebitda	9,8%	9,3%	9,4%	9,5%	
EBIT	144	124	151	184	8,5%
Margen Ebit		4,8%	6,1%	6,5%	
BAI	81	59	66	104	
BNA	43	35	42	69	16,4%
BPA (€/acc.)	1,27	0,70	1,50	2,06	17,5%
DPA (€/acc.)	0,77	1,05	0,83	1,03	10,3%
Rentab. Dividend	1,9%	2,6%	2,0%	2,5%	
DFN	325	376	551	729	
DFN/EBITDA	1,6x	1,6x	2,3x	2,7x	
ROE	5,2%	3,0%	6,7%	8,9%	
PER (x)	31,9	57,8	26,9	19,7	
EV/Ventas (x)	0,83	0,68	0,77	0,74	
EV/EBITDA (x)	8,42	7,30	8,18	7,85	
EV/EBIT (x)	11,77	14,08	12,69	11,39	

(1) Tasa Media Anual de Incremento (2018/21)

Evolución respecto al Ibex35 (base 100)



Fuentes: Bloomberg, Reuters, propia compañía y Análisis Bankinter.

Todos nuestros informes disponibles en:

<https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>

<https://bankinter.com/broker/analisis>

www.bankinter.com

Avda. de Bruselas, 14

28108 Alcobendas, Madrid

Actualizamos nuestra opinión en CAF en la que valoramos: (i) **una creciente diversificación de su cartera de soluciones de movilidad (tanto ferroviarios, como en autobuses, tras la compra de Solaris a finales de 2018) y geográfica.** (ii) **La cartera de pedidos se encuentra en niveles récord, 8.535M€ en 1S19 (3,6x ventas), con niveles de contratación también elevados en los últimos trimestres.** (iii) **esperamos la capacidad de mantener márgenes por encima del 9%. Revisamos nuestra valoración a 46,5 € (lo que supondría 9,0x EV/EBITDA 2020E) y nuestra recomendación a Comprar.**

La situación financiera sigue siendo sólida, a pesar del incremento temporal del fondo de maniobra a mediados de año, que esperamos vuelva a niveles de 1,6x EV/EBITDA a final de año. **Los principales riesgos** de la compañía se derivan de los riesgos de ejecución y **de la gestión del circulante** que puedan dar lugar a retrasos en la generación de caja.

Actualizamos nuestras estimaciones y perspectivas en CAF, tras la publicación de los resultados del 2T19. Revisamos la valoración a **46,5 €/acc.** (desde 38,80€/acc), lo que supondría cotizar a 8,8x 2019E y 9,0x 2020E EV/EBITDA, frente a una media de 9,9x en los últimos 4 años. **Recomendamos Comprar** ya que valoramos la estrategia de diversificación del Grupo y la buena evolución de la cartera de pedidos. A pesar de ello, no debemos olvidar que **los principales riesgos residen en la ejecución y gestión del circulante.**

Destacaríamos los siguientes aspectos de los últimos resultados:

:: **Diversificación geográfica y de negocios**, especialmente por la expansión de Componentes, Sistemas, Equipos de Señalización y Tracción, así como la entrada en Solaris. Los vehículos ferroviarios han pasado al 53% de las ventas al 1S19 (desde 71% 1S18), Solaris el 21% (no estaba hasta sep18), Servicios un 11% (desde 19%) y Componentes y otros un 11% (desde el 10%). A partir del 1 de julio está prevista la incorporación en Servicios de la sueca EuroMaint, adquirida por 80M€ y que generó unos ingresos por mantenimiento de trenes de unos 150 M€ en 2018.

:: **Cartera de pedidos en máximos**, con elevados niveles de contratación. La cartera de pedidos alcanzó **8.535 M€ en 1S19** (+11% desde diciembre) y supone un ratio de **Cartera/Ventas de 3,6x** (vs 3,3x en dic18). La contratación ha sido también elevada en el 1S19 (2.085M€ vs 2.902 en el año 2018). Además, no incluyen contratos posteriores; 217M€ de Solaris (en Milán, Roma, Bolzano y Varsovia), así como los >120M€ de CAF Signalling (en España, Eslovenia y Bulgaria).

:: **DFN se elevó en 2018 a 1,6x** desde 1,2x en 2017, tras la compra de Solaris. En el 1S19 ha vuelto a aumentar hasta 1,8x. Para final de año, esperamos que vuelva a niveles de dic-18, tras el aumento de circulante por las existencias de Solaris y la acumulación de proyectos ferroviarios pendientes de entrega en el 1S19.

:: **Provisión de 38,5M€ por la sanción de la decisión del CADE, Brasil** (autoridad reguladora de competencia). Aunque la compañía presentará los recursos correspondientes, lo que puede durar años, ha decidido la provisión de la posible sanción. Esto distorsiona la comparación de resultados del año (que no de caja).

Nuestras estimaciones apuntan a un incremento TAMI 18-21e del 4,5% en cartera de pedidos (incluyendo EuroMaint) desde los ya máximos de 2018, que se traslada a un crecimiento en Ventas del 11,2% en el mismo período. Esperamos que los márgenes EBITDA se mantengan por encima del 9% (entre 9,3% y 9,5% en el período), a pesar de que Solaris contribuye inicialmente con un margen inferior al previo de CAF (en 2018 los negocios ferroviarios 10,8%, Solaris 5,3%), esperamos que se vean mejorados por el mix de negocio y la mejora en Solaris en los meses que concentre más volumen de entregas.

Descripción

CAF es una compañía que ofrece soluciones integrales de transporte ferroviario y desde la entrada en la empresa polaca Solaris (sept 2018) también autobuses, tanto convencionales como híbridos y eléctricos. Su cartera de productos incluye trenes (desde regionales y de cercanías a alta velocidad, metros o tranvías) y también ofrece soluciones integrales de movilidad (componentes, sistemas de optimización energética, señalización, así como servicios de mantenimiento).

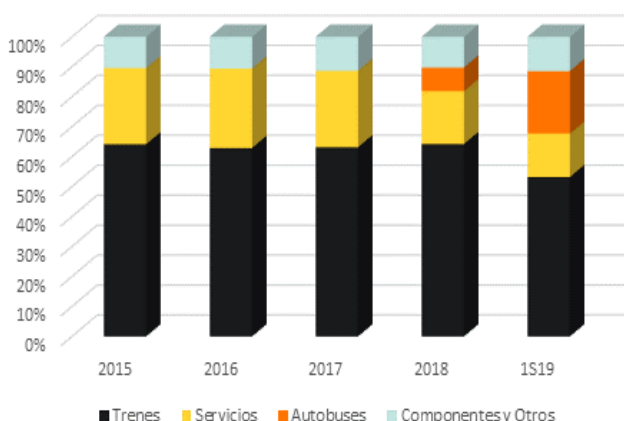
Riesgos

- Riesgos de ejecución de los proyectos.
- Riesgo de gestión del circulante, que pueda limitar la generación de caja libre
- Distorsiones temporales de un Brexit sin acuerdo
- Entorno competitivo

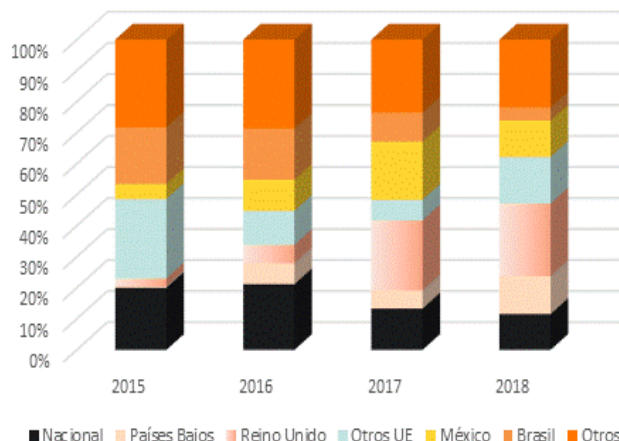
Oportunidades

- Creciente demanda de soluciones de movilidad eficientes y medioambientalmente avanzadas
- Diversificación geográfica (además de las recientes compras de la polaca Solaris y la sueca EuroMaint)
- Diversificación de productos (desde trenes, servicios integrales a autobuses)

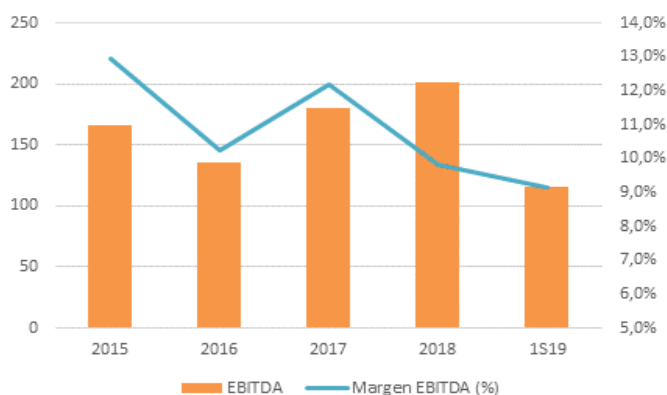
Desglose de ventas por negocios(%, 2015-1S19



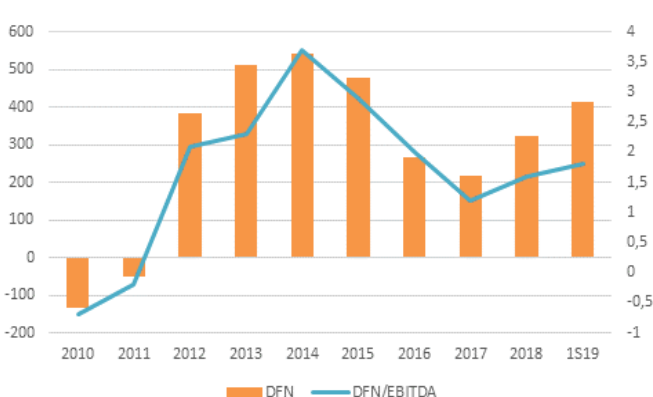
Desglose geográfico ventas (%), 2015-2018



EBITDA (M€) y margen EBITDA (%)



Deuda Financiera Neta (M€) y DFN/EBITDA (x)



Fuentes: la propia compañía y Análisis Bankinter.

Cifras en millones de euros

TAMI: Tasa anual media de incremento.

Resumen de PyG	2017r	2018r	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	TAMI'18/23
Cartera de pedidos	6.265	7.716	8.405	8.865	8.806	8.715	8.721	2,5%
Ingresos	1.477	2.048	2.572	2.496	2.817	2.808	2.692	5,6%
- Ferroviario	1.477	1.888	1.975	1.810	2.217	2.208	2.092	2,1%
- Autobuses	0	161	597	686	600	600	600	
EBITDA	180	201	239	235	267	266	255	4,8%
Mrgn. EBITDA (%)	12,2%	9,8%	9,3%	9,4%	9,5%	9,5%	9,5%	
EBIT	146	144	124	151	184	184	173	3,7%
Mrgn. EBIT (%)	9,9%	7,0%	4,8%	6,1%	6,5%	6,5%	6,4%	
BNA	42	43	24	52	70	69	62	7,5%

Resumen Balance	2017r	2018r	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	TAMI'18/23
Inmovilizado	1.056	1.391	1.474	1.471	1.468	1.466	1.463	1,0%
Existencias	72	375	430	444	521	508	469	4,5%
Deudores comerciales	1.277	1.312	1.453	1.597	1.803	1.790	1.696	5,3%
Otros deudores	254	231	231	231	231	231	231	-
Activos fros corrientes	85	94	94	94	94	94	94	-
Tesorería	372	603	589	436	285	330	432	-6,4%
Total Activo	3.115	4.006	4.272	4.274	4.402	4.419	4.386	1,8%
Patrimonio Neto	760	757	744	767	801	839	872	2,9%
Deuda Financiera	672	1.022	1.060	1.082	1.108	1.128	1.140	2,2%
Provisiones	235	232	271	271	271	271	271	3,2%
Otros pasivos	321	342	342	342	342	342	342	-
Acreedores comerciales	961	1.428	1.629	1.587	1.655	1.614	1.535	1,5%
Otros Pasivos	167	225	225	225	225	225	225	-
Total Pasivo	3.115	4.006	4.271	4.273	4.402	4.418	4.385	1,8%

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (M€)

	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	
+ EBIT⁽¹⁾	163	151	184	184	173	166	
- Impuestos s/Bº Operativo	-55	-51	-63	-62	-59	-57	
+ NOPAT	108	100	122	121	114	110	
+ Amortizaciones	76	83	83	83	82	82	
- Inversión en circulante	6	-200	-215	-16	55	25	
- Inversión en activo fijo	-160	-80	-80	-80	-80	-80	
Flujo de Caja Libre	30	-97	-91	108	171	137	2.582

Método de Valoración: establecemos el Precio Objetivo en función del descuento del flujo de caja libre, bajo las hipótesis recogidas en las tablas adjuntas

	2019E	2020E
EV	2114,4	WACC 7,1%
- DFN	(376)	g 1,8%
- Provisiones y Otros ⁽²⁾	(158)	Nº acciones (M) 34,28
- Minoritarios + Asoc.	14	
EqV	1.593	

Precio objetivo 46,5 €/acción

⁽¹⁾ EBIT de 2019e ajustado por la provisión de 38,5M€. ⁽²⁾ Provisiones y otros, incluimos las provisiones no corrientes y el 50% de las corrientes

Matriz de Sensibilidad del Precio Objetivo

		Tasa de crecimiento sostenido								
		0,75%	1,00%	1,25%	1,50%	1,75%	2,00%	2,25%	2,50%	2,75%
Coste	6,15%	48,3	51,3	54,6	58,3	62,4	67,0	72,1	78,0	84,7
medio	6,40%	45,1	47,9	50,8	54,1	57,8	61,8	66,4	71,5	77,3
de los	6,65%	42,2	44,7	47,4	50,4	53,6	57,2	61,3	65,8	70,9
Recursos	6,90%	39,5	41,8	44,2	46,9	49,9	53,1	56,7	60,7	65,2
(WACC)	7,15%	37,1	39,1	41,4	43,8	46,5	49,4	52,6	56,2	60,1
	8,50%	26,5	27,8	29,3	30,8	32,5	34,3	36,2	38,3	40,5
	8,75%	24,9	26,2	27,5	28,9	30,5	32,1	33,9	35,8	37,9
	9,00%	23,5	24,6	25,9	27,2	28,6	30,1	31,8	33,5	35,4
	9,25%	22,1	23,2	24,3	25,6	26,9	28,3	29,8	31,4	33,2

Fuentes: Bloomberg, Reuters, propia Compañía y Análisis Bankinter

INFORMACIÓN IMPORTANTE,-

Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website:

<https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>

Las metodologías de valoración más frecuentemente aplicadas en nuestro análisis de compañías son las siguientes (lista no exhaustiva): VAN FCF, Descuento de Dividendos, Neto Patrimonial, ratios comparables, Valor Neto Liquidativo, Warranted Equity Value, PER teórico.

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos

NOTAS DE COMPAÑÍAS :

Todas nuestras notas de compañías se encuentran disponibles en: [Link a informes de compañías,](#)

EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada – Director	Rafael Alonso – Bancos	Marisa Mazo – Bancos
Pedro Echeguren – Farma & Salud	Javier Hombria – Telecom	Ana de Castro – Seguros
Aránzazu Bueno – Eléctricas	Juan Tuesta – Construcción & Tecnología	Pilar Aranda – Petróleo
Esther Gutiérrez de la Torre – Autos	Aránzazu Cortina – Industriales	Juan Moreno – Inmobiliarias
Elena Fernández – Trapiella – Consumo	Luis Piñas – Consumo	

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por todo el equipo: Macroeconomía, Estrategia de Inversión, Bonos, Divisas, Fondos de Inversión, ETFs, Carteras Modelo de Fondos de Inversión y de Renta Variable.