Equity Deep Dive · NYSE: CAT

Caterpillar: récord de negocio y un 31 % menos en bolsa, pero el precio aún descuenta una década sin ciclo

Ventas de US$20,5 bn en un trimestre, margen del 21,9 % y US$72 bn de pedidos, con la energía para centros de datos como motor. La acción ha caído un 31 % desde junio y sigue en 22,6 veces el BPA de 2027. Medimos cuánto ciclo hay ya en el precio.

SDN Research · Equity Research · Datos a cierre del 15-10-2026

PUNTOS CLAVE

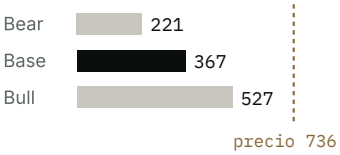
- El negocio está en su mejor momento: ventas récord de US$20,5 bn en un trimestre, margen ajustado del 21,9 % y una cartera de pedidos que ya equivale a casi un año de ventas [S001][S002].
- Quien tira del crecimiento es Power & Energy (antes Energy & Transportation): la generación eléctrica vende un 29 % más y sus ventas a usuarios crecen un 72 %, sobre todo por centros de datos [S001][S002].
- La acción ha caído un 31 % desde junio y aun así cotiza a 22,6 veces el BPA de 2027, contra unas 15,5 veces de su grupo de comparables [S009] [S010]. Nuestro DCF a lo largo del ciclo da US$221,0 / US$367,0 / US$527,0 (bear / base / bull): el precio exige más que nuestro bull.

Pregunta central. ¿Cuánto ciclo ha quitado el mercado del precio de Caterpillar? A US$735,64 (cierre del 15-10-2026 [S009]) la acción vale unos US$338 bn [S014] y paga 22,6 veces el BPA de 2027. Según el modelo DCF de SDN, para justificar ese precio las ventas tendrían que crecer un **12,5 % anual durante diez años** con un margen del 19 %, el doble del 5–7 % que promete la empresa [S003]. Dicho de otra forma: comprar hoy rinde un 6,1 % anual si se cumple nuestro base. El negocio es excelente; la cuestión es el precio de un negocio cíclico con tipos al 5 %.

DATOS CLAVE

Ventas y bº 2T26	US$20,5 bn
+24 % a/a · récord trimestral	
Margen op. ajustado 2T26	21,9 %
17,6 % en 2T25 · 17,2 % en 2025	
Cartera de pedidos	US$72 bn
+92 % a/a · 59 % se entrega en 12 meses	
Precio vs máximo	−31 %
US$735,64 frente a 1.064,90 de junio	

ESCENARIOS SDN



COTIZACIÓN DE CAT



Nº 008 · DISTRIBUCIÓN PÚBLICA · ANÁLISIS INDEPENDIENTE

Documento informativo; no es una recomendación de inversión. Aviso legal al final.

EXHIBIT A SNAPSHOT: LO QUE SE VE Y CÓMO LO LEEMOS

VARIABLE	DATO OBSERVABLE	LECTURA
Precio CAT	US$735,64 (15-10-2026) · rango 52 sem. 510–1.073	Un 31 % bajo el máximo de junio; +38 % en 12 meses
Capitalización	US$338 bn · 459,7 M acciones	PER 31,2x sobre 12 meses; 22,6x sobre 2027E
Resultados 2T26	Ventas 20,5 bn · BPA aj. 8,17 · margen aj. 21,9 %	El BPA superó el consenso un 32 %
Cartera de pedidos	US$72 bn a jun-26 (51 bn a dic-25)	0,96 años de ventas de los últimos 12 meses
FCF MP&E	US$5,1 bn en 2T26 · 9,5 bn en 2025	Guía 2026: mitad alta del rango 6–15 bn
Retorno al accionista	US$7,9 bn en 1S26 (recompras + dividendos)	Supera en un 39 % el FCF del semestre
Próximo catalizador	Resultados 3T26 el 29-10-2026	Consenso: BPA 7,03 y ventas 20,7 bn

Fuente: Caterpillar [S001][S002][S004][S007][S014]; Yahoo Finance a 15-10-2026 [S009]; Quartz [S008]. Precio y consenso: agregador. Capitalización (precio × acciones del 10-Q), PER y rentabilidad sobre 12 meses: cálculos SDN.

01 La tesis: récord de negocio, pero el precio ya cuenta con que el ciclo no vuelve

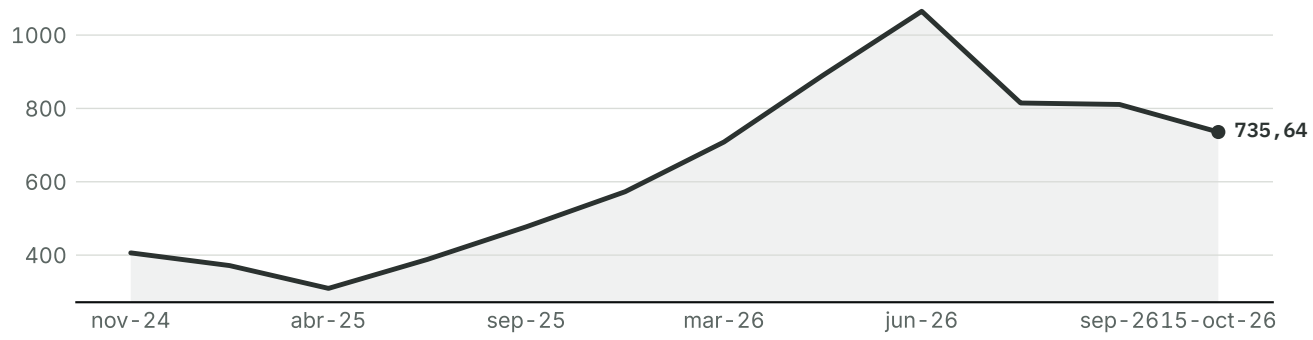
RESUMEN

Caterpillar fabrica maquinaria de construcción y minería, motores, generadores y turbinas de gas, y financia su venta a través de Cat Financial. Vende a través de una red independiente de distribuidores y se reparte en cuatro segmentos: Construction Industries (CI), Resource Industries (RI), Power & Energy (P&E, que hasta 2025 se llamaba Energy & Transportation) y Financial Products (FP) [S001][S004]. En 2025 facturó US$67,6 bn, un 4 % más que en 2024, con un margen operativo ajustado del 17,2 % que los aranceles recortaron desde el 20,7 % de 2024 [S004].

El año 2026 ha cambiado la película. En el 2T26 las ventas subieron un 24 % hasta US$20,5 bn y el beneficio por acción ajustado un 73 % hasta US$8,17. La dirección eleva su guía a un crecimiento de ventas en la franja "media-alta de la decena" ("mid to high teens") y a un margen mejor del previsto [S001][S002]. El mercado respondió sobre todo a la energía: entre abril de 2025 y junio de 2026 la acción se multiplicó por 3,4, de 309 a 1.065 dólares [S011].

Desde junio la acción ha devuelto casi un tercio. Quartz y 24/7 Wall St. lo atribuyen a rendimientos largos en máximos de dos décadas (el bono a 10 años cotizaba el 15-10 en 5,09 % y el de 30 años en 5,43 %), al petróleo y a las dudas sobre el ciclo de inversión en IA [S008][S011][S013]. La pregunta de este informe es cuánto de ese 31 % era exceso y cuánto es corrección de un precio que ya descontaba un ciclo distinto del de los últimos cuarenta años.

EXHIBIT 1 COTIZACIÓN DE CAT (US$, CIERRE MENSUAL Y 15-10-2026)



Fuente: Yahoo Finance, cierres mensuales a 15-10-2026 [S011]. Máximo histórico de 1.064,90 en junio de 2026 [S008].

02 Cuatro negocios, pero hoy el beneficio crece más por la energía y por el volumen de obra SEGMENTOS

EXHIBIT B LOS SEGMENTOS: TAMAÑO, RITMO Y MARGEN (US$ MILES DE MILLONES)

SEGMENTO	VENTAS 2025	VENTAS 2T26	A/A	MARGEN 2025	MARGEN 2T26
Construction Industries	25,1	8,3	+35 %	18,7 %	23,3 %
Resource Industries	15,9	4,6	+20 %	13,5 %	14,9 %
Power & Energy	28,6	8,2	+17 %	21,9 %	24,6 %
Financial Products (ingresos)	4,2	1,1	+10 %	n.a.	n.a.
Total ventas y bº consolidadas	67,6	20,5	+24 %	16,5 % (GAAP)	20,9 % (GAAP)

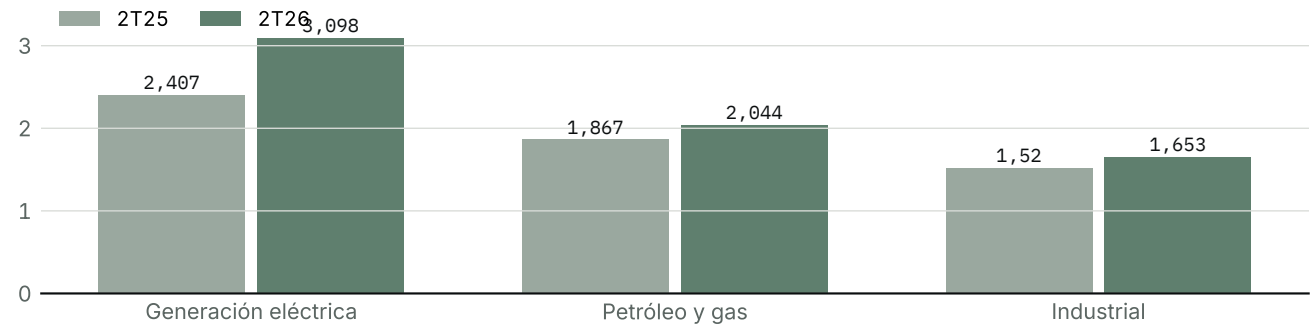
Fuente: Ventas y margen de segmento 2025: Fiscal.ai sobre 10-K [S006] (cálculo SDN: beneficio de segmento / ventas); 2T26: Caterpillar [S001]. Las ventas de segmento incluyen operaciones entre segmentos y no suman el total.

Construction Industries (36 % de las ventas de segmento) vende las máquinas que se ven en cualquier obra: excavadoras, cargadoras, motoniveladoras y pequeñas. Es el segmento más sensible al ciclo y al inventario de los distribuidores. En el 2T26 vendió un 35 % más (un 50 % más en Norteamérica); además, el inventario de los distribuidores subió US$400 M (cuando un año antes había bajado), y la dirección espera una reducción de más de US$1 bn en el 4T [S001][S002].

Resource Industries (23 %) es minería, canteras y grandes obras, más los ferrocarriles de Progress Rail. Vende camiones y palas de minería y se mueve con el precio del cobre, del oro y del carbón. Crece un 20 % con un margen del 14,9 %, el más bajo del grupo, y apuesta por la autonomía: 827 camiones autónomos en servicio a fin de 2025 frente a 690 un año antes, con la meta de triplicar la cifra de 2024 en 2030 [S001] [S003].

Power & Energy (41 %) es el segmento que ha cambiado la narrativa. Fabrica motores de gas y diésel, grupos electrógenos y las turbinas de Solar Turbines; pesaba el 44 % de las ventas de segmento en 2016 y pesa el 41 % en 2025, así que lo nuevo es su velocidad (generación +72 % en ventas a usuarios en el 2T26 [S002]). La parte que va a centros de datos no se publica: SIN VERIFICAR, fuera de la valoración. Su venta de generación eléctrica fue de más de US$10 bn en 2025 (+30 %) y la dirección quiere más que duplicarla respecto a 2024 en 2030 [S003]. En el 2T26 generación facturó US$3.098 M (+29 %), petróleo y gas US$2.044 M (+9 %) e industrial US$1.653 M (+9 %) [S001].

EXHIBIT 2 POWER & ENERGY: VENTAS EXTERNAS POR APLICACIÓN, 2T25 FRENTE A 2T26 (US$ BN)



Fuente: Caterpillar, comunicado del 2T26 [S001]. Las ventas externas de P&E fueron US$6.795 M; el resto son ventas entre segmentos.

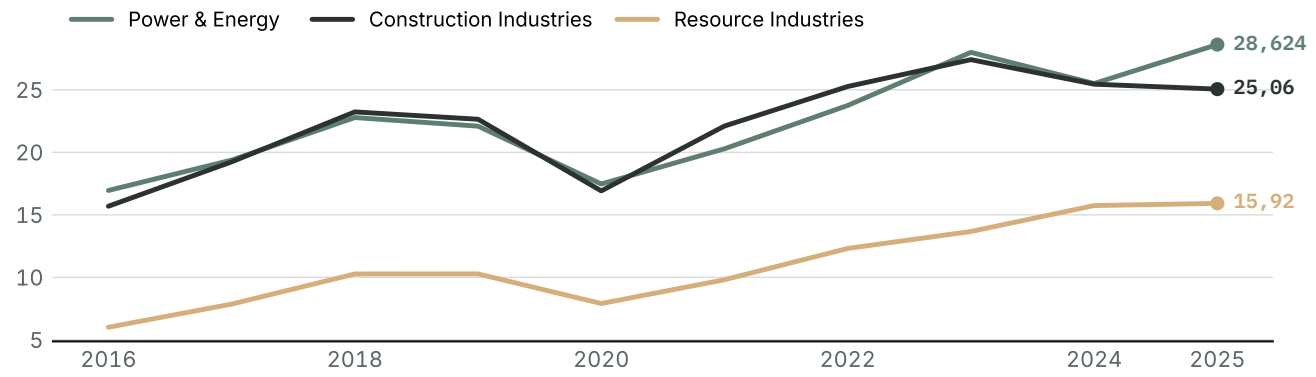
Financial Products (6 %) financia a clientes y distribuidores con Cat Financial. Ganó US$328 M en el trimestre (+32 %), con morosidad del 1,31 % (1,62 % hace un año) y una provisión del 0,84 % de la cartera [S001]. Su deuda (US$34,5 bn entre corto y largo plazo) no es deuda de la parte industrial; por eso valoramos Caterpillar como MP&E (maquinaria, energía y servicios) más Financial Products por separado [S001].

03 Diez años de ciclo: el beneficio operativo se multiplicó por diez, con dos caídas por el camino

CICLO

DATO: entre 2012 y 2016 las ventas de Caterpillar cayeron más de un 41 % (de US$65,9 bn a 38,5 bn) y el beneficio operativo un 86 % (de 8,6 bn a 1,2 bn) [S005]. En 2020 volvieron a caer un 22 %. Desde 2016 las ventas han crecido un 75 % y el beneficio operativo se ha multiplicado por 9,6, hasta US$11,2 bn en 2025. **CÁLCULO:** el margen operativo medio de esos diez años es del 13,7 %; el 21,9 % ajustado del 2T26 queda ocho puntos por encima [S005][S001]. Esa distancia es la clave del DCF: el margen de este trimestre no es una referencia para el flujo de caja a diez años.

EXHIBIT 5 VENTAS POR SEGMENTO (US$ BN)



Fuente: Fiscal.ai sobre los 10-K [S006]. Hay una ruptura de serie entre 2023 y 2024: RI sube un 15 % en un año de minería débil y P&E baja un 9 %, compatible con una reclasificación de unos US$3 bn entre ambos que no hemos podido confirmar en la fuente primaria.

ANÁLISIS: el mix geográfico se ha desplazado a Estados Unidos. Norteamérica pasó del 47 % de las ventas en 2016 al 54 % en 2025 y al 59 % en el 2T26 (12,1 de 20,5 bn), mientras que Asia/Pacífico solo suma un 4 % más en el trimestre [S006][S001]. La demanda actual depende por tanto de la obra pública y privada de EE. UU. (la ley de infraestructuras IIJA, la construcción de centros de datos y la minería) y de un dólar y unos tipos que hoy no ayudan.

EXHIBIT 7 DIEZ AÑOS EN UNA TABLA (US$ BN SALVO INDICACIÓN)

AÑO	VENTAS	Bº OPERATIVO	MARGEN	BPA DIL. (US$)	ACCIONES DIL. (M)
2016	38,5	1,2	3,0 %	-0,11	584
2017	45,5	4,5	9,8 %	1,26	599
2018	54,7	8,3	15,2 %	10,26	599
2019	53,8	8,3	15,4 %	10,74	568
2020	41,7	4,6	10,9 %	5,46	549
2021	51,0	6,9	13,5 %	11,83	548
2022	59,4	7,9	13,3 %	12,64	530
2023	67,1	13,0	19,3 %	20,12	514
2024	64,8	13,1	20,2 %	22,05	489
2025	67,6	11,2	16,5 %	18,81	472

Fuente: SEC XBRL, 10-K 2016-2025 [S005]. BPA y acciones tal como se publicaron (sin ajustar por conceptos extraordinarios). Cálculo SDN: margen = beneficio operativo / ventas.

04 Calidad del crecimiento: el precio paga la subida de costes, y los aranceles consumen casi tres puntos de margen

MARGEN

DATO: de los US$3.974 M de aumento de ventas en el 2T26, US$3.113 M (78 %) son volumen y US$595 M (15 %) son precio; el resto, divisas y financiera [S001]. Eso es un precio del +3,6 % sobre el 2T25 (cálculo SDN), por encima del 2 % de ventas que la dirección contaba en enero para todo 2026 [S003]. El beneficio operativo (GAAP) creció US$1.435 M: volumen +1.246, precio +595, costes de fabricación +34, SG&A e I+D −344, reestructuración −146 y otros [S001].

Aranceles y materiales. Los aranceles nuevos desde 2025 costaron US$1,7 bn netos en 2025 [S003] y la dirección calcula unos US$2,2 bn en 2026 sin contar recuperaciones [S002]. El 2T26 costó unos US$400 M (frente a los US$700 M avanzados en abril) y el 3T costará unos US$600 M [S002]. Además, el 2T26 incluye US$392 M de **recuperaciones IEEPA esperadas** que suben el margen unos 1,9 puntos (392 / 20.543: cálculo SDN) y que no se repetirán: sin ellas, el margen del año estaría "cerca del suelo del rango" [S001][S002]. Con unas ventas de US$80 bn, US$2,2 bn de aranceles son 2,8 puntos de margen (cálculo SDN).

EXHIBIT 9 MARGEN OPERATIVO AJUSTADO FRENTE AL RANGO OBJETIVO

PERIODO	MARGEN AJ.	QUÉ DICE LA EMPRESA / DATO
2024	20,7 %	Máximo del ciclo, antes de aranceles [S004]
2025	17,2 %	"Dentro del rango para su nivel de ventas"; aranceles netos de 1,7 bn [S003]
2T26	21,9 %	+4,3 pt a/a; incluye 392 M de recuperaciones IEEPA [S001]
2026 (guía)	n.d.	Mayor que lo previsto en abril; sin IEEPA, "cerca del suelo del rango" [S002]
Objetivo	Medio del rango	La dirección aspira a operar "en torno al punto medio" del rango [S002]
Rango (investor day)	15–19 % con 60 bn; 21–25 % con 100 bn	Objetivo de la empresa para 2030; contexto, no entra en el modelo [S012][S018]

Fuente: Caterpillar [S001][S002][S003][S004]; investor day de noviembre de 2025 y presentación de febrero de 2026 [S012][S018]. El rango es deslizante: depende del nivel de ventas.

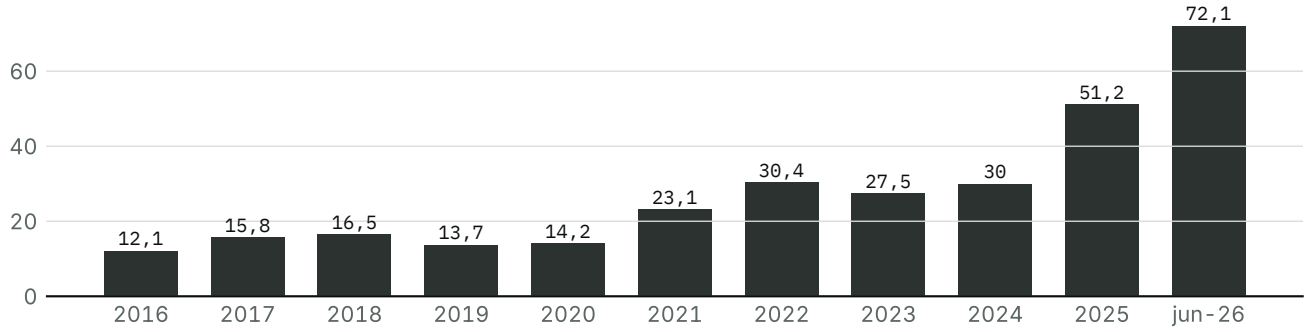
VARIABLE CLAVE

El margen incremental. En el 2T26 el beneficio operativo ajustado subió US$1.581 M con US$3.974 M más de ventas: un 40 % de margen incremental (cálculo SDN sobre S001). Es lo que explica el salto del BPA, pero también el riesgo inverso: cuando las ventas caen, el margen cae casi igual de deprisa. La partida que más ha crecido es SG&A e I+D (+17 % en el 2T26), que la empresa asocia a retribución e inversión estratégica [S001]. Con costes fijos más altos, un mismo recorte de ventas pesa más en el margen de 2029 que en el de 2019.

05 La cartera de pedidos compra tiempo, pero casi el 60 % se entrega en un año

PEDIDOS

EXHIBIT 10 CARTERA DE PEDIDOS AL CIERRE DE AÑO (US$ BN) Y JUN-2026



Fuente: Fiscal.ai sobre los 10-K, 2016-2025 [S006]; jun-2026: Caterpillar [S002][S008]. El dato de 2025 coincide con los US$51 bn de la empresa [S003].

DATO: la cartera pasó de US$30 bn en 2024 a US$51 bn en 2025 y a US$72 bn en junio de 2026. La empresa dice que los tres segmentos contribuyen y que, en Power & Energy, hay clientes que ya hacen pedidos para entregas de 2030 [S002][S003]. El 59 % de los US$72 bn debe entregarse en los próximos doce meses, frente a un 62 % en enero: el mix se alarga, porque la energía se vende con calendarios más largos [S002][S003].

ANÁLISIS: un backlog de US$72 bn son 0,96 años de ventas (sobre los US$74,7 bn de los últimos doce meses: cálculo SDN con [S014]). Da visibilidad a 2027 y parte de 2028, pero no es un contrato de dos décadas: los pedidos de turbinas y grandes motores se pueden cancelar o aplazar si el cliente deja de financiar el centro

de datos. La propia dirección responde a esa duda diciendo que "nadie está frenando" y que los clientes piden más unidades de las que se pueden entregar [S002].

La capacidad es la apuesta de la empresa. Caterpillar ha anunciado turbinas con 2,5 veces la capacidad de 2024, duplicar su capacidad de motores grandes y más que duplicar la de turbinas industriales, además de reabrir un motor de gas de 10 MW (1,5 GW de capacidad, envíos desde el 4T26) [S002][S003]. Asegura recuperar la inversión en efectivo "antes de fin de década". Un capex de unos US$3,5 bn en 2026 (frente a 2,8 en 2025) es lo que hace que el FCF de 2026 no suba tanto como el beneficio [S002][S005].

> QUÉ PUEDE ROMPER LA TESIS
>
> **Que la energía sea un ciclo de inversión y no una tendencia.** Un pedido de 2 GW para el campus Monarch de AIP, con un potencial de unos 8 GW, es una buena señal de demanda, pero también de concentración: cuatro pedidos de más de 1 GW en prime power [S003]. Si el gasto en centros de datos se pausa, la capacidad nueva (motores y turbinas) se quedaría con menos volumen y más depreciación justo cuando el margen incremental juega en contra.

06 Caja y retorno: Caterpillar devuelve más de lo que genera y ha reducido un quinto su número de acciones

CAJA

DATO: entre 2016 y 2025 Caterpillar destinó US$33,7 bn a recomprar acciones y US$22,7 bn a dividendos, un total de US$56,4 bn: el 17 % de la capitalización actual [S005][S009]. El número medio de acciones diluidas bajó de 584 M en 2016 a 472 M en 2025 (−19 %) y a 462,5 M en el 2T26 (−21 %) [S005][S001]. **FCF:** el flujo de caja libre de MP&E fue de US$9,5 bn en 2025 y de unos US$5,7 bn en el 1S26 (US$5,1 bn solo en el 2T; cálculo SDN con flujo operativo de 7,0 bn menos capex de 1,3 bn), con capex de ~3,5 bn en 2026 y una caja de MP&E de 5,9 bn más 1,5 bn en valores frente a 10,7 bn de deuda [S001][S002][S003]. Recompras 1S26: 6,5 bn; dividendos: 1,4 bn. El dividendo trimestral es de US$1,63 tras subir un 8 % en junio (la sexta subida anual seguida de un dígito alto; 32 años de dividendo creciente a enero de 2026); la rentabilidad por dividendo es del 0,9 % [S002][S003][S009].

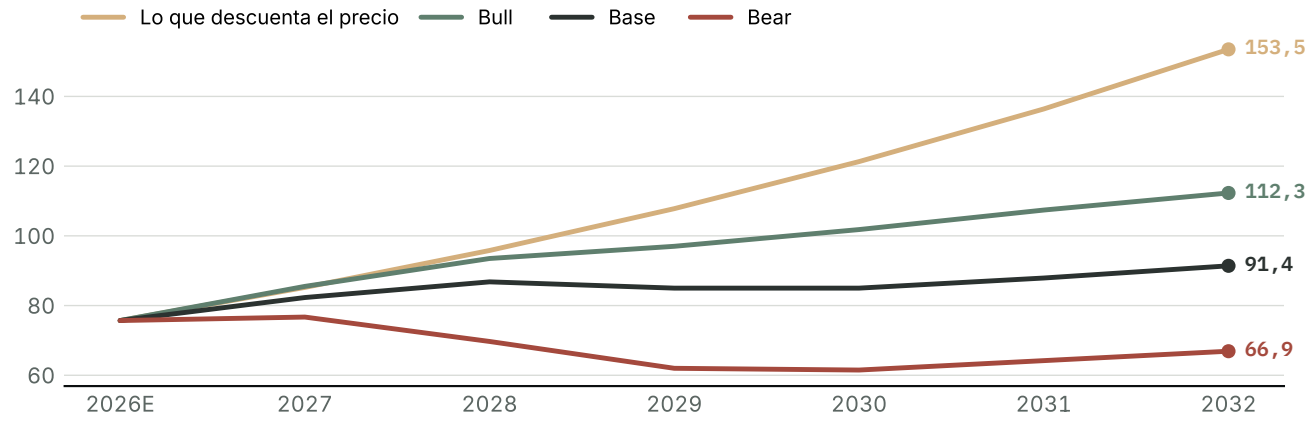
> NO CONTAR DOS VECES
>
> **Un retorno del 139 % del FCF no se puede repetir cada año sin vaciar la caja.** En el 1S26 Caterpillar pagó US$7,9 bn a los accionistas con un FCF de MP&E de unos US$5,7 bn; la diferencia salió de la caja (la caja consolidada bajó de 10,0 a 6,7 bn) [S001]. La empresa dice que devolverá "sustancialmente todo" el FCF con el tiempo, no cada año. Para la valoración, las recompras no suman valor adicional al DCF: ya están en el FCF; solo reducen el número de acciones: los US$7,9 bn del primer semestre son un 2,3 % de la capitalización (cálculo SDN).

07 Lo que pide el precio actual: crecer un 12,5 % al año durante diez años o aceptar un retorno del 6 %

PRECIO

CÁLCULO: el DCF inverso responde a una pregunta: ¿qué tiene que pasar para que US$735,64 sea un precio justo al coste de capital del modelo (9,8 %)? Con margen operativo constante del 19 % y crecimiento terminal del 2,5 %, las ventas de MP&E tendrían que crecer un **12,5 % anual durante diez años**: de US$76 bn en 2026E a unos US$121 bn en 2030 (US$126 bn consolidadas) y US$246 bn en 2036. El objetivo de la empresa es crecer un 5–7 % anual entre 2024 y 2030 [S003], es decir, US$87–97 bn consolidados en 2030 (cálculo SDN sobre los US$64,8 bn de 2024).

EXHIBIT 14 VENTAS DE MP&E POR ESCENARIO FRENTE A LO QUE DESCUENTA EL PRECIO (US$ BN)



Fuente: Modelo DCF de SDN. 2026E calibrada al consenso de ventas (79,6 bn menos Financial Products) [S009]; el resto son supuestos SDN. Ventas de MP&E = 0,919 x suma de segmentos.

La segunda forma de leerlo es el retorno. Si el caso base se cumple, comprar hoy a US$735,64 rinde un **6,1 % anual**, unos 1,0 puntos por encima del bono a 10 años (5,09 %) [S011]. En el bear sería un 4,2 % y en el bull un 7,9 %: ninguno de los tres compensa un riesgo de acción cíclica con una beta de 1,61 (cálculo SDN con cinco años de precios [S017]). Para que el margen justificase el precio sin tocar las ventas, tendría que ser del 38 % todos los años, casi el doble que el máximo ajustado de la última década (20,7 % en 2024) [S004].

LEYENDO AL MERCADO

El mercado valora un cambio de categoría: de cíclica a infraestructura de energía. A 22,6x el BPA de 2027, Caterpillar cotiza por encima de Sandvik (17,5x), Cummins (15,5x), Komatsu (14,3x) o Volvo (12,4x), y por debajo de Deere (28,3x) [S009][S010]. Deere y Cummins ganan menos margen que CAT en el último trimestre (14,9 % antes de impuestos y 13,5 %, frente al 20,9 %) [S014][S015][S016]. Si el mercado la valorase como la mediana del grupo (15,5x), el precio sería de US$505 (cálculo SDN: 15,5x por el BPA 2027E de US$32,59).

08 Valoración: el DCF a lo largo del ciclo da US$221–527; incluso el bull queda un 28 % bajo el precio VALORACIÓN

Método. Valoramos MP&E por descuento de flujos 2027-2036 con un coste de capital de 9,8 % (bono a 10 años 5,09 % + beta 1,1 x prima de riesgo 4,5 %, con un 3 % de deuda) y crecimiento terminal del 2–3 %; añadimos Financial Products a 10 veces su beneficio anualizado (US$8,4 bn) y descontamos la deuda neta de MP&E (US$3,2 bn) y las pensiones (US$3,7 bn). El FCF es el beneficio operativo ajustado x (1 − 23 %) x una conversión del 95 % hasta 2029, por el capex de ampliación, y del 100 % después. El BPA normalizado es el promedio 2027-2036 del escenario (US$29,1 en el base). **Nada de eso usa el pico de 2024 ni el trimestre actual como régimen permanente.**

EXHIBIT 15 SUPUESTOS Y RESULTADO POR ESCENARIO

VARIABLE	BEAR	BASE	BULL
Construcción + minería, CAGR 2026-30	-4,6 %	-1,9 %	2,9 %
Power & Energy, CAGR 2026-30	-5,8 %	8,9 %	13,7 %
Ventas y bº 2030 (MP&E + FP, bn)	66	90	106
Margen operativo 2027 / mínimo / terminal	17,5 / 13,5 / 15,0 %	19,5 / 16,5 / 18,5 %	21,0 / 20,5 / 21,0 %
FCF MP&E medio 2027-36 (bn)	7,9	12,7	17,4
BPA normalizado medio (US$)	18,3	29,1	39,4
Crecimiento terminal	2,0 %	2,5 %	3,0 %
Valor de empresa MP&E (bn)	96	163	237
Valor por acción (US$)	221	367	527
vs US$735,64	−70 %	−50 %	−28 %
TIR comprando al precio actual	4,2 %	6,1 %	7,9 %

Fuente: Modelo DCF de SDN. Puente del base: VA flujos 79,3 + VA valor terminal 83,4 = EV 162,7; − deuda neta 3,2 − pensiones 3,7 + Financial Products 8,4 + FCF 2S26 5,9 − dividendos 2S26 1,5 = 168,5 bn / 459,7 M acciones = US$367. Los escenarios no son precios objetivo.

EXHIBIT 16 VALOR POR ACCIÓN POR ESCENARIO FRENTE AL PRECIO Y A LAS REFERENCIAS (US$)



Fuente: Modelo DCF de SDN; Yahoo Finance a 15-10-2026: objetivo medio de 26 analistas (575–1.155) y BPA 2027E de consenso [S009]; mediana de PER adelantado de pares, precio / consenso [S010].

EXHIBIT 17 SENSIBILIDAD DEL CASO BASE: VALOR POR ACCIÓN (US$) SEGÚN COSTE DE CAPITAL Y MARGEN

MARGEN (PUNTOS SOBRE EL BASE)	WACC 8 %	WACC 9 %	WACC 9,8 %	WACC 11 %
-2 pt	431	367	328	284
-1 pt	457	388	347	300
+0 pt	482	410	367	317
+1 pt	508	432	386	333
+2 pt	533	453	405	350

Fuente: Modelo DCF de SDN, crecimiento terminal del 2,5 %. Cada punto de margen en todos los años vale unos US$17–26 por acción; cada punto de coste de capital, entre US$40 y US$70.

CONCLUSIÓN DE VALORACIÓN

Con la curva de tipos de hoy, el precio solo se defiende con un coste de capital de ~6 % o con un crecimiento que la empresa no ha prometido. A un 8 % de WACC, el base valdría US$482, un 34 % menos que el precio. La media probabilística (25 % bear, 50 % base, 25 % bull) es US$370, un 50 % bajo el precio. Esto no es una venta: los analistas ven US$951 de media [S009] y el negocio sigue acelerando. Es una medida de cuánto del futuro está ya pagado.

Múltiplos frente a Deere, Komatsu, Cummins, Volvo y Sandvik

EXHIBIT 18 **COMPARABLES A 15-10-2026 (CÁLCULO SDN)**

EMPRESA	PRECIO	PER ADEL.	PER 12M	MG. OP.	RENT. DIV.
Caterpillar (US$)	735,64	22,6	31,2	20,9 %	0,89 %
Deere (US$)	650,67	28,3	36,0	14,9 %	1,00 %
Komatsu (JPY)	7.082	14,3	—	—	—
Cummins (US$)	532,73	15,5	27,0	13,5 %	1,50 %
Volvo B (SEK)	319,70	12,4	—	—	—
Sandvik (SEK)	352,70	17,5	—	—	—
Mediana de los 5 pares	—	15,5	—	—	—

Fuente: Cálculo SDN con cierres del 15-10-2026 [S009][S010]. PER adelantado = precio / BPA de consenso del ejercicio siguiente a 19-10-2026 (Deere, a octubre de 2027; Komatsu, a marzo de 2028; el resto, 2027) [S009][S010]. PER 12m, margen operativo del último trimestre y dividendo anualizado, de los 10-Q: Caterpillar [S014], Deere [S015], Cummins [S016]. Deere: margen antes de impuestos. Komatsu, Volvo y Sandvik no presentan cuentas en la SEC: solo PER adelantado.

ANÁLISIS: Caterpillar cotiza con un 46 % de prima sobre la mediana del PER adelantado de sus pares (22,6x frente a 15,5x). Su margen del último trimestre supera al de Deere y al de Cummins (20,9 % frente al 14,9 % y el 13,5 %). La prima se explica en parte por margen y por el peso de la energía, pero no totalmente: si se aplicase la mediana al BPA de 2027, el valor sería de US$505; con el múltiplo de Deere (28,3x), US$922. **LIMITACIÓN:** el PER sobre BPA de 2027 trata el año que viene como normal; sobre nuestro BPA normalizado del base (US$29,1), el PER es de 25,3x.

09 Escenarios: construcción y minería frente a energía para centros de datos

ESCENARIOS

Los dos motores que mueven el valor son independientes. **Maquinaria (CI + RI)** depende del ciclo de obra, de la minería y del inventario de distribuidores; **Power & Energy** depende del gasto en centros de datos, del gas y del petróleo. Cada escenario combina una trayectoria para cada uno y un margen operativo ajustado. La mecánica completa: ventas MP&E = 0,919 x (CI + RI + P&E); FCF = ventas x margen x (1 − 23 %) x conversión; valor por acción = (VA de flujos + VA terminal − deuda neta − pensiones + Financial Products + FCF 2S26 − dividendos 2S26) / 459,7 M de acciones.

EXHIBIT 20 QUÉ TENDRÍA QUE PASAR EN CADA ESCENARIO Y QUÉ LO INVALIDARÍA

ESCENARIO	MECÁNICA	QUÉ LO INVALIDARÍA
Bear · US$221	Los centros de datos digieren sus pedidos (P&E −8 % en 2028 y −15 % en 2029) y la construcción cae dos años seguidos (−10 % y −8 %). Margen mínimo de 13,5 %, similar al de 2021-22.	Backlog total por encima de 90 bn a fin de 2027 con P&E creciendo, o margen de segmento de P&E sostenido por encima del 25 % con volúmenes a la baja.
Base · US$367	P&E crece un 14 % en 2027 y un 10 % en 2028, se frena después y se estanca en 2031; maquinaria sufre una bajada del 10 % en 2029. Margen del 19,5 % al 16,5 % y vuelta al 18,5 %.	Que el valle de 2029 no llegue (maquinaria sin recesión) o que sea más profundo que 2020 (−22 % de ventas).
Bull · US$527	Superciclo de energía (P&E +20 %, +15 %, +12 %, +8 %) y obra pública sin recesión (−3 % en 2029). Margen entre 20,5 % y 21,5 %.	Un margen por debajo del 19 % con ventas por encima de 90 bn en 2028, o capex muy superior a 3,5 bn sin ventas adicionales.

Fuente: Modelo DCF de SDN. Las ventas, márgenes y crecimiento de cada escenario son supuestos SDN, no guías de la empresa. Ninguno es un precio objetivo.

ASIMETRÍA

Aun con todo a favor, el retorno al precio actual (7,9 % en el bull) queda por debajo del coste de capital. El bull supone ventas consolidadas de US$106 bn en 2030, un 9 % más que el techo del objetivo de la empresa (US$97 bn) y un margen del 21 %. La asimetría actual es por tanto negativa en el modelo: −70 % en el bear y −28 % en el bull. La compra a este precio solo se sostendría con un coste de capital relevante del 6 % o si el ciclo de energía durase mucho más de lo que asumimos.

10 Catalizadores: el 29 de octubre sabremos si la energía compensa el aflojamiento de la obra

CATALIZADORES

11 Riesgos: el ciclo, los tipos y una concentración en la energía que el balance no muestra

RIESGOS

Ciclo de construcción y minería. CI y RI son el 59 % de las ventas de segmento y han tenido dos caídas fuertes en diez años (2016 y 2020). Con unos gastos de SG&A e I+D un 17 % mayores que hace un año, la próxima caída pegará más en el margen [S006][S005][S001]. **Tipos largos.** Los bonos a 30 años en el 5,43 % encarecen el crédito de clientes y distribuidores, y comprimen el múltiplo de un valor a 22,6x [S011]. **Aranceles y materias primas.** US$2,2 bn en 2026, con recuperaciones IEEPA que no se repiten; Jefferies ve riesgo de precio/coste por inflación de materias primas [S002][S008].

Energía y centros de datos. El FMI avisó el 13-10 de que una corrección de la IA puede afectar a la estabilidad financiera, y Caterpillar ha caído con el resto de proveedores de energía para centros de datos [S008]. **Capacidad.** Más capacidad de turbinas y motores supone más depreciación; la empresa dice que la recuperará en efectivo antes de fin de década, pero es una promesa, no un contrato [S002]. **Retorno al accionista.** Pagar más que el FCF reduce la caja; si el ciclo gira, el margen de maniobra es menor [S001]. **Crédito.** Cat Financial tiene una morosidad del 1,31 %, baja hoy, pero se deteriora en recesión [S001].

12 Qué vigilamos

SEGUIMIENTO

- **Backlog de Power & Energy y su calendario.** Un backlog que deja de crecer mientras el total sube sería la primera señal de que los pedidos de centros de datos se aplazan.

- **Margen ajustado sin recuperaciones IEEPA.** Por debajo del 19 % en el 3T26 acercaría el bear; por encima del 21 % sostenido acercaría el bull.
- **FCF de MP&E frente a retorno.** Recompras y dividendos por encima del FCF otros dos trimestres seguirían drenando la caja.
- **Rendimiento del bono a 10 años.** Cada 100 puntos básicos de coste de capital valen entre US$40 y US$70 por acción en el base.

13 Metodología y límites

TRAZABILIDAD

DATO: los resultados, segmentos, regiones, guía, backlog, caja y retorno salen del comunicado y de la llamada del 2T26 y del 4T25 de Caterpillar [S001][S002][S003][S004]; la serie de diez años, de la API XBRL de la SEC [S005] y de Fiscal.ai para segmentos, regiones y backlog [S006]. Precio y consenso, de Yahoo Finance a cierre del 15-10-2026 [S009][S010][S011]; los múltiplos de los pares los calcula SDN con sus 10-Q [S014][S015][S016]. **CÁLCULO:** capitalización, margen incremental, DCF, DCF inverso, TIR, sensibilidades y múltiplos implícitos son cálculos del modelo DCF de SDN. **DECISIONES:** el segmento se llama Power & Energy (el encargo decía Energy & Transportation); Rail está en Resource Industries; el último resultado es el 2T26 porque el 3T26 se publica el 29-10-2026; el DCF usa un WACC de 9,8 % (CAPM con beta 1,1 y prima 4,5 %, no el beta de 1,58 de Yahoo) y trata las recompras como neutras.

LIMITACIÓN: el DCF depende casi por igual del coste de capital y del valor terminal (51 % del EV en el base), y pasar de un WACC del 8 % al 12 % mueve el valor del base entre +31 % y −22 % frente al precio. SIN VERIFICAR y fuera de la valoración: la parte de la generación eléctrica que va a centros de datos; el objetivo de 65 GW en 2030, citado por un analista en la llamada; el origen de la ruptura de serie entre RI y P&E en 2023-24; y el FCF de MP&E de 2022-2024. Las divisas de los pares (JPY, SEK) no se convierten porque los múltiplos son adimensionales.

AVISO LEGAL

Este documento ha sido elaborado por SDN Research con fines informativos y educativos. No constituye asesoramiento de inversión, ni oferta o recomendación de compra o venta de ningún instrumento financiero. Los escenarios de valoración no son precios objetivo. Las opiniones reflejan el criterio del autor a la fecha de publicación y pueden cambiar sin previo aviso. Las cifras proceden de fuentes públicas consideradas fiables, pero no se garantiza su exactitud. Rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras.

SDN RESEARCH · EQUITY RESEARCH · MAQUINARIA Y ENERGÍA FIN DEL INFORME