

Sector: *Industrial*

Recuperación de márgenes en Autobuses. Progresiva en el Plan estratégico 2026

CAF

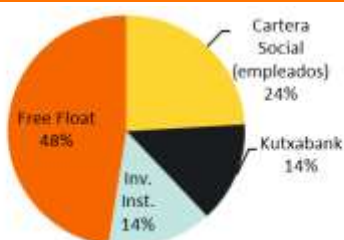
Precio Objetivo: **41,9 €**
 Recomendación: **Comprar**
 Potencial: 25,4%

Analista: Aránzazu Cortina

Datos Básicos

Capitalización (M €): 1.146 M€
 Precio de cierre del 07/03/2024: 33,40 €/acc.
 Evolución 2024: 2,5%
 N° Acciones (M.): 34,3 M acc.
 Min / Max (52 sem): 33,80€/acc./24,50€/acc.
 Cód. Bloomberg / Reuters: CAF.SM / CAF.MC

Accionariado



Mantenemos nuestra recomendación de **Comprar**. Precio Obj: 41,9€/acc. (desde 36,2€/acc. ant.). **Valoramos positivamente: (1) La elevada cartera de pedidos (en máximos, 14.200M€, 3,7x ventas)**, que asegura gran parte del cumplimiento del Plan de negocio 2026; **(2) La mejora de los márgenes** de negocio, especialmente en Solaris (autobuses), gracias a un mix de negocio de mayor valor añadido (hacia productos de cero o bajas emisiones) y la normalización de las cadenas de suministro. Aunque nuestras proyecciones asumen una recuperación del margen ligeramente más progresiva, hacia niveles de 6,1% en 2026 (vs 6,3% objetivo); **y (3) un apalancamiento mejor del esperado, 0,9x DFN/EBITDA 2023 (vs 1,22x 2022)**.

CAF está ejecutando su Plan Estratégico hasta 2026 que centra sus esfuerzos comerciales en Europa, Norteamérica y Asia Pacífico y; en particular en Autobuses, se centran en interurbano en Europa y la entrada en cero emisiones en Norteamérica. Con la elevada Cartera de Pedidos actual (en máximos históricos), las principales incertidumbres serían la ejecución de los proyectos de expansión del Plan estratégico o un renovado incremento de presión en márgenes.

Resultados 2023, progresiva recuperación de márgenes en Solaris (autobuses).

Las principales cifras comparadas con el consenso de la compañía son: Ingresos 3.825M€ (+20,8% a/a) vs 3.713 esperado; EBIT 179M€ (+29% a/a) en línea con lo esperado, lo que supone un margen del 4,7% (vs 4,8% esp.) y el BNA de 89M€ (+71% a/a) vs 79M€ esp.

Por áreas: (1) Ferroviario, Ventas de 3.006M€ (+22% a/a) con márgenes EBIT del 5,7% (vs 5,8% anterior); **y (2) Autobuses** supone el 29% de los Ingresos del grupo (610M€ +18% a/a), pero sólo el 4,5% del EBIT actualmente. El margen EBIT se ha recuperado al +1% desde -0,5% en 2022. Se observa una progresiva mejora semestral del margen EBIT hasta +1,9% en el 2S2023 (desde +0,2% en el 1S 2023 y frente a los mínimos de -1,9% en el 2S2022). Consideramos que esta tendencia continuará en próximos ejercicios gracias a la normalización en la cadena de suministro, la ejecución y renovación de los proyectos de la cartera, además de un mix de negocio de mayor valor añadido (cero o bajas emisiones), que en 2023 han pasado a representar el 82% de las unidades entregadas desde 55% en 2022.

La Contratación ascendió a 4.775M€, lo que supone 1,2x ventas (1,2x en Ferroviario y 1,6x en Autobuses). Esto ha elevado la **Cartera de Pedidos a máximos de 14.200M€ que supone 3,7x Ventas** (12.783M€ en Ferroviario 4,3x Ventas y 1.417M€ en Autobuses 1,7x Ventas).

El ratio de Deuda Financiera Neta se redujo a 0,9x (desde 1,2x ant.), a un nivel de DFN de 256M€ (vs 278M€ en 2022).

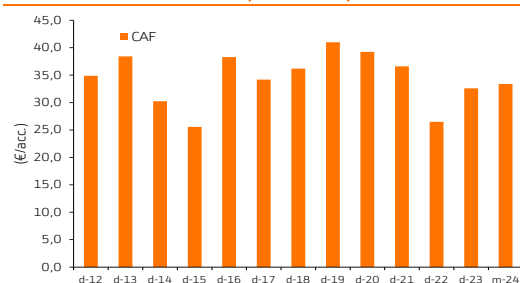
Plan Estratégico 2026 en curso. El objetivo de la compañía es alcanzar unos ingresos de 4.800M€ en 2026 y EBIT de 300M€ (margen igual o superior al 6,3% desde 4,7% actual). De cara a 2024 la compañía espera que se materialice en Ventas en torno al 29% de la Cartera (> de 4.000M€ de Ventas) y que continúe una progresiva mejora del margen EBIT. Los objetivos estratégicos se dirigen hacia proyectos integrales, con un foco comercial hacia Europa, Norteamérica y Asia Pacífico; mientras en autobuses el objetivo es mantener el liderazgo en Europa y entrar en Norteamérica, con oferta exclusiva cero emisiones.

Mantenemos nuestra recomendación de Comprar. Revisamos al alza P. Obj: 41,9€/acc. (dic-24) vs 36,2€/acc (dic-23). Nuestras estimaciones contemplan alcanzar niveles en línea con el objetivo de Ventas, apoyada en una cartera de pedidos elevada. Proyectamos una recuperación más progresiva del margen EBIT (ligeramente inferior 6,1% en 2026e vs 6,3% objetivo), ante la mayor progresividad en autobuses. Revisamos las inversiones al rango bajo del plan, tras un nivel más moderado en 2023. Nuestra valoración asume un WACC del 8,9% (vs 8% ant.) y un crecimiento a largo plazo 1% vs 1,25% ant.). Nuestra valoración supone un P/CF de 6,1x vs 5,0x en las que cotiza actualmente. En resumen, buena evolución en línea con el cumplimiento del Plan 2026.

Ppales cifras y r:	2022	2023	2024e	2025e	TAMI ⁽¹⁾
Cartera de pedic	13.249	14.199	14.190	14.063	-0,5%
Ingresos	3.165	3.825	4.218	4.533	8,9%
EBITDA	232	286	331	375	14,6%
Margen Ebitda	7,3%	7,5%	7,8%	8,3%	
EBIT	139	179	220	264	21,6%
Margen Ebit	4,4%	4,7%	5,2%	5,8%	
BAI	91	141	171	213	23,1%
BNA	52	89	117	152	30,6%
BPA (€/acc.)	1,52	2,60	3,41	4,43	30,6%
DPA (€/acc.)	0,86	1,11	1,30	1,40	12,3%
Rentab. Dividen	2,6%	3,3%	3,9%	4,2%	
DFN	278	259	349	348	
DFN/EBITDA	1,2x	0,9x	1,1x	0,9x	
ROE	7,2%	11,1%	13,2%	15,4%	
PER (x)	21,9	12,8	9,8	7,5	
EV/Ventas (x)	0,44	0,36	0,35	0,32	
EV/EBITDA (x)	6,0	4,8	4,4	3,9	
EV/EBIT (x)	10,1	7,7	6,6	5,6	

(1) Tasa Media Anual de Incremento (2023/25)

Evolución dic-12 a P. Cierre (7/03/2024)



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

Todos nuestros info: <https://www.bankinter.com/broker/analisis/actualidad>
<https://www.bankinter.com/broker/analisis/informes>

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

(1) Fecha y hora de finalización de la elaboración de la recomendación y de su difusión

Pág. 1 de 3

La compañía ha sido informada antes de la publicación de esta nota.

Avda. de Bruselas, 14
 28108 Alcobendas, Madrid

Nota Compañía

08/03/2024 13:50 ⁽¹⁾

Cifras en millones de euros

TAMI: Tasa anual media de incremento.

Resumen de PyG	2021r	2022r	2023r	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TAMI'23/28
Cartera de pedidos	9.640	13.249	14.199	14.190	14.063	13.893	13.740	13.547	-0,9%
Ingresos	2.943	3.165	3.825	4.218	4.533	4.774	4.894	4.978	5,4%
- Ferroviario	2.222	2.469	3.006	3.301	3.483	3.571	3.631	3.657	
- Autobuses	721	696	819	917	1.050	1.203	1.263	1.321	
EBITDA	255	232	286	331	375	408	432	442	9,1%
Mrgn. EBITDA (%)	8,7%	7,3%	7,5%	7,8%	8,3%	8,6%	8,8%	8,9%	
EBIT	165	139	179	220	264	292	307	315	12,0%
Mrgn. EBIT (%)	5,6%	4,4%	4,7%	5,2%	5,8%	6,1%	6,3%	6,3%	
BNA	86	52	89	117	152	178	189	196	17,1%

Resumen Balance	2021r	2022r	2023r	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TAMI'23/28
Inmovilizado	1.353	1.540	1.553	1.553	1.587	1.650	1.664	1.677	1,5%
Existencias	487	586	477	532	575	608	621	630	5,7%
Deudores comerciales	1.511	1.904	2.209	2.278	2.448	2.578	2.643	2.688	4,0%
Otros deudores	236	273	245	245	245	245	245	245	0,0%
Activos fros corrientes	131	138	125	125	125	125	125	125	0,0%
Tesorería	551	473	443	428	470	536	676	791	12,3%
Total Activo	4.270	4.914	5.052	5.160	5.450	5.742	5.974	6.156	4,0%
Patrimonio Neto	740	788	868	950	1.061	1.194	1.335	1.480	11,3%
Deuda Financiera	958	868	812	888	929	994	1.027	1.034	4,9%
Provisiones	378	444	498	498	498	498	498	498	0,0%
Otros pasivos	385	405	455	455	455	455	455	455	0,0%
Acreedores comerciales	1.527	2.118	2.174	2.124	2.263	2.356	2.415	2.445	2,4%
Otros Pasivos	281	292	244	244	244	244	244	244	0,0%
Total Pasivo	4.270	4.914	5.052	5.160	5.450	5.742	5.974	6.156	4,0%

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (M€)

	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	
+ EBIT	220	264	292	307	315	Método de Valoración: establecemos el Precio Objetivo en función del descuento del flujo de caja libre, bajo las hipótesis recogidas en las
- Impuestos s/B° Operativo	-68	-74	-73	-77	-79	
+ NOPAT	152	190	219	230	236	
+ Amortizaciones	110	111	117	126	127	
- Inversión en circulante	-173	-75	-70	-19	-25	
- Inversión en activo fijo	-110	-145	-180	-140	-140	
Flujo de Caja Libre	-21	81	86	197	199	2.532
EV	2217,9	WACC 8,9%	Múltiplos implícitos en Obj.	2024E	2025E	
- DFN	(259)	g 1,00%	EV/EBITDA (x)	6,7	5,9	
- Provisiones y Otros (1)	(556)	Nº acciones (M) 34,28				
- Minoritarios + Asoc.	32					
EqV	1.435					
Precio objetivo	41,9 €/acción					

⁽¹⁾ Provisiones, factoring y otros.

Matriz de Sensibilidad del Precio Objetivo

	Tasa de crecimiento sostenido									
		0,00%	0,25%	0,50%	0,75%	1,00%	1,25%	1,50%	1,75%	2,00%
Coste	7,9%	43,6	45,5	47,6	49,7	52,0	54,5	57,2	60,1	63,3
medio	8,2%	41,4	43,2	45,1	47,1	49,2	51,5	54,0	56,7	59,6
de los	8,4%	39,3	41,0	42,7	44,6	46,6	48,7	51,0	53,5	56,1
Recursos	8,7%	37,4	38,9	40,6	42,3	44,2	46,1	48,3	50,5	53,0
(WACC)	8,9%	35,5	37,0	38,5	40,1	41,9	43,7	45,7	47,8	50,0
	8,5%	38,7	40,4	42,1	43,9	45,9	47,9	50,2	52,6	55,2
	8,8%	36,8	38,3	39,9	41,6	43,5	45,4	47,5	49,7	52,1
	9,0%	35,0	36,4	37,9	39,5	41,2	43,0	44,9	47,0	49,2
	9,3%	33,3	34,6	36,0	37,5	39,1	40,8	42,6	44,5	46,5

Fuentes: Bloomberg, Reuters, propia Compañía y Análisis Bankinter

Todos nuestros info: <https://www.bankinter.com/broker/analisis/actualidad>

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

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

(1) Fecha y hora de finalización de la elaboración de la recomendación y de su difusión

Pág. 2 de 3

Avda. de Bruselas, 14
28108 Alcobendas, Madrid

Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

Fecha	Recomendación	Precio Objetivo (€/acc.)
22/06/2020	Comprar	37,2
08/03/2021	Comprar	41,0
06/08/2021	Comprar	45,1
30/01/2023	Comprar	36,2
08/03/2024	Comprar	41,9

INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website: <https://www.bankinter.com/broker/analisis/informes>
- Las metodologías de valoración más frecuentes 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 y PER Teórico

La identificación de las fuentes de información empleadas más relevantes se ofrece en:

https://www.bankinter.com/file_source/broker/estaticos/documentos/fuentes-de-informacion.pdf

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://www.bankinter.com/file_source/broker/estaticos/documentos/responsabilidad-legal.pdf

NOTAS DE COMPAÑÍAS

Todas nuestras notas están disponibles en: [Link a los informes de compañías](#)

EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada - Director	Aránzazu Cortina - Industriales
Rafael Alonso - Bancos	Juan Moreno - Inmobiliarias & Hoteles
Pilar Aranda - Petróleo & Aerolíneas	Pedro Echeguren - Farma & Salud
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos & Media	Juan Tuesta - Construcción & Tecnología
Aránzazu Bueno - Eléctricas	Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo
Jorge Pradilla - Logística & Ciberseguridad	Eduardo Cabero - Seguros
Carlos Pellicer - Analista	Pedro Ribeiro - Analista

Tel.: 912759421

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por todo el Equipo:

- Macroeconomía
- Estrategia de Inversión
- Bonos
- Divisas
- Fondos de Inversión y Planes de Pensiones
- ETFs
- Carteras Modelo de Fondos de Inversión y de Renta Variable
- Capital Advisor y bankinter Roboadvisor

Todos nuestros informes en: <https://www.bankinter.com/broker/analisis/actualidad>

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

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

Avda. de Bruselas, 14

28108 Alcobendas, Madrid