

Sector: *Industrial*

Destacada evolución de la deuda y de Solaris (autobuses)

CAF

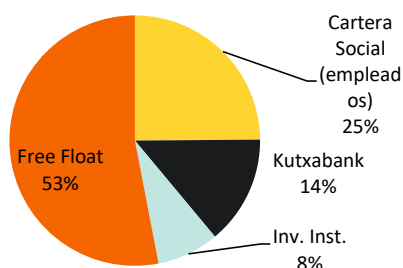
Precio Objetivo: 41,0 €
 Recomendación: Comprar
 Potencial: 15,4%

Analista: Aránzazu Cortina

Datos Básicos

Capitalización (M €): 1.219 M€
 Último: 35,55 €/acc.
 Evolución 2021: -9,4%
 N° Acciones (M.): 34,3 M acc.
 Min / Max (52 sem): 44,20€/acc./25,50€/acc.
 Cód. Bloomberg / Reuters: CAF.SM / CAF.MC

Accionariado



Ppales cifras	2019r	2020r	2021e	2022e	TAMI ⁽¹⁾
Cartera de pedidos	9.446	8.807	8.633	8.544	-1,5%
Ingresos	2.598	2.762	3.000	3.011	4,4%
EBITDA	206	201	268	284	19,0%
Margen Ebitda	7,9%	7,3%	8,9%	9,4%	
EBIT	125	121	182	200	28,5%
Margen Ebit	4,8%	4,4%	6,1%	6,6%	
BAI	61	49	117	127	
BNA	25	9	76	83	203,1%
BPA (€/acc.)	0,72	0,26	2,22	2,41	203,1%
DPA (€/acc.)	0,84	0,11	0,78	1,09	221,5%
Rentab. Divid	2,4%	0,3%	2,2%	3,1%	
DFN	517	304	446	466	
DFN/EBITDA	2,5x	1,5x	1,7x	1,6x	
ROE	3,3%	1,4%	11,6%	11,7%	
PER (x)	49,3	135,4	16,0	14,7	
EV/Ventas (x)	0,67	0,55	0,56	0,56	
EV/EBITDA (x)	8,45	7,60	6,24	5,94	
EV/EBIT (x)	13,92	12,62	9,15	8,46	

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

Evolución respecto al Ibex35 (base 100)



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

Reiteramos recomendación de Comprar, P. Obj: 41,0€/acc. (desde 37,2€/acc.). Dos aspectos destacados en la evolución del 2020: (1) la reducción del apalancamiento, que se reduce a 1,5x DFN/EBITDA desde 1,8x en 2019; y (2) Solaris, la división de autobuses, que se ha convertido en el primer suministrador de autobuses eléctricos en Europa. Las Ventas (+12%) crecen en volúmenes y mejoran su mix de negocio, en márgenes (que mejoran de 6,1% a 9,3% en 2020) y en contratación (1x Ventas).

La actividad ferroviaria sigue parcialmente afectada en dos aspectos, por un lado, el retraso en los procesos de licitación (baja contratación en 2020) y por otro, en Servicios de Mantenimiento, todavía no se ha producido la vuelta al 100% de circulación de las flotas, que deberían ir progresivamente recuperando la normalidad en 2021.

:: Principales cifras de 2020 vs consenso (Reuters): Ingresos 2.762 M€ (+6% a/a) vs 2.628M€ estimado; EBITDA ajustado 201M€ (-18% a/a) vs 209,9 estimado; BNA 9M€ (vs 25M€ en 2019) y frente a +13,95M€ en estimado. El margen EBITDA se situó en un 7,3% vs 9,4% en 2019 y 7,9% estimado.

Débil en contratación (2.123M€), especialmente en Ferroviario 1.410M€, que supone un nivel de contratación vs Ventas (Book-to-bill) de 0,7x, mientras que la división de autobuses contrató 713M€, con un Book-to-bill de 1x. Este nivel de contratación más débil frente a unas Ventas que crecieron un +6%, ha limitado la cartera de pedidos a 8.807M€ desde 9.446M€ en 2019, en cualquier caso, supone 3,2x Ventas. La cartera no incluye el contrato de RER B de París con el consorcio Bombardier y CAF, como preferred bidder.

:: Mejora el apalancamiento: La Deuda Financiera Neta se redujo a 311M€ (desde 433M€), lo que ha permitido un ratio de DFN/EBITDA de 1,5x, a pesar del descenso del EBITDA, vs 1,8x de 2019. En parte esta evolución se explica por el control de circulante, que era una de nuestras principales incertidumbres. La liquidez sigue siendo elevada, 1.115M€ entre efectivo y líneas de crédito disponibles.

:: Por áreas de negocio, destaca la evolución de la división de Autobuses (Solaris), cuyas Ventas han crecido un 12% (y suponen un 26% de las Ventas del grupo), gracias tanto a volúmenes (+5%) como al mix de producto. Solaris se ha convertido en el primer suministrador de e-buses en Europa, con una cuota de mercado del 20%. Los márgenes han mejorado al 9,3% en el conjunto del año (+2,3pp). La actividad ferroviaria sigue afectada parcialmente en Servicios por las restricciones de movilidad, aunque en la producción se está cumpliendo con el plan de recuperación de las horas no trabajadas en el 1S20. En la actividad de Servicios, sus Ingresos crecen +14% debido a la integración completa de EuroMaint, pero el Servicio Mantenimiento de flotas sigue algo por debajo de la normalidad (con tráfico superior al 70% están al 88% de actividad). Por ello, los márgenes de la actividad ferroviaria en su conjunto descendieron al 6,6% (-3,9pp).

:: Perspectivas 2021: la compañía espera obtener un Book-to-Bill igual o superior a 1x, crecimiento en Ventas y en Beneficio. No se han producido cancelaciones de licitaciones, sino retrasos en las mismas.

:: Reiteramos recomendación de Comprar. P. Obj: 41,0€/acc. (desde 37,2€/acc.). El transporte sostenible debería ser uno de los ámbitos de actuación de los programas de recuperación. La contratación y la reactivación de la actividad de Servicios, seguirá afectada parcialmente en 2021, deberían ir recuperando la normalidad a lo largo del ejercicio, especialmente en sus flotas (mayoría urbana e interurbana). Por ello, hemos revisado ligeramente a la baja el EBITDA 2021e (-7,5%) y al alza 2022e (+4,9%) y 2023e (+13%). Mantenemos nuestra recomendación Comprar. Nuestra valoración supone un EV/EBITDA implícito de 8,1x 2021e y 7,6x 2022e.

Todos nuestros informes disponibles en <https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>

Avda. de Bruselas, 14

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

28108 Alcobendas, Madrid

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	2020r	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI'20/25
Cartera de pedidos	7.716	9.446	8.807	8.633	8.544	8.446	8.383	8.300	-1,2%
Ingresos	2.048	2.598	2.762	3.000	3.011	3.074	3.038	3.058	2,1%
- Ferroviario	1.888	1.948	2.037	2.192	2.194	2.273	2.238	2.258	
- Autobuses	161	650	725	808	816	800	800	800	
EBITDA	201	206	201	268	284	289	271	269	6,0%
Mrgn. EBITDA (%)	9,8%	7,9%	7,3%	8,9%	9,4%	9,4%	8,9%	8,8%	
EBIT	144	125	121	182	200	204	186	185	8,9%
Mrgn. EBIT (%)	7,0%	4,8%	4,4%	6,1%	6,6%	6,6%	6,1%	6,1%	
BNA	43	25	9	76	83	76	65	63	47,8%

Resumen Balance	2018r	2019r	2020r	2021e	2022e	2023e	2023e	2023e	TAMI'19/25
Inmovilizado	1.391	1.542	1.360	1.355	1.353	1.352	1.350	1.351	-0,1%
Existencias	375	488	482	505	499	511	473	470	-0,5%
Deudores comerciales	1.312	1.372	1.357	1.470	1.535	1.568	1.519	1.514	2,2%
Otros deudores	231	369	205	205	205	205	205	205	0,0%
Activos fros corrientes	94	12	102	101	101	101	101	101	-0,2%
Tesorería	603	539	574	585	612	638	765	832	7,7%
Total Activo	4.006	4.323	4.080	4.220	4.305	4.375	4.414	4.474	1,9%
Patrimonio Neto	757	745	644	689	746	786	810	839	5,4%
Deuda Financiera	1.022	1.068	980	1.132	1.179	1.192	1.219	1.246	4,9%
Provisiones	232	285	316	316	316	316	316	316	0,0%
Otros pasivos	342	426	412	412	412	412	412	412	0,0%
Acreedores comerciales	1.428	1.541	1.518	1.463	1.444	1.460	1.448	1.451	-0,9%
Otros Pasivos	225	257	209	209	209	209	209	209	0,0%
Total Pasivo	4.006	4.323	4.079	4.221	4.305	4.375	4.414	4.474	1,9%

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (M€)

	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	
+ EBIT	182	200	204	186	185	Método de Valoración: establecemos el Precio Objetivo en función del descuento del flujo de caja libre , bajo
- Impuestos s/Bº Operativo	-62	-68	-69	-63	-63	
+ NOPAT	120	132	135	123	122	
+ Amortizaciones	85	85	85	84	84	
- Inversión en circulante	-191	-79	-28	75	11	
- Inversión en activo fijo	-80	-83	-83	-83	-85	
Flujo de Caja Libre	-66	55	108	199	133	2.362

EV	2174	WACC 7,5%	Múltiplos implícitos en Obj.	2021E	2022E
- DFN	(446)	g 1,8%	EV/EBITDA (x)	8,1	7,6
- Provisiones y Otros (1)	(316)	Nº acciones (M) 34,28			
- Minoritarios + Asoc.	(5)				
EqV	1.407				

Precio objetivo **41,0 €/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	6,47%	42,8	45,3	48,1	51,2	54,7	58,5	62,7	67,5	72,9
medio	6,72%	40,0	42,3	44,9	47,7	50,7	54,1	57,9	62,1	66,9
de los	6,97%	37,4	39,6	41,9	44,4	47,2	50,2	53,6	57,3	61,5
Recurso:	7,22%	35,1	37,0	39,2	41,5	44,0	46,7	49,7	53,1	56,8
(WACC)	7,47%	32,9	34,7	36,6	38,7	41,0	43,5	46,2	49,2	52,6
	8,50%	25,4	26,7	28,1	29,6	31,2	32,9	34,8	36,8	39,0
	8,75%	23,9	25,1	26,4	27,8	29,2	30,8	32,6	34,4	36,4
	9,00%	22,4	23,6	24,8	26,1	27,4	28,9	30,5	32,2	34,0
	9,25%	21,1	22,1	23,3	24,5	25,7	27,1	28,6	30,1	31,8

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.

INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

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

▪ 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 COMPANIAS

Todas nuestras notas están disponibles en:

[Link a los informes de compañías](#)

EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada - Director
Rafael Alonso - Bancos
Pilar Aranda - Petróleo
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos
Luis Piñas - Alimentación/Distribución
Elena Fernández-Trafiella - Consumo/Lujo

Aránzazu Cortina - Industriales
Juan Moreno - Inmobiliarias
Pedro Echeguren - Farma & Salud
Juan Tuesta - Construcción & Tecnología
Eduardo Cabero - Seguros
Aránzazu Bueno - Eléctricas
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

Todos nuestros informes en:

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

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

Avda. de Bruselas, 14
28108 Alcobendas, Madrid