

El presente documento se considera un Informe de Inversión a efectos de la normativa MiFID y de la Ley de Mercado de Valores. La simple puesta a disposición del mismo a un cliente o un posible cliente no implica la prestación al mismo de un servicio de asesoramiento en materia de inversión. El asesoramiento personalizado en materia de inversión que Banco Santander, S.A. presta a algunos de sus clientes requiere de la previa elaboración de una propuesta de inversión, adaptada al perfil inversor del cliente y realizada por un empleado o agente de la Entidad. **El presente documento no es una propuesta de inversión.**

07 febrero 2019

¡Todos a bordo!

Sector de ingeniería industrial

Comprar
Precio objetivo: €46.30
Precio actual: €40.00
Cambios
Recomendación: a Comprar desde Mantener
Precio Objetivo: a €46.30 desde €40.30

Elevamos nuestra recomendación sobre CAF de Mantener a Comprar, al sentirnos más positivos aún tras las perspectivas tranquilizadoras proporcionadas por la compañía durante el Iberian Conference que hemos celebrado en Madrid. Prevemos un fuerte impulso de los beneficios respaldado por una cartera de pedidos en niveles sin precedentes y oportunidades prometedoras en 2019E, creación de valor en Solaris y una valoración atractiva.

Fuerte visibilidad de los beneficios. CAF cerró 2018 con una cartera de pedidos de su división de **ferrocarril** en un máximo histórico (estimación de Santander: €6,8mm). Esto proporciona buena visibilidad a los beneficios para el período 2019E-21E. Estimamos que el beneficio por acción del grupo crezca a una tasa anual de crecimiento compuesto (TACC) del 17% en el periodo comprendido entre 2018 y 2021E.

Perspectivas prometedoras de entrada de pedidos. La entrada de nuevos pedidos para el negocio de ferrocarril en 2019 ya suma c.€700mn en lo que va de año. Además, hemos cuantificado nuevas oportunidades por valor de c.€15mm en 2019, con una alta exposición a regiones donde CAF tradicionalmente ha tenido un gran éxito: (1) en el Reino Unido, siete licitaciones importantes por valor de c.€3,0mm; y (2) en España, cinco licitaciones por importe de c.€2,5mm.

Nuevas vías de crecimiento en Solaris (un fabricante de autobuses polaco). Solaris representará c.21% de los ingresos del grupo y c.16% del EBITDA en 2019E. Se prevé que el sector europeo de autobuses eléctricos se duplique en los próximos años, y Solaris estaría en una posición favorable para aprovechar este crecimiento (tercera posición en el mercado, con una cuota del mismo de c.10%). Además, hay que destacar tecnología compartida, oportunidades de venta cruzada y nuevas áreas de negocio a desarrollar (como el mantenimiento de autobuses). Nuestra valoración preliminar recoge €3,7/acción de creación de valor por el acuerdo (c.10% de la capitalización bursátil de CAF).

La UE ha bloqueado la fusión Alstom (sin recomendación)-Siemens Mobility, lo que nos parece una buena noticia para un operador pequeño como CAF, ya que favorece la competencia.

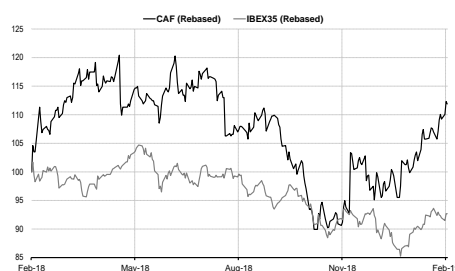
Valoración atractiva. Hemos **elevado nuestro precio objetivo de €40,30/acción a €46,30/acción (+15%)** tras aumentar nuestras estimaciones (incorporando Solaris en nuestros cálculos) y desplazar el horizonte de la previsión a diciembre de 2019E. Nuestra valoración conlleva un múltiplo implícito de 9,4x el ratio EV/EBITDA 2019E, en línea con el promedio histórico de CAF, y la cotización de la compañía se encuentra muy por debajo de ese nivel (7,9x el ratio EV/EBITDA 2019E). CAF cotiza también con un descuento superior al 20% frente a su rival directo Alstom (sin recomendación).

Datos de la compañía (06 febrero 2019):

Reuters/Bloomberg code	CAF.MC / CAF SM		
Market cap (€ mn)	1,371		
Outst shares (mn)	34		
Free float (%)	60.0		
Avg daily vol (€ mn)	1.5		
12-month range (€)	32.15 - 43.05		
Historical volatility (%)	32.5		
Performance (%)	-1M	-3M	-12M
Absolute	12.0	22.7	11.9
Relative to IBEX35	7.7	21.3	20.7

Fuente: FactSet.

Comportamiento relativo (12 meses):



Fuente: FactSet.

Sinopsis de CAF

Argumentos de inversión

- CAF previsiblemente sacará provecho de los años de internacionalización (más del 80% de las ventas en 2017E). La compañía ha comenzado a recibir pedidos recurrentes en regiones establecidas (por ejemplo, Europa continental y América Latina) y se está adelantando en mercados como el Reino Unido y Asia (India).
- CAF podría sacar provecho a los años de inversión en I+D. Preveemos un aumento de los pedidos de sus plataformas Civity (trenes de cercanías) y Urbos (tranvías) y sus sistemas de señalización.
- Una sólida cartera de contratos y oportunidades prometedoras proporcionarán visibilidad a los beneficios de cara a 2018-21.
- La adquisición de Solaris (c.20% de las ventas de 2019E) representa una nueva vía de crecimiento dentro del sector de autobuses eléctricos.

Principales factores determinantes del valor

- Buenas perspectivas de mercado. Los negocios de Material Rodante y Servicios están creciendo a una tasa anual de crecimiento compuesto (TACC) del 3,3% en 2013-15/2019E-21E (UNIFE); Europa occidental al 3,6%; el negocio de metro y tranvía al 4,6% y el de trenes regionales y de cercanías al 3,6%.
- Gasto en infraestructura, especialmente en los mercados emergentes, como resultado de la urbanización y el aumento de la población. Recuperación del retraso en transporte de Latinoamérica y Asia con respecto a los países occidentales.
- Tendencias ecológicas que favorecen el transporte público y los vehículos alimentados con energía limpia.

Riesgos de inversión

- La competencia se endureció con la entrada de CRRC y Hitachi en países occidentales.
- La internacionalización reduce el riesgo de concentración, pero aumenta el riesgo de ejecución; por ejemplo, los contratos en el Reino Unido (firmados a precios competitivos, nuevos clientes, construcción de nuevas plantas).
- Riesgo de tipos de cambio: la exposición de c.20% del balance al real brasileño no está completamente cubierta (depreciación del 10%, pérdida de c.€7,0mn en la cuenta de resultados).

Catalizadores

- Licitaciones a corto plazo. Identificados €17mm de nuevos pedidos. Los mercados del Reino Unido y España podrían representar más de €6mm en licitaciones en 2019E.
- Mejora del flujo de caja libre. Mejores condiciones de capital circulante en los nuevos pedidos y c.€100mn en pagos del negocio heredado de CPTM, Amtrak y Euskotren en 2019 (estimación de Santander).

Descripción de la compañía

Fundada en 1917 en el País Vasco, CAF se dedica al diseño, producción y mantenimiento de sistemas, componentes (por ejemplo, bogies, carrocerías y componentes de rodaje) y soluciones llave en mano en el sector ferroviario (comunicación, señalización, gestión de proyectos y sistemas de integración). CAF se ha especializado en unidades eléctricas urbanas y suburbanas (metro, tranvía y otros sistemas de ferrocarril ligero, que representan el 35% de las ventas totales), así como en trenes regionales y de cercanías (20% de las ventas) y servicios (25% de las ventas). Apuesta con fuerza por la inversión en I+D y ha desarrollado internamente equipos y plataformas fundamentales para diferentes segmentos.

Glosario

m/m: Respecto al mes anterior.

t/t: Respecto al trimestre anterior.

a/a: Respecto al año anterior.

pb: Puntos básicos.

pp: Puntos porcentuales.

mn: Millones.

mm: Miles de millones.

BPA: Beneficio por acción.

P/E: PER – Precio Acción / Beneficio por Acción. El PER es un ratio usado en el análisis fundamental. Su valor indica cuantas veces el BPA se encuentra incluido en el precio de la acción.

EBIT: Beneficio antes de intereses e impuestos.

EBITDA: Beneficio antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones.

EV: Enterprise Value: Valor empresarial. El cálculo habitual es sumar la capitalización bursátil, la deuda y otros pasivos y restar el efectivo y equivalentes.

EV/EBITDA: El EV/EBITDA. El EV/EBITDA es un ratio usado en el análisis fundamental. Usado de forma habitual (como el PER) para comparar las cotizaciones relativas de distintas acciones.

NIIFs: Normas internacionales de información financiera.

FCL: Flujo de caja libre.

DN: Deuda Neta

DN/CE: Deuda Neta / Equity contribuido.

SDP: Suma de partes.

FCD: Flujo de caja descontada.

PO: Precio objetivo.

CFFO: Flujo de caja generado por operaciones.

EV/DACF: Valor empresarial sobre el flujo de caja ajustado por deuda. Ratio usado habitualmente en el análisis fundamental de compañías de petróleo.

ROACE: Retorno sobre el capital usado medio.

OPA: Oferta Pública de Adquisición.

RevPAR: ingresos por habitación disponible.

AVISO LEGAL

Las opiniones expresadas en este informe reflejan las opiniones personales del equipo de análisis de Banco Santander, S.A. Asimismo, el equipo de análisis no ha recibido ni recibirá ingresos por proporcionar una recomendación u opinión específica en el presente informe.

Por otro lado, dichos analistas pueden haber recibido ingresos o recibir ingresos en función de, entre otros factores, los resultados del Grupo Santander, incluidos los beneficios derivados de las actividades de banca de inversión.

El presente informe ha sido preparado por Banco Santander, S.A. (entidad perteneciente al Grupo Santander), y se facilita sólo a efectos informativos. Banco Santander, S.A. es una entidad inscrita en España, autorizada y regulada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y el Banco de España.

Banco Santander, S.A. y/o una sociedad del Grupo Santander pueden, en su momento, solicitar, prestar o haber prestado servicios de banca de inversión, aseguramiento u otros servicios (incluida su actuación en calidad de asesor, gestor, asegurador o prestamista) en los últimos 12 meses para cualquier sociedad/emisor mencionado en el presente informe que haya dado lugar o dé lugar en el futuro a un pago o al compromiso de realizar un pago en relación con dichos servicios. Existe más información al respecto a su disposición previa solicitud.

El presente documento se considera un Informe de Inversión a efectos de la normativa MiFID y la Ley del Mercado de Valores. La simple puesta a disposición del mismo a un cliente o un posible cliente no implica la prestación al mismo de un servicio de asesoramiento en materia de inversión. Bajo ninguna circunstancia deberá usarse ni considerarse como una oferta de venta ni como una solicitud de una oferta de compra. Asimismo, la simple explicación del contenido del documento tampoco constituye la prestación de un servicio de asesoramiento en materia de inversión. Cualquier decisión de compra, por parte del receptor, debería adoptarse teniendo en cuenta la información pública existente sobre ese valor, y, en su caso, atendiendo al contenido del folleto registrado en la CNMV, disponible tanto en la CNMV y Sociedad Rectora del Mercado correspondiente, como a través de las entidades emisoras.

La información que incluye el presente informe se ha obtenido de fuentes consideradas como fiables, pero si bien se ha tenido un cuidado razonable para que dicha información no sea ni incierta ni equívoca en el momento de su publicación, no manifestamos que sea exacta y completa y no debe confiarse en ella como si lo fuera. Todas las opiniones y las estimaciones que figuran en el presente informe constituyen nuestra opinión en la fecha del mismo y pueden ser modificadas sin previo aviso. Asimismo, las previsiones no representan un indicador fidedigno de resultados futuros.

Rentabilidades pasadas no presuponen en ningún caso rentabilidades futuras. Toda inversión en renta variable está sujeta a riesgos de pérdida del principal invertido. Los factores que pueden afectar al precio y a su cotización en mercado son, entre otros, las expectativas sobre el beneficio futuro de la sociedad y su tasa de crecimiento, eventos societarios (pagos de dividendos y cambios en la política de retribución vía dividendos, ofertas públicas de adquisición o venta, ampliaciones de capital); cambios en la calificación crediticia de la compañía; suspensiones de cotización en bolsa o salidas a bolsa de otras compañías; la cotización de otras acciones correlacionadas, noticias de tipo económico, político y de toda índole que afectan a los mercados financieros; los tipos de interés, la economía en general, la confianza de los inversores, etc. Asimismo, la fluctuación de la divisa puede incrementar o disminuir el rendimiento de aquellos valores cotizados en divisas distintas al euro. Para más información sobre las características y los riesgos generales de este tipo de instrumentos financieros, le aconsejamos el documento "Información sobre la prestación de servicios de inversión" que le ha proporcionado el Banco y que tiene a su disposición en la página web www.bancosantander.es/es/espacio-mifid/.

Las inversiones en Bolsa conllevan gastos que no se están teniendo en consideración en este informe. En la página web www.bancosantander.es tiene a su disposición la información completa sobre los gastos y comisiones que se aplican en las operaciones en mercados bursátiles.

El presente informe ha sido elaborado a una fecha determinada. Banco Santander, S.A. no asume ninguna obligación de comunicar al receptor del mismo los cambios futuros de recomendación o precio objetivo de los instrumentos o de las sociedades incluidas en este informe.

El análisis de inversión emitido por Banco Santander, S.A. ha sido preparado de acuerdo con las políticas de gestión de conflictos de interés del Grupo Santander. En relación con la producción de análisis de inversión, Grupo Santander tiene normas internas de conducta que incluyen, entre otros aspectos, procedimientos para evitar conflictos de interés, incluidos procedimientos de murallas chinas y, en caso oportuno, la posibilidad de establecer restricciones específicas en la actividad de análisis.

Cualquier sociedad del Grupo Santander, directores, comerciales, traders u otros profesionales pueden proporcionar a sus clientes comentarios de mercado o estrategias de negociación, bien sea de forma oral o escrita, que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento. Asimismo, cualquiera de las entidades de inversión y negociación de Grupo Santander pueden adoptar decisiones de inversión que no sean coherentes con las recomendaciones expresadas en el presente documento.

Ni Grupo Santander ni otra persona se hacen responsables de las pérdidas directas o potenciales que se deban al uso de este informe o del contenido del mismo. El presente informe no podrá ser reproducido, distribuido ni publicado por ningún receptor del mismo por ningún motivo.

Queda prohibida la distribución del presente informe en los Estados Unidos, el Reino Unido, Japón y Canadá.

CLAVE DE RECOMENDACIONES DE ANÁLISIS FUNDAMENTAL *

Recomendación	Definición	% de compañías	
		Cubiertas con esta recomendación	A las que se ha prestado servicios de banca de inversión en los últimos 12 meses
Comprar	POTENCIAL ALCISTA SUPERIOR AL 15%	49.07	16.15
Mantener	POTENCIAL ALCISTA DEL 10-15%	31.68	10.56
Infraponderar	POTENCIAL ALCISTA DE MENOS DEL 10%	18.63	6.83
En revisión		0.62	0

AVISO: Dada la alta volatilidad experimentada recientemente en los mercados de valores, los parámetros para definir las recomendaciones pasan a ser meramente orientativos hasta nuevo aviso.

(*) Los precios objetivo fijados de enero a junio son para el 31 de diciembre del año actual. Los precios objetivo fijados de julio a diciembre son para el 31 de diciembre del año siguiente.

© BANCO SANTANDER, S.A. 2019. Reservados todos los derechos.