

Sector: *Industrial*

Precio Objetivo: 37,2 €

Visibilidad en la cartera de pedidos, pero probable incremento en deuda

CAF

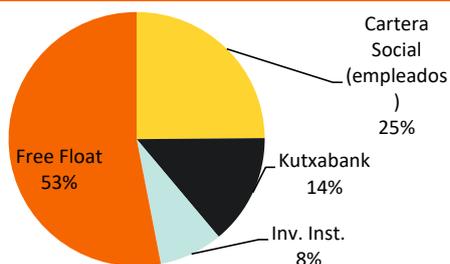
Recomendación: **Comprar**

Analista: Aránzazu Cortina

Datos Básicos

Capitalización (M €): 1.080 M€
 Último: 31,50 €/acc.
 Nº Acciones (M.): 34,3 M acc.
 Min / Max (52 sem): 44,20€/acc./25,50€/acc.
 Cód. Bloomberg / Reuters: CAF.SM / CAF.MC

Accionariado



Mantenemos la recomendación de **Comprar**, aunque hemos revisado preliminarmente nuestras estimaciones a la espera de los resultados del 1S20. Nuestro P. Obj. apunta **37,20€/acc.** (desde 46,50€/acc) e implica una valoración de 9,9x EV/EBITDA 2020E y 7,5x 2021E.

La cartera de pedidos en máximos históricos al cierre de 2019 (9.446M€, supone 3,3x ventas), donde no esperamos cancelaciones, **debe dar visibilidad a las ventas de los próximos ejercicios.** A pesar de ello, los retrasos derivados de las paradas en sus actividades tendrán un impacto negativo en 2020, por un lado en márgenes, por otro en posibles retrasos en licitaciones y por tanto, posiblemente en un incremento del apalancamiento. **La principal incertidumbre reside en la evolución del circulante.** Nuestras estimaciones apuntan a una DFN/EBITDA de 3x 2020E y 2,6x 2021E.

:: Expectativas de recuperación del sector, pero con incertidumbre aún elevada.

CAF en su reciente JGA comentaba que espera recuperar y dar continuidad al ciclo de crecimiento en ventas y beneficios, ante las expectativas de recuperación del sector, tanto de transporte ferroviario como de movilidad urbana. A pesar de ello, la crisis repercutirá de manera "significativa" en la ejecución de los proyectos por lo que trabajan en 3 ejes: (i) fortalecer la capacidad de financiación (optimizando operaciones, aplazamiento de inversiones no críticas y reducción del gasto. La compañía aprobó el dividendo de 0,842€/acc., pero su distribución se realizará el 15 enero de 2021); (ii) mantener la cadena de suministro; y (iii) el acercamiento a los clientes.

:: Situación de liquidez similar a finales del 2019.

La publicación de resultados del 1T20 fue aplazada a comienzos del mes de mayo. Entonces la situación de liquidez era similar a la de finales de 2019. Recordemos que a dic-19 contaban con una caja de 539M€ y líneas de crédito de 280M€. La deuda a corto plazo ascendía a 200M€, mientras que el apalancamiento total ascendía a 2,5x EV/EBITDA (tras las compras de Solaris 2018 y EuroMaint 2019).

:: Revisamos preliminarmente las estimaciones, a la espera de resultados 1S20.

Hemos revisado nuestras estimaciones para reflejar los posibles retrasos de proyectos en 2020 y su traslado a 2021 y un menor nivel de contrataciones en el ejercicio, ante el posible retraso también en los proyectos que están en proceso de licitación. Nuestras estimaciones para 2020 contemplan un descenso de Ventas del -6,5% a/a en 2020 y +28% en 2021e (hasta 2.430M€ y 3.114M€ respectivamente). Esto supone una revisión del -2,7% y del +10% respecto a nuestras estimaciones previas. En términos de margen EBITDA esperamos un 8,7% favorecido por el primer año de consolidación completa de Solaris y 9,3% en 2020 y 2021 (vs 9,4% y 9,5% esperado anteriormente).

La principal incertidumbre se refiere a la evolución del circulante, ante el retraso de algunos proyectos y los menores anticipos por menor volumen de adjudicaciones este ejercicio. Nuestras estimaciones apuntan a un incremento de la DFN a 637M€ desde 517M€, lo que supondría una DFN/EBITDA de 3,0x en 2020E, 2,6x 2021E.

:: Mantenemos recomendación Comprar, aunque ajustamos P. Obj: 37,2€/acc.

En resumen, la Cartera de Pedidos, en la que no esperamos cancelaciones, se encontraba en máximos históricos al cierre de 2019 (9.446M€ +22,4% a/a) lo que garantiza la actividad de los próximos tres años, si bien a corto plazo esperamos un repunte del apalancamiento derivado de los retrasos. **Mantenemos la recomendación de Comprar, tras la revisión preliminar de las estimaciones que refleja unos riesgos al alza, a la espera de los resultados del 1S20. Nuestra valoración de 37,20€/acc, supone un potencial del 17,9% desde los niveles actuales y un PER 2021E implícito de 16,3x.**

Ppales cifras y r.	2018r	2019r	2020e	2021e	TAMI ⁽¹⁾
Cartera de pedic	7.716	9.446	9.416	9.017	-2,3%
Ingresos	2.048	2.598	2.430	3.114	9,5%
EBITDA	201	206	211	289	18,6%
Margen Ebitda	9,8%	7,9%	8,7%	9,3%	
EBIT	144	125	119	205	27,9%
Margen Ebit		4,8%	4,9%	6,6%	
BAI	81	61	46	119	
BNA	43	25	30	78	77,9%
BPA (€/acc.)	1,27	0,72	0,87	2,28	77,9%
DPA (€/acc.)	0,77	0,84	0,35	0,80	-2,6%
Rentab. Dividen	2,4%	2,7%	1,1%	2,5%	
DFN	325	517	637	755	
DFN/EBITDA	1,6x	2,5x	3,0x	2,6x	
ROE	5,2%	3,3%	4,0%	9,9%	
PER (x)	24,8	43,7	36,1	13,8	
EV/Ventas (x)	0,69	0,62	0,71	0,59	
EV/EBITDA (x)	7,00	7,78	8,16	6,36	
EV/EBIT (x)	9,78	12,81	14,45	8,99	

(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>

Avda. de Bruselas, 14

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

28108 Alcobendas, Madrid

www.bankinter.com

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

Cifras en millones de euros

TAMI: Tasa anual media de incremento.

Resumen de PyG	2018r	2019r	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI'19/25
Cartera de pedidos	7.716	9.446	9.416	9.017	8.937	9.113	9.205	9.259	-0,3%
Ingresos	2.048	2.598	2.430	3.114	2.899	2.697	2.780	2.819	1,4%
- Ferroviario	1.888	1.948	1.800	2.424	2.229	2.052	2.135	2.174	1,8%
- Autobuses	161	650	629	691	670	645	645	645	
EBITDA	201	206	211	289	271	256	262	266	4,3%
Mrgn. EBITDA (%)	9,8%	7,9%	8,7%	9,3%	9,3%	9,5%	9,4%	9,4%	
EBIT	144	125	119	205	187	172	179	183	6,5%
Mrgn. EBIT (%)	7,0%	4,8%	4,9%	6,6%	6,4%	6,4%	6,4%	6,5%	
BNA	43	25	30	78	63	54	58	60	15,8%

Resumen Balance	2018r	2019r	2020e	2021e	2022e	2023e	2023e	2023e	TAMI'19/25
Inmovilizado	1.391	1.542	1.490	1.485	1.481	1.477	1.477	1.477	-0,7%
Existencias	375	488	397	551	477	422	413	414	-2,7%
Deudores comerciales	1.312	1.372	1.288	1.620	1.478	1.375	1.390	1.395	0,3%
Otros deudores	231	369	369	369	369	369	369	369	0,0%
Activos fros corrientes	94	12	12	12	12	12	12	12	0,0%
Tesorería	603	539	449	483	683	794	872	930	9,5%
Total Activo	4.006	4.323	4.004	4.520	4.501	4.451	4.534	4.598	1,0%
Patrimonio Neto	757	745	775	813	849	874	903	931	3,8%
Deuda Financiera	1.022	1.068	1.098	1.250	1.297	1.310	1.338	1.365	4,2%
Provisiones	232	285	285	285	285	285	285	285	0,0%
Otros pasivos	342	426	426	426	426	426	426	426	0,0%
Acreedores comerciales	1.428	1.541	1.162	1.488	1.386	1.297	1.325	1.333	-2,4%
Otros Pasivos	225	257	257	257	257	257	257	257	0,0%
Total Pasivo	4.006	4.323	4.005	4.520	4.501	4.451	4.534	4.598	1,0%

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (M€)

	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	
+ EBIT	205	187	172	179	183	Método de Valoración: establecemos el Precio Objetivo en función del descuento del flujo de caja libre, bajo las
- Impuestos s/B° Operativo	-70	-63	-58	-61	-62	
+ NOPAT	135	123	114	118	120	
+ Amortizaciones	85	84	84	83	83	
- Inversión en circulante	-160	113	69	22	3	
- Inversión en activo fijo	-80	-80	-80	-83	-83	
Flujo de Caja Libre	-21	240	186	140	123	2.217

EV	2081,7	WACC 7,4%	Múltiplos implícitos en Obj.	2020E	2021E
- DFN	(637)	g 1,8%	EV/EBITDA (x)	9,9	7,2
- Provisiones y Otros (1)	(166)	Nº acciones (M) 34,28			
- Minoritarios + Asoc.	(4)				
EqV	1.274				

Precio objetivo 37,2 €/acción

(1) 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	6,40%	39,4	41,7	44,2	47,0	50,0	53,5	57,3	61,6	66,6
medio	6,65%	36,7	38,8	41,1	43,6	46,3	49,4	52,8	56,6	60,9
de los	6,90%	34,3	36,2	38,3	40,5	43,0	45,7	48,7	52,1	55,9
Recursos	7,15%	32,1	33,8	35,7	37,7	40,0	42,4	45,1	48,1	51,4
(WACC)	7,40%	30,0	31,6	33,3	35,2	37,2	39,4	41,8	44,5	47,5
	8,50%	22,5	23,6	24,8	26,1	27,4	28,9	30,5	32,2	34,1
	8,75%	21,1	22,1	23,2	24,4	25,6	27,0	28,5	30,0	31,8
	9,00%	19,7	20,7	21,7	22,8	24,0	25,2	26,6	28,0	29,6
	9,25%	18,4	19,3	20,3	21,3	22,4	23,6	24,8	26,1	27,6

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

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

INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro <https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/anali>
- 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

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

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

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
Pilar Aranda - Petróleo	Pedro Echeguren - Farma & Salud
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos	Juan Tuesta - Construcción & Tecnología
Luis Piñas - Alimentación/Distribución	Ana de Castro - Analista
Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo	Aránzazu Bueno - Eléctricas
Eduardo Cabero - Seguros	Joao Pisco - Portugal
Rafael Diogo - Portugal	Susana André - Portugal, Assistant

Tel.: 912759421

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