

# CIE AUTOMOTIVE (CIE)

## Actualización

Sector: Minerales, metales y transformación productos metálicos  
 (Materiales Básicos, Industria y Construcción)

**ACUMULAR**  
 RIESGO: MEDIO

### Accionistas

Acek Desarrollo Industrial (antigua Gestamp): 20,909%  
 Mahindra: 12,435%  
 Antonio Mª Pradera: 10,000%  
 Elidoza: 9,602%  
 Addvalia Capital: 5,000%  
 Alantra Asset Management: 4,991%

Precio acción (21/11/2017): EUR 24,52  
**Precio objetivo (12 meses): EUR 28,41**  
 Nº de Acciones (mill) (\*\*\*): EUR 129,00  
 Capitalización Bursátil (mill): EUR 3.162,44  
 Máx/Mín 2017: EUR (25,99 / 17,21)  
 Máx/Mín (12 meses): EUR (25,99 / 17,21)  
 % Máx/Min (12 meses): -6/42

### Analista: Iñigo Isardo

Tel: 34 - 91 - 573 30 27  
 Fax: 34 - 91 - 504 40 46

### Mesa de contratación

Enrique Zamácola / Javier de Pedro  
 Tel: 34 - 91 - 573 30 27  
 Fax: 34 - 91 - 504 40 46

PER 10: 13,2  
 PER 11: 10,5  
 PER 12: 9,7  
 PER 13: 15,8  
 PER 14: 17,9  
 PER 15: 15,4  
 PER 16: 12,3  
 PER 17 E: 9,2  
 PER 18 E: 7,9  
 PER 19 E: 7,6

### Principales Ratios

	EV/EBITDA	EBITDA	Bº Neto	Cash-flow	BPA	CF acción	Dividendo	Pay-out
		(*)	(*) (**)	(*)	(***)	(***)	acción	(%)
							(***)	
2010	5,5	193,30	41,40	124,21	0,36	1,09	0,00	0
2011	4,1	238,63	60,58	155,46	0,53	1,36	0,18	33
2012	4,4	224,06	61,03	143,88	0,54	1,26	0,17	32
2013	6,4	237,72	60,12	148,45	0,51	1,25	0,18	36
2014	7,4	290,86	81,05	202,76	0,63	1,57	0,20	32
2015	7,3	365,47	129,06	249,07	1,00	1,93	0,30	30
2016	6,9	407,47	162,35	289,25	1,26	2,24	0,38	30
2017E	5,5	517,98	217,35	376,71	1,68	2,92	0,51	30
2018E	4,7	583,95	253,27	425,38	1,96	3,30	0,59	30
2019E	4,2	621,12	263,49	446,98	2,04	3,46	0,61	30

(\*) EUR millones

(\*\*) En 2012, 2013 2014 y 2015 el beneficio neto incluye la aplicación de bases imponibles negativas de ejercicios anteriores.  
 Asimismo, en 2012 se incluyen las pérdidas de actividades interrumpidas de unas líneas de actividad de Biocombustibles

(\*\*\*) El número de acciones corresponde en 2013 con el resultante tras la ampliación de capital de CIE suscrita por Mahindra

El número de acciones de 2014-2019 incluye, además, las acciones emitidas como contraprestación de la OPA de exclusión de Autometal

Se han ponderado los datos por acción de 2013 y 2014, teniendo en cuenta la ampliación de capital que suscribe Mahindra y la OPA exclusión de Automet

## Factores Claves de la Inversión

- **CIE Automotive (CIE o el Grupo o la Compañía) es un grupo industrial especializado en el proceso, diseño, fabricación y suministro de componentes y subconjuntos para el sector de automoción.** Con la reestructuración de su accionariado en 2011 añadió a su cartera Dominion (DOM), un negocio de innovación aplicada a través de Servicios y Soluciones Tecnológicas.
- **La principal característica de CIE es su modelo de negocio diversificado,** tanto en tecnologías de fabricación de productos a partir de multitecnología (forja, aluminio, mecanizado, fundición, estampación, plásticos) como en mercados geográficos, a través de un fuerte posicionamiento en cuatro mercados principales (Europa, NAFTA, Asia, Brasil). El Grupo dedica más del 2% de su facturación anual a inversión en I+D+i.
- **La Compañía opera como Tier 2 en el segmento de fabricación de componentes para el segmento de Automoción, con un modelo de negocio que actúa como barrera de entrada de nuevos competidores.** Ello le dota de capacidad para abastecer a fabricantes de vehículos (OEMs) y a proveedores de funciones (Tier 1). El mercado de los Tier 2 está bastante fragmentado, lo que permite a CIE, uno de los operadores de mayor tamaño, realizar operaciones corporativas.
- Asimismo, con el objetivo de financiar la expansión futura de su negocio e incrementar su tamaño para competir de forma efectiva, **CIE, matriz de Dominion (DOM), formalizó el proceso de salida a Bolsa de su filial.** Así, en abril de 2016 DOM comenzó a cotizar en Bolsa tras llevar a cabo una Oferta Pública inicial de Suscripción (OPS) de acciones, a un precio de EUR 2,74 por acción.
- **El Grupo basa su estrategia de crecimiento casi al 50% en orgánico e inorgánico.** Así, en los últimos dos ejercicios CIE ha adquirido diversas compañías en el segmento de Automoción, como Century Plastics, Billforge, Amaya Tellería y más recientemente Newcor y The Phone House para el segmento tecnológico de Dominion (DOM)
- **En mayo de 2016 el Grupo dio a conocer su Plan Estratégico para el periodo 2016-2020.** En el mismo, CIE estableció como objetivos principales duplicar el beneficio neto obtenido en 2015 (EUR 129 millones) al cierre de 2020, aumentar sus ventas un 7% tacc, alcanzar un margen EBIT sobre ventas del 12% y mantener un nivel de endeudamiento de 0,5x (veces) deuda financiera neta en crecimiento orgánico e inferior a 2,0x en crecimiento inorgánico.
- Impulsados por la recuperación de los volúmenes de ventas del mercado brasileño, tras unos ejercicios complicados, así como por la sostenibilidad de los márgenes de los mercados norteamericano y europeo y por la integración de las compañías adquiridas, **CIE elevó en 9M2017 su cifra de negocio, su cash flow de explotación (EBITDA) y su beneficio neto un 30,0%, un 31,4% y un 34,9% en tasa interanual,** respectivamente.
- **Estimamos que la Compañía seguirá creciendo en el periodo 2017-2019 en todos los mercados en los que opera, batiendo los crecimientos medios del mercado.** Así, creemos que CIE elevará su cifra de negocios a un crecimiento del 12,7% anual tacc, mientras que el cash flow de explotación (EBITDA) crecerá a un 15,1% tacc y el beneficio neto a un 17,5% tacc.

## CIE Automotive (CIE), Noviembre 2017

- Hemos valorado CIE a través de dos métodos: i) descuento de flujos de caja ajustados a impuestos, y ii) multiplicadores bursátiles relativos a los que cotiza un grupo de referencia de empresas de su sector. Así, **alcanzamos una valoración media de EUR 3.664,98 millones, equivalente a EUR 28,41 por acción**. A precios actuales el valor cotiza con un atractivo potencial de revalorización del 15,9%.
- **Seguimos considerando a CIE como una de las compañías industriales cotizadas más atractivas dentro de la Bolsa española, a pesar de la fuerte revalorización que ha experimentado en los últimos meses** (+40,2% en los últimos 12 meses vs 16,0% del Ibex-35). Creemos que su modelo de negocio es acertado, lo que unido a una estructura financiera sólida, ofrece una fuerte visibilidad futura de resultados.
- Asimismo, consideramos que el potencial de revalorización que poseen las acciones de CIE de acuerdo a nuestros cálculos a precios actuales les dota de un importante recorrido al alza, por lo que **actualizamos nuestra recomendación a ACUMULAR** el valor en cartera, aprovechando cualquier recorte en su cotización para tomar posiciones en el mismo.

**RECOMENDACIÓN: ACUMULAR**  
**RIESGO: MEDIO**

## CIE AUTOMOTIVE PRESENTÓ UNOS RESULTADOS EN 9M2017 MUY SUPERIORES A LOS DE 9M2016, GRACIAS AL CRECIMIENTO ORGÁNICO E INORGÁNICO DE SUS DOS LÍNEAS DE NEGOCIO: AUTOMOCIÓN Y DOMINION

El fabricante de componentes de automoción CIE presentó recientemente sus resultados correspondientes a los primeros nueve meses de 2017 (9M2017). Destacar de los mismos que la Compañía alcanzó una cifra de negocio de EUR 2.691,5 millones hasta septiembre, lo que supone un aumento del 30% con respecto al importe alcanzado en 9M2016, impulsado por la mejora de sus dos áreas de negocio: Automoción y Dominion (DOM), cuyas ventas aumentaron un 30% y un 28% (+23% en términos ajustados, eliminando los ingresos por venta de terminales de Servicios Comerciales), respectivamente.

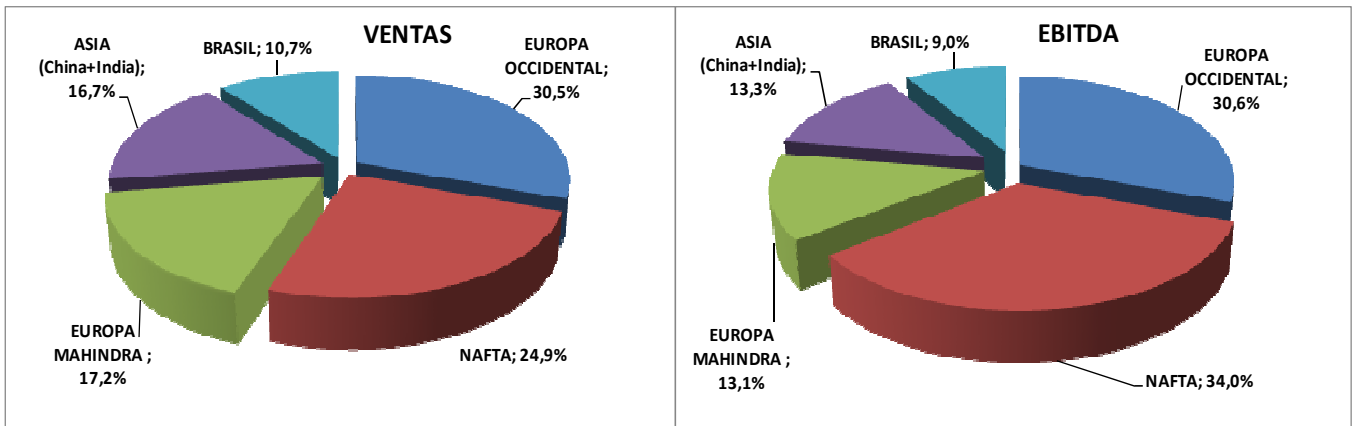
Destacar que el crecimiento del 30% de ventas se ha producido tanto en términos orgánicos (14,2% global; Automoción: +15,9%; Dominion (DOM): +7,9%) como en términos inorgánicos (+14,4% global; Automoción: +12,8%; Dominion (DOM): +20,2%) y un 1,4% a diferencias positivas de tipo de cambio.

Desglosando la cifra de ingresos por negocio, Automoción, principal línea de negocio del Grupo, elevó su importe un 30% interanual a septiembre, hasta los EUR 2.166,8 millones, a pesar de que el 3T2017 tuvo un crecimiento menor (+23% interanual), al incluir agosto, un mes de menor actividad en fábricas.

Asimismo, profundizando en la distribución geográfica de las ventas de CIE en Automoción, tenemos que resaltar que tanto en NAFTA, como en Brasil, Europa, India y China el Grupo ha superado el crecimiento del mercado.

Gráfico n. 1

### DESGLOSE VENTAS Y EBITDA AUTOMOCIÓN 9M2017 POR GEOGRAFÍA



Fuente: Estados financieros de la Compañía. Elaboración propia.

Dominion (DOM), por su parte, aumentó sus ingresos un 28% (+23% en términos comparables; +0,4% adicional por tipos de cambio) con respecto a 9M2016, hasta los EUR 524,8 millones. Destacar que el crecimiento orgánico de las ventas ajustadas se situó en el 8%, superior al objetivo estratégico del 7% para todo el ejercicio.

**CIE Automotive (CIE), Noviembre 2017**

En relación al crecimiento inorgánico de CIE, cabe mencionar las adquisiciones, dado que afectan a la comparativa interanual:

- Century Plastics (mayo de 2016): una inversión aproximada de EUR 60,8 millones por el 35% del capital de la sociedad estadounidense que fabrica piezas de Automoción mediante inyección de plástico.
- Amaya Tellería (mayo de 2016): una inversión aproximada de EUR 186 millones por la adquisición del total de la compañía vasca que fabrica componentes y subconjuntos para el sector de Automoción en las tecnologías de mecanizado e inyección de aluminio de alta presión.
- Billforge (noviembre 2016): una inversión aproximada de unos EUR 178 millones, que se abonaron el 51% en efectivo y el resto en acciones por la totalidad del capital de la sociedad india, un grupo familiar que fabrica componentes y subconjuntos para el sector de Automoción en la tecnología de forja en frío y caliente y mecanizado.
- Newcor (marzo de 2017): una inversión aproximada de unos EUR 100 millones por el total de la compañía, especializada en el diseño y producción de componentes y subconjuntos mecanizados de alta precisión, powertrain y transmisiones para el sector de Automoción.
- The Phone House (septiembre 2017) por parte de Dominion (DOM): una inversión aproximada de EUR 55 millones por el total del capital de la compañía, el principal distribuidor en España de servicios de telecomunicaciones multioperador.

**Cuadro n. 1**
**RESULTADOS CIE AUTOMOTIVE 9M2017 vs 9M2016**

EUR millones	9M2017	9M2016	Var (%)
<b>Ventas</b>	<b>2.691,6</b>	<b>2.070,3</b>	<b>30,0%</b>
Automoción	2.166,8	1.661,8	30,4%
Dominion	524,8	408,5	28,5%
<b>EBITDA</b>	<b>399,0</b>	<b>303,7</b>	<b>31,4%</b>
Automoción	361,7	271,7	33,1%
Dominion	37,3	32,0	16,6%
<b>Margen EBITDA / Ventas</b>	<b>14,8%</b>	<b>14,7%</b>	-
Automoción	16,7%	16,3%	-
Dominion	7,4%	7,8%	-
<b>EBIT</b>	<b>284,6</b>	<b>210,1</b>	<b>35,5%</b>
Automoción	260,6	187,6	38,9%
Dominion	24,0	22,5	22,0%
<b>Margen EBIT / Ventas</b>	<b>10,6%</b>	<b>10,1%</b>	-
Automoción	12,0%	11,3%	-
Dominion	4,8%	5,5%	-
<b>Resultado del ejercicio</b>	<b>197,1</b>	<b>142,3</b>	<b>38,5%</b>
<b>Resultado neto</b>	<b>165,9</b>	<b>123,0</b>	<b>34,9%</b>

Fuente: Estados financieros de la compañía.

En lo que se refiere al cash flow de explotación (EBITDA), señalar que éste también experimentó un fuerte crecimiento, del 31,4% interanual, hasta situarse en EUR 399,0 millones, principalmente impulsado en este caso por Automoción, que aumentó un 33,1% su importe hasta los EUR 361,7 millones. El EBITDA de Dominion (DOM), por su lado, también incrementó su importe (+16,6% interanual) debido al apalancamiento operativo, aunque se vio lastrado por los menores márgenes de las compañías adquiridas.

## CIE Automotive (CIE), Noviembre 2017

---

Así, el margen EBITDA sobre ventas aumentó ligeramente hasta el 14,8% (14,7% en 9M2016), ya que el aumento de Automoción (+0,4 p.p. hasta el 16,7%) más que compensó la caída de Dominion (DOM) (-0,4 p.p. hasta el 7,4%).

Desglosando el margen EBITDA sobre ventas de Automoción por geografías, destacar que el margen de NAFTA (22,8%), que a pesar de haber descendido algo desde el margen de 9M2016 (23,5%) se mantiene muy superior al margen medio del Grupo. Asimismo, Europa situó su margen en el 16,7% en 9M2017, también inferior al margen de 9M2016 (17,2%), aunque también por encima de la media del Grupo. El aumento de márgenes se produjo principalmente en Brasil (14,1% vs 10,7% en 9M2016) por las mejoras operativas llevadas a cabo por CIE, y en Asia (India+China) (13,2% vs 12,2% en 9M2016), debido a los nuevos proyectos y una vez integradas las plantas indias.

Asimismo, el beneficio neto de explotación (EBIT) aumentó en términos similares al EBITDA (+35,5% interanual, hasta los EUR 284,6 millones), elevando su margen sobre ventas en 0,5 p.p. hasta el 10,6%. Indicar que la mejora se debió a la división de Automoción, ya que el margen EBIT de Dominion (DOM) se vio lastrado (4,8% sobre ventas en 9M2017 vs 5,5% en 9M2016) por el menor margen que incorporan las compañías adquiridas.

Finalmente, el beneficio neto atribuible de CIE mejoró un 34,9% interanual, hasta situar su importe en EUR 165,9 millones.

Indicar que con fecha 5 de julio de 2017 el Grupo hizo efectivo el pago de un dividendo complementario por un importe bruto unitario por acción de EUR 0,21 con cargo a los resultados de 2016.

## **ESTIMAMOS QUE LA MEJORA ORGÁNICA E INORGÁNICA APORTA UNA MAYOR VISIBILIDAD DE RESULTADOS FUTUROS Y ES SOSTENIBLE EN EL PERIODO DE ESTUDIO 2017-2019**

---

Hemos ajustado al alza nuestras estimaciones para adaptarlas a la nueva realidad del Grupo. Así, integramos las últimas adquisiciones realizadas tanto en la división principal del Grupo, Automoción, como en la división tecnológica, Dominion (DOM).

Antes de profundizar en las estimaciones, tenemos que hacer una serie de consideraciones iniciales:

1. Las estimaciones realizadas se basan en la información disponible en el momento de emitir este informe, por lo que las estimaciones son susceptibles de ser modificadas en caso de que surja nueva información referida al Grupo.
2. La evolución de los resultados de CIE depende en gran medida de los tipos de cambio del euro respecto al resto de divisas de los principales mercados en los que opera el Grupo (dólar, peso mexicano, real brasileño). Normalmente, CIE establece coberturas en gran parte de las divisas en las que opera.
3. Además, hay que tener en cuenta la estrategia que sigue cada línea de negocio, tanto en lo que se refiere a nivel de tecnología de fabricación como geográfico. Automoción está orientado a disminuir el peso de los vehículos y a una mayor innovación tecnológica que mejore los procesos para reducir las emisiones. Dominion (DOM), por su parte, está orientado al crecimiento rentable, aprovechando el apalancamiento operativo y la venta cruzada entre sus distintas áreas de negocio.

## CIE Automotive (CIE), Noviembre 2017

4. En los últimos ejercicios CIE ha mantenido un *pay-out* del 30%, incrementándose el importe del dividendo pagado por la mejora de resultados del Grupo. Hemos estimado que en los años sucesivos se mantendrá dicho *pay-out*.

En 2016 CIE presentó un Plan Estratégico 2016-2020 en el que enumeró sus previsiones para dicho periodo. Los principales aspectos del mismo se desglosan en el tipo de crecimiento que existe (orgánico e inorgánico):

- Orgánico:
  - Incrementar las ventas a una tasa anual del 7% *tacc*
  - Alcanzar un margen EBIT del 12% sobre ventas
  - Realizar unas inversiones de mantenimiento y crecimiento del 6% de las ventas
  - Alcanzar un nivel de endeudamiento deuda financiera neta / EBITDA de 0,5x (veces) en orgánico e inferior a 2,0x en inorgánico.
  - Duplicar en 2020 el beneficio neto alcanzado en 2015 (EUR 129,1 millones)

En primer lugar, debemos indicar que se espera que el mercado mundial de automóviles crezca en 2017 a un ritmo del 2%, mientras que en los ejercicios posteriores (2018 – 2019) mantendría un crecimiento ligeramente superior, del 2-3%, en línea con el aumento medio registrado en la última década. No obstante, la evolución de los diferentes mercados será muy diferente, por lo que realizamos a continuación un análisis presente y futuro de los diferentes mercados de Automoción en los que opera el Grupo:

- **Brasil:** tras unos ejercicios difíciles por la crisis política que afectó al país, y que tuvo su impacto negativo sobre su economía, en 2017 se ha constatado una fuerte recuperación de la producción de vehículos, impulsada por las reformas emprendidas por el Gobierno de Michel Temer, lo que ha permitido el aumento del consumo y la mejora de la economía real. Así, creemos que Brasil podría terminar 2017 con una producción de 2,6 millones de vehículos. Además, los márgenes del Grupo también se están recuperando, alcanzando doble dígito (9M2017: margen EBITDA del 14,1% vs 10,7% en 9M2016; margen EBIT 9M2017 de 10,7% vs 6,2% en 9M2016), aunque aún lejos de los márgenes medios del resto de mercados. El Grupo ha llevado a cabo en los últimos ejercicios unos ajustes de personal que le han permitido frenar en parte la caída de márgenes.

Para el futuro, esperamos que el mercado crezca un 10% en 2018 y un 5% en 2019, aunque dicho crecimiento se fundamentará más en volúmenes, que redundarán en mayores márgenes a través de un mayor apalancamiento operativo, que en crecer a través de mayores precios.

- **NAFTA:** En este mercado, hay que destacar la distinta evolución de los distintos países que componen este tratado multilateral, ya que en la comunicación de los resultados de 9M2017 se constató una caída de la actividad en Canadá y el ajuste de producción realizado por los fabricantes de vehículos en EEUU, mientras que México mantuvo un crecimiento sostenible. En el futuro, estimamos un decrecimiento cercano al 4% para 2017 y crecimientos planos o cercanos al 1 – 2% para el periodo 2018-2019. Creemos que el mercado de Canadá seguirá teniendo problemas con su productividad, aunque CIE no tiene presencia en el país, y que el mercado de EEUU mejorará por los ajustes realizados aunque CIE seguirá evidenciando un efecto dilutivo en márgenes (9M2017: margen EBITDA del 22,8% vs 23,5% en 9M2016; margen EBIT del 18,6% vs 19,1% en 9M2016) por la adquisición de Newcor, mientras que México seguirá con su mejora de resultados.

Indicar que creemos que existe una cierta incertidumbre sobre los planes de la Administración de EEUU acerca del sostenimiento o no de este tratado multilateral NAFTA. En este sentido, no podemos descartar que EEUU rompa este tratado y lo transforme en tratados bilaterales para mejorar su posición respecto a sus vecinos. En este caso, se han producido rumores que señalan a que EEUU impondría un impuesto fronterizo (*border tax*) al mercado del automóvil proveniente de México, que se situaría en torno al 5-6% de las ventas a EEUU. No obstante, no toda esta carga impositiva la tendría

## CIE Automotive (CIE), Noviembre 2017

---

que soportar el fabricante (OEM), por lo que tendría que concretarse la distribución entre éstos y los consumidores finales. Al no haberse concretado en algo firme y no disponer de esta información de desglose, no lo tenemos en cuenta en la elaboración de este informe.

Además, el impacto negativo que podría sufrir CIE en lo que se refiere a la producción de piezas en el mercado mexicano podría verse compensado, aunque fuese solo parcialmente, por el efecto positivo del tipo de cambio del peso mexicano en costes. El mercado mexicano, por su parte, está recogiendo los frutos de la inversión en *greenfields* del pasado, lo que unido al crecimiento de nuevos proyectos, está permitiendo el crecimiento sostenible del mercado. Adicionalmente, México está exportando su producción a otros países para evitar una excesiva dependencia de EEUU, aunque CIE destina su producción allí al suministro del mercado doméstico.

- **Europa Occidental:** En lo que se refiere a este mercado, indicar que se espera que finalice 2017 con una producción de vehículos de 22 millones, un nivel cercano al que se llegaba con anterioridad a la crisis económica global. No obstante, el crecimiento para los ejercicios posteriores (2018 – 2019) será limitado (del 1-2%) y ligeramente por debajo del esperado para 2017 (del 3%). CIE está manteniendo unos elevados márgenes de forma sostenible aunque ligeramente a la baja (16,7% en 9M2017 vs 17,2% en 9M2016), y creemos que se estabilizarán en unas lecturas similares en los próximos ejercicios. Los clientes alemanes y franceses han otorgado nuevos proyectos a CIE, lo que le ha permitido aumentar su cuota de mercado y le permiten mantener una cierta visibilidad de resultados futuros.
- **Europa CIE Mahindra:** Lo destacable de este mercado es que tras un ejercicio bastante negativo ha sabido volver a ganarse la confianza de sus clientes OEMs y Tier 1 de la región, lo que le ha reportado volver a obtener nuevos proyectos de los mismos. En base a ello, y a una paulatina, pero sostenida mejora de los márgenes, que se aproximan a los márgenes medios del Grupo y están en línea con el objetivo estratégico de situar el del EBIT por encima del 10,0% al cierre de 2020 (9M2017: margen EBIT del 8,5% vs 8,2% en 9M2016), estimamos que CIE crecerá en este mercado en el periodo de estudio.
- **Asiático (China e India):** En lo que se refiere al mercado indio, CIE ha reducido su dependencia de los fabricantes Tata y Mahindra (anteriormente del 55% conjunto), ya que también suministra producto a Maruti Suzuki, principal productor de vehículos del país. Entre los tres clientes totalizan el 51% de las ventas de CIE en el país. El crecimiento en el país se está produciendo mediante crecimiento orgánico, una diferencia respecto a anteriores ejercicios. CIE ha mejorado la eficiencia de sus plantas allí, por lo que el apalancamiento operativo conllevará una mejora de los márgenes que ya ha comenzado en 2017 (9M2017: margen EBITDA del 13,2% vs 12,2% en 9M2016; margen EBIT del 8,9% vs 7,7% en 9M2016).

En cuanto a China, CIE está aumentando su prestigio en el segmento de forja gracias a su inversión en Tianjin, mejorando sus volúmenes de ventas, algo que también se espera que continúe en 2018. En ejercicios anteriores el crecimiento del mercado ha sido muy fuerte, mientras que se espera para 2017 un crecimiento inferior, del 1 – 2%, uno del 2% en 2018 y una mejora en 2019 del 5%. Así, estimamos que China ralentice su producción de vehículos hasta situarla cerca de los 30 millones de vehículos, manteniendo así su liderazgo mundial.

Una vez analizados los diferentes mercados de Automoción de CIE, pasamos a desglosar nuestras estimaciones para el periodo de estudio. Así, hemos previsto que la Compañía eleve su cifra de ingresos hasta los EUR 3.580,43 millones en 2017, lo que supone superar en un 24,4% la cifra de un año antes. Posteriormente, el aumento será sustancialmente inferior, un 8,0% en 2018 y un 6,6% en 2019, finalizando dicho ejercicio en EUR 4.122,48 millones.



**CIE Automotive (CIE), Noviembre 2017**

Desglosando la mejora por líneas de negocio, estimamos que las ventas de Automoción crecerán un 25% en 2017, mientras que el incremento interanual de las de Dominion (DOM) será del 22%, principalmente por la integración de las compañías adquiridas dentro de las cuentas consolidadas del Grupo. Como ya hemos señalado, en los ejercicios 2018 y 2019 el incremento de los ingresos se ralentizará, aumentando a niveles cercanos al 6,5% en Automoción, mientras que en Dominion (DOM) crecerá a un 14% en 2018 y al 7% en 2019.

Esperamos además que el margen EBITDA aumente en el periodo al 15,1% tacc mientras que en términos sobre ventas, creemos que repuntará ligeramente en 2017 (14,5% vs 14,2% en 2016), ya que estimamos que los márgenes de otras regiones compensen la caída del mercado europeo, el mercado principal de CIE, y se estabilizará en torno al 15% en los ejercicios posteriores.

**Cuadro n. 2**
**ESTIMACIONES RESULTADOS CIE AUTOMOTIVE 2015-2019E**

EUR millones	2015	2016	2017E	2018E	2019E	Tacc (16/19)(%)
<b>Ingresos Automoción</b>	<b>2.106,51</b>	<b>2.266,54</b>	<b>2.833,18</b>	<b>3.017,33</b>	<b>3.213,46</b>	<b>12,3%</b>
<b>Ingresos Dominion</b>	<b>525,01</b>	<b>612,50</b>	<b>747,25</b>	<b>849,56</b>	<b>909,03</b>	<b>14,1%</b>
<b>Ingresos Totales</b>	<b>2.631,52</b>	<b>2.879,04</b>	<b>3.580,43</b>	<b>3.866,89</b>	<b>4.122,48</b>	<b>12,7%</b>
Variación de Existencias	3,21	7,25	0,00	0,00	0,00	
Coste de ventas	-1.470,44	-1.619,03	-2.012,20	-2.173,19	-2.316,84	<b>12,7%</b>
<b>Margen Bruto</b>	<b>1.164,29</b>	<b>1.267,25</b>	<b>1.568,23</b>	<b>1.693,70</b>	<b>1.805,65</b>	<b>12,5%</b>
<i>Margen Bruto / Ingresos Totales</i>	<i>44,2%</i>	<i>44,0%</i>	<i>43,8%</i>	<i>43,8%</i>	<i>43,8%</i>	
Gastos de Personal	-600,38	-631,72	-751,89	-812,05	-865,72	<b>11,1%</b>
Otros Gastos de Explotación	-288,93	-308,78	-383,11	-386,69	-412,25	<b>10,1%</b>
Otros Ingresos de Explotación	90,49	80,72	84,75	88,99	93,44	<b>5,0%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>365,47</b>	<b>407,47</b>	<b>517,98</b>	<b>583,95</b>	<b>621,12</b>	<b>15,1%</b>
<i>Margen EBITDA / Ingresos Totales</i>	<i>13,9%</i>	<i>14,2%</i>	<i>14,5%</i>	<i>15,1%</i>	<i>15,1%</i>	
Amortizaciones	-121,17	-128,14	-159,36	-172,11	-183,49	<b>12,7%</b>
<b>EBIT</b>	<b>244,31</b>	<b>279,32</b>	<b>358,62</b>	<b>411,84</b>	<b>437,63</b>	<b>16,1%</b>
<i>Margen EBIT / Ingresos Totales</i>	<i>9,3%</i>	<i>9,7%</i>	<i>10,0%</i>	<i>10,7%</i>	<i>10,6%</i>	
<b>Resultado Financiero y Extraordinario</b>	<b>-57,64</b>	<b>-28,07</b>	<b>-32,37</b>	<b>-24,78</b>	<b>-21,02</b>	<b>-9,2%</b>
<b>Beneficio antes de Impuestos (BAI)</b>	<b>186,67</b>	<b>251,25</b>	<b>326,25</b>	<b>387,06</b>	<b>416,61</b>	<b>18,4%</b>
Impuesto de Sociedades	-40,09	-49,49	-68,51	-81,28	-87,49	<b>20,9%</b>
Actividades interrumpidas	-0,76	-11,57	0,00	0,00	0,00	
<b>Beneficio neto</b>	<b>145,82</b>	<b>190,20</b>	<b>257,74</b>	<b>305,78</b>	<b>329,12</b>	<b>20,1%</b>
Minoritarios	-16,75	-27,85	-40,39	-52,50	-65,63	<b>33,1%</b>
<b>Beneficio neto Atribuible</b>	<b>129,06</b>	<b>162,35</b>	<b>217,35</b>	<b>253,27</b>	<b>263,49</b>	<b>17,5%</b>

Fuente: Estados financieros del Grupo. Estimaciones propias.

En cuanto al beneficio neto de explotación (EBIT), éste aumentará a un ritmo del 16,1% tacc en el periodo proyectado, finalizando el mismo en EUR 437,63 millones. Su margen aumentará en 2017 hasta el 10,0% (frente al 9,7% de 2016) y posteriormente se elevará hasta el 10,7% en 2018 y 10,6% en 2019.

El resultado financiero arrojará una pérdida de EUR 32,4 millones en 2017, superior a la pérdida de EUR 28,1 millones de 2016, debido al aumento de la deuda financiera bruta para financiar las adquisiciones realizadas. Con posterioridad, hemos estimado que la pérdida financiera disminuya en 2018 hasta los EUR 24,78 millones y se reduzca hasta los EUR 21,02 millones en 2019, como consecuencia de los flujos de caja generados, que permitirá al Grupo reducir su endeudamiento. Indicar que la estructura financiera de CIE es muy sólida, con un endeudamiento bruto muy limitado.

## CIE Automotive (CIE), Noviembre 2017

---

Hemos aplicado una tasa impositiva del 21%, en todo el periodo de estudio, muy en línea con la aplicada en ejercicios anteriores. De esta forma, y teniendo en cuenta un incremento de los minoritarios procedentes de la mejora de Dominion (DOM), de CIE Mahindra y de algunas compañía adquiridas, prevemos que el Grupo alcanzará un beneficio neto atribuible de EUR 217,35 millones en 2017, mejorando en un 33,9% el importe del 2016. En 2018 repuntará un 16,5% interanual, hasta EUR 253,27 millones, y cerrará 2019 con una cifra de EUR 263,49 millones, un 4,04% más que en 2018.

En lo que se refiere a la rentabilidad de los fondos propios medios (ROE) y del capital empleado medio (ROCE), indicar que en el primer caso se mantendrá en niveles del 23 - 28%, mientras que el ROCE se incrementará desde el 12,4% de 2016 hasta el 15,2% de 2019. De esta forma, el ROE se situará por encima del ROCE en todo el periodo de estudio, por lo que la estructura seguirá siendo eficiente desde el punto de vista de la rentabilidad del accionista.

Adicionalmente, según nuestros cálculos en el periodo de estudio 2017-2019, la Compañía creará valor para el accionista en términos de *Economic Value Added* (EVA) al superar el EBIT ajustado a impuestos al coste de oportunidad del capital invertido, medido en términos de fondos propios y deuda bruta, cifra a la que se aplica el coste medio ponderado del capital (*wacc*).

## **HEMOS VALORADO CIE AUTOMOTIVE POR DOS MÉTODOS DIFERENTES, ALCANZANDO UNA VALORACIÓN MEDIA DE EUR 28,41 POR ACCIÓN. A PRECIOS ACTUALES, LA ACCIÓN COTIZA CON UN POTENCIAL DE REVALORIZACIÓN DEL 15,9%**

---

Para hallar la valoración de CIE hemos recurrido, como viene siendo habitual a dos métodos de valoración: i) método de descuento de flujos de caja (DFC) futuros generados por la Compañía ajustados a impuestos, y ii) método de multiplicadores bursátiles relativos a los que cotiza un grupo de referencia de compañías que operan en el mismo sector.

### Método de descuento de flujos de caja (DFC)

Para hallar el valor de CIE usando primer método (DFC), hemos incluido las hipótesis enumeradas en el apartado anterior, así como los cálculos que desglosamos en el Anexo n. 3, entre los que se incluye el cálculo del coste medio ponderado del capital (*wacc*), que en este caso asciende al 6,63%. Según este método, hemos alcanzado una valoración de EUR 5.754,52 millones, equivalente a un precio de EUR 44,61 por acción.

A este precio hemos decidido aplicarle un descuento de un 30% atendiendo a los siguientes criterios: i) la Compañía no pertenece al índice selectivo español Ibex-35, lo que reduce la cobertura del mismo por parte de algunas entidades de análisis e impide que algunos fondos tomen posición en el valor, ii) el *free float*, o porcentaje que fluctúa libremente en el mercado es reducido, del 37,1%, lo que en términos de capitalización supone aproximadamente EUR 1.170 millones, y iii) la liquidez del valor es baja en comparación con los principales valores de la Bolsa española. De acuerdo al descuento aplicado, la valoración por acción se reduce a EUR 31,23 por acción que a precios actuales otorga al valor un potencial de revalorización del 27,4%.

### Método de múltiplos relativos

Como hemos señalado, el segundo método consiste en la valoración del Grupo a partir de la comparativa de unos múltiplos bursátiles relativos recogidos por el consenso de analistas de *FactSet* para el ejercicio 2018 de un conjunto de compañías comparables del sector.

Como ya hemos comentado en anteriores informes, la propia identidad de CIE, un Tier 2 de gran tamaño entre compañías de menor tamaño y que no cotizan, así como la diversificación de su producción, dificultan la

**CIE Automotive (CIE), Noviembre 2017**

elaboración de este grupo. No obstante, nos parece adecuado establecer una valoración comparativa con compañías de características similares del sector.

Hemos empleado como multiplicadores el PER, el EV/EBITDA y el Price / Cash Flow correspondientes a 2018 estimado, al entender que son los que mejor recogen el nivel de precios de las compañías en Bolsa en función de su capacidad para generar beneficios en el segmento de componentes de automoción. El cuadro n. 3 resume la valoración del Grupo por el método de múltiplos bursátiles relativos:

**Cuadro n. 3**
**VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS RELATIVOS CIE AUTOMOTIVE (noviembre 2017)**

Compañías comparables	País	Precio (21/11/2017)	Capitalización Compañía (EUR millones)	P/E 2018	Ev/EBITDA 2018	Price/Cash Flow 2018
<b>Autoneum Holding AG</b>	Suiza	227,32	1062	12,9 x	4,9 x	6,2 x
<b>BorgWarner Inc.</b>	EEUU	44,90	9467	12,6 x	7,2 x	9,9 x
<b>Plastic Omnium SA</b>	Francia	35,35	5337	11,8 x	5,7 x	7,0 x
<b>Georg Fischer AG</b>	Suiza	1086,30	4455	18,9 x	10,0 x	12,2 x
<b>GKN plc</b>	Reino Unido	3,42	5871	9,3 x	5,3 x	7,9 x
<b>Haldex AB</b>	Suecia	8,99	398	18,2 x	7,9 x	10,0 x
<b>Iochpe Maxion S.A.</b>	Brasil	5,65	793	13,0 x	5,3 x	6,1 x
<b>Kendrion N.V.</b>	Holanda	40,52	543	17,0 x	8,6 x	10,2 x
<b>Landi Renzo S.p.a.</b>	Italia	1,54	174	26,3 x	10,1 x	9,1 x
<b>LEONI AG</b>	Alemania	62,61	2045	13,6 x	6,3 x	6,7 x
<b>LISI SA</b>	Francia	38,44	2077	16,7 x	7,9 x	9,7 x
<b>POLYTEC HOLDING AG</b>	Austria	18,57	415	10,7 x	5,8 x	6,1 x
<b>Rieter Holding AG</b>	Suiza	193,20	903	17,6 x	6,6 x	8,8 x
<b>SAF-HOLLAND S.A.</b>	Alemania	16,28	738	12,1 x	7,0 x	9,4 x
<b>SHW AG</b>	Alemania	33,90	218	13,1 x	4,4 x	5,5 x
<b>Sogefi SPA</b>	Italia	4,07	488	10,2 x	4,0 x	4,2 x

<b>Mediana</b>	13,0 x	6,4 x	8,4 x
<b>Valoración (EUR)</b>	25,6 x	23,5 x	27,7 x
<b>Valoración Promedio (EUR)</b>	<b>25,60</b>		
<b>Valoración CIE (EUR millones)</b>	<b>3.301,79</b>		

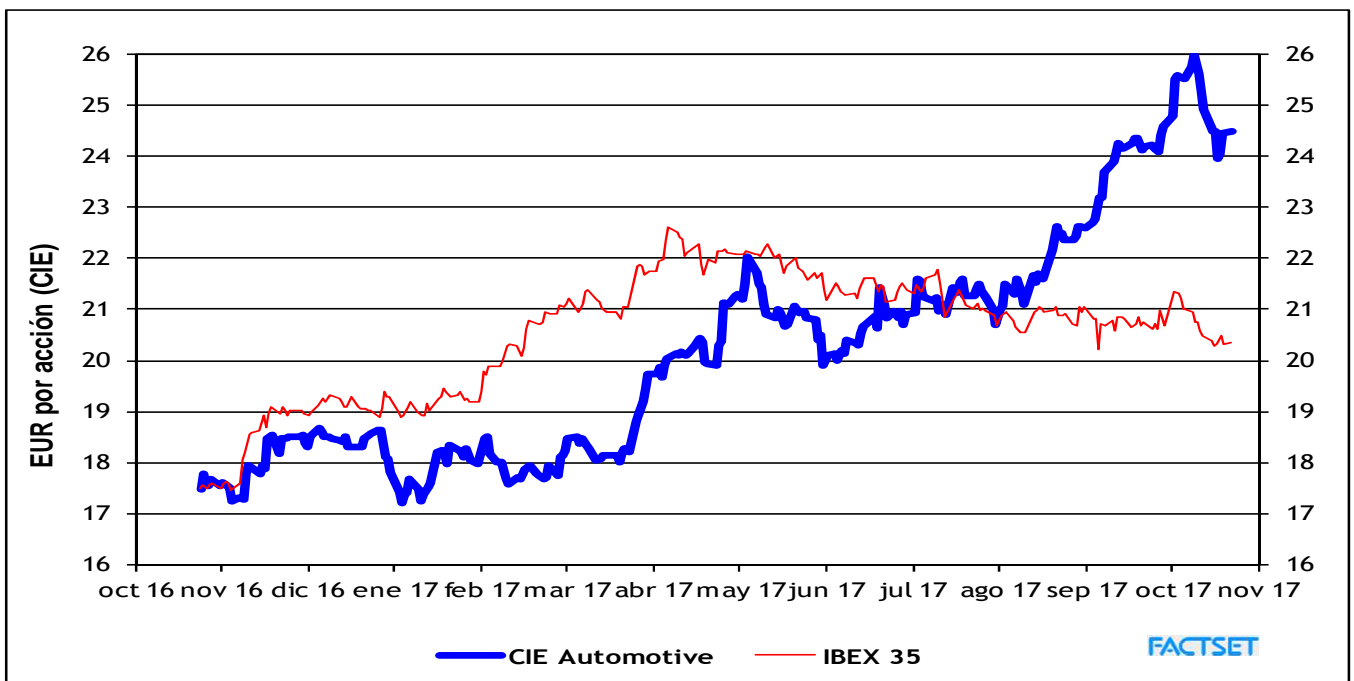
Fuente: FactSet. Elaboración propia.

En base a este método, hemos alcanzado una valoración de CIE de EUR 3.301,79 millones que, en términos por acción, equivale a EUR 25,60. Así, esta valoración supondría que a precios actuales la acción de CIE cotiza con un ligero potencial de revalorización (+4,4%).

La combinación de ambos métodos arroja una valoración media de EUR 3.664,98 millones, que equivale a un precio objetivo por acción de EUR 28,41. A precios actuales, la acción cotiza con un potencial de revalorización del 15,9%.

Evolución bursátil

En los últimos 12 meses, tal y como podemos comprobar en el Gráfico n. 2 a continuación, CIE ha tenido un mejor comportamiento que el índice selectivo Ibex-35. Así, en este periodo, la acción del Grupo ha experimentado una revalorización del 40,2%, mientras que la subida del Ibex-35 ha sido del 16,0%. Tenemos que señalar que la diferencia ha sido más notable en los últimos meses, en los que el comportamiento de la Bolsa española se ha visto afectada por la incertidumbre que ha rodeado a la crisis institucional de Cataluña.

**Gráfico n. 2**
**EVOLUCIÓN COTIZACIÓN CIE AUTOMOTIVE vs IBEX-35 (12 meses)**


Fuente: FactSet.

**LAS EXPECTATIVAS DE RESULTADOS QUE MANEJAMOS PARA CIE AUTOMOTIVE Y EL POTENCIAL DE REVALORIZACIÓN QUE PRESENTAN SUS ACCIONES EN FUNCIÓN DE NUESTRA VALORACIÓN NOS LLEVA A RECOMENDAR ACUMULAR EL VALOR EN CARTERA**

CIE Automotive (CIE o el Grupo o la Compañía) es un grupo industrial especializado en el proceso, diseño, fabricación y suministro de componentes y subconjuntos para el sector de automoción. Con la reestructuración de su accionariado en 2011 añadió a su cartera Dominion (DOM), un negocio de innovación aplicada a través de Servicios y Soluciones Tecnológicas.

## CIE Automotive (CIE), Noviembre 2017

---

La principal característica de CIE es su modelo de negocio diversificado, tanto en tecnologías de fabricación de productos a partir de multitecnología (forja, aluminio, mecanizado, fundición, estampación, plásticos) como en mercados geográficos, a través de un fuerte posicionamiento en cuatro mercados principales (Europa, NAFTA, Asia, Brasil). El Grupo dedica más del 2% de su facturación anual a inversión en I+D+i.

CIE se posicionó en el mercado como Tier 2, ya que le permitía tener como clientes tanto a los proveedores de funciones (Tier 1) como a los fabricantes de vehículos (OEMs). Al mismo tiempo, el mercado de los Tier 2 es un mercado muy fragmentado, lo que ofrecía oportunidades de consolidación del Grupo, mediante adquisiciones de competidores de menor tamaño.

De esta forma, el Grupo ha expandido su negocio tanto a través del crecimiento orgánico de sus dos divisiones: Automoción y Dominion (DOM), como a través del crecimiento inorgánico, mediante adquisiciones de compañías que operan en sus sectores. En los dos últimos ejercicios, CIE ha adquirido Billforge, Amaya Tellería, Century Plastics y Newcor en Automoción y The Phone House en el segmento tecnológico.

La integración de estas compañías en la cuenta de resultados y la evolución orgánica positiva de sus dos divisiones: Automoción y Dominion (DOM), permitió a CIE elevar sus resultados en los primeros nueve meses de ejercicio (9M2017), alcanzando una facturación de EUR 2.691,6 millones (+30,0% interanual), un cash flow de explotación (EBITDA) de EUR 399,0 millones (+31,4% interanual) y un beneficio neto atribuible de EUR 165,9 millones, mejorando en un 34,9% la cifra de un año antes.

Según nuestras estimaciones de resultados para el periodo 2017-2019, que presentamos en este informe, este crecimiento será sostenible en el tiempo, impulsado por el desempeño positivo de ambas líneas de negocio. Así, estimamos que la cifra de negocio aumentará en dicho periodo a un 12,7% tacc, con una mejora superior en Dominion (DOM) (+14,1% tacc) que en Automoción (+12,3% tacc). Por su lado, prevemos una mejora del cash flow de explotación (EBITDA) del 15,1% tacc, hasta finalizar 2019 superando los EUR 621 millones, con un margen sobre ventas del 15,1%. El beneficio neto de explotación (EBIT) mejorará a un 16,1% tacc, situando su margen sobre ventas en el 10,6%, arrojando un beneficio neto atribuible de EUR 263,5 millones al cierre de 2019 (+17,5% tacc). Ello significa anticipar en un año el objetivo estratégico de duplicar el beneficio neto de 2015 (EUR 129 millones) al cierre de 2020.

Adicionalmente, destacar que hemos valorado CIE por dos métodos: i) descuento de flujos de caja ajustados a impuestos (DFC) y ii) múltiplos relativos a los que cotiza un grupo de referencia de compañías que operan en su sector, alcanzando una valoración media de EUR 3.664,98 millones, equivalente a EUR 28,41 por acción. A precios actuales, supone que la acción de CIE cotiza con un potencial de revalorización del 15,9%.

Seguimos considerando a CIE como una de las compañías industriales cotizadas más atractivas dentro de la Bolsa española, a pesar de la fuerte revalorización que ha experimentado en los últimos meses (+40,2% en los últimos 12 meses vs 16,0% del Ibex-35). Creemos que su modelo de negocio es acertado, lo que unido a una estructura financiera sólida, ofrece una fuerte visibilidad futura de resultados.

Asimismo, consideramos que el potencial de revalorización que poseen las acciones de CIE de acuerdo a nuestros cálculos a precios actuales les dota de un importante recorrido al alza, por lo que **actualizamos nuestra recomendación a ACUMULAR** el valor en cartera, aprovecharíamos cualquier recorte en su precio para tomar posiciones en el mismo.

**CIE Automotive (CIE), Noviembre 2017**
**ANEXO n. 1**
**PRINCIPALES RATIOS ECÓNOMICO-FINANCIEROS**  
 (Evolución 2010/2016; Proyecciones 2017/2019)

	2019E	2018E	2017E	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
<b>RATIOS DE LIQUIDEZ A CORTO PLAZO</b>										
. Ratio de solvencia (acir/pcir)	1,06	0,99	0,94	0,93	0,84	0,96	0,97	1,13	1,07	0,73
. Activo disponible (ef+real)/pcirc	0,29	0,27	0,26	0,30	0,27	0,36	0,46	0,64	0,63	0,28
. Fondo de maniobra operativo (EUR mil)	-128,27	-132,98	-93,64	-123,77	-156,51	-48,63	-26,21	-67,73	-91,49	10,99
<b>ESTRUCTURA DE CAPITAL/SOLVENCIA A LARGO PLAZO</b>										
. F.Propios+int.min./pasivo total	0,51	0,44	0,37	0,37	0,35	0,35	0,36	0,31	0,35	0,36
. F.Propios+int.min./pasivo l/p	1,73	1,42	1,13	1,12	1,06	0,92	0,96	0,82	1,03	1,24
. F.Propios+int.min./activo fijo	0,81	0,68	0,57	0,56	0,53	0,53	0,58	0,57	0,62	0,56
. Fondos accionista/activo fijo	0,81	0,69	0,57	0,56	0,53	0,53	0,57	0,55	0,64	0,59
. Recursos permanentes/activo fijo	1,28	1,17	1,07	1,06	1,04	1,11	1,19	1,27	1,25	1,04
. Recursos ajenos/activo total	0,64	0,67	0,69	0,69	0,72	0,72	0,75	0,76	0,75	0,78
. Deuda neta/fondos accionista	24%	36%	54%	53%	58%	64%	68%	58%	43%	76%
. EBIT/gastos financieros brutos	1279%	1116%	813%	652%	457%	215%	189%	174%	197%	169%
. Gastos financieros brutos/ventas n.	0,8%	1,0%	1,2%	1,5%	2,0%	3,6%	4,6%	4,9%	4,3%	4,2%
. EBITDA/gtos.financieros netos	29,55	23,57	16,00	12,5	9,4	6,8	3,9	5,6	5,0	3,4
. Endeudamiento neto (EUR mill.)	602,50	728,55	859,01	816,24	670,12	710,12	564,53	392,79	341,50	507,50
<b>RENDIMIENTO INVERSIÓN</b>										
. ROA	6,9%	6,9%	6,2%	5,2%	4,5%	3,5%	3,4%	3,4%	4,0%	2,6%
. ROE	23,2%	28,1%	28,0%	24,2%	22,7%	16,5%	15,7%	16,8%	17,3%	14,2%
. ROCE	15,2%	15,3%	13,9%	12,4%	11,6%	7,9%	11,8%	12,7%	11,8%	7,8%
. Fondos propios/capital social	39,2	31,3	24,6	23,6	17,9	17,4	14,2	12,2	13,4	11,2
. BA/fondos accionista (A)	16,4%	19,1%	20,4%	16,4%	16,3%	12,3%	10,0%	14,3%	12,3%	9,8%
. EBIT/recursos permanentes (A1)	10,9%	11,9%	11,9%	9,7%	10,8%	7,3%	8,7%	9,1%	10,0%	9,5%
. A/A1	1,5	1,6	1,7	1,7	1,5	1,7	1,2	1,6	1,2	1,0
<b>RESULTADOS EXPLOTACIÓN</b>										
. Margen bruto	44%	44%	44%	44%	44%	43%	43%	41%	38%	38%
. Margen explotación	10,6%	10,7%	10,0%	9,7%	9,3%	7,8%	8,8%	8,6%	8,4%	7,0%
. EBITDA/ventas agregadas	15,1%	15,1%	14,5%	14,2%	13,9%	13,2%	13,8%	13,6%	13,0%	12,1%
. B <sup>o</sup> Neto/ventas agregadas	8,0%	7,9%	7,2%	6,6%	5,5%	4,4%	4,5%	4,6%	4,4%	2,7%
<b>UTILIZACIÓN DEL ACTIVO</b>										
. Ventas netas/tesorería	9,4	9,7	10,0	7,7	10,1	7,4	5,3	3,5	3,5	9,9
. Ventas netas/cuentas a cobrar	6,2	6,3	6,7	6,0	7,2	7,5	9,3	9,1	11,0	8,3
. Ventas netas/existencias	8,1	8,1	8,1	8,1	9,0	7,6	7,8	8,7	9,8	9,66
. Ventas netas/activo total	84%	84%	84%	71%	80%	69%	73%	74%	83%	90%
<b>DATOS POR ACCIÓN</b>										
. Beneficio neto por acción (EUR) (*)	2,04	1,96	1,68	1,26	1,00	0,63	0,51	0,54	0,53	0,36
. Dividendo por acción (EUR) (*)	0,61	0,59	0,51	0,38	0,30	0,20	0,18	0,17	0,18	0,00
. Cash-flow por acción (EUR) (*)	3,46	3,30	2,92	2,24	1,93	1,57	1,25	1,26	1,36	1,09
. Valor contable por acción (EUR) (**)	9,22	7,30	5,67	5,53	4,07	3,92	3,33	2,63	3,31	2,71
. Precio/valor contable (veces) (**)	1,68	2,12	2,73	2,80	3,80	2,87	2,41	1,98	1,69	1,77
<b>RATIOS BURSÁTILES</b>										
. Precio (EUR) (**)	15,45	15,45	15,45	15,45	15,45	11,27	8,00	5,20	5,60	4,79
. PER	7,6	7,9	9,2	12,3	15,4	17,9	15,8	9,7	10,5	13,2
. Precio/cash-flow	4,5	4,7	5,3	6,9	8,0	7,2	6,4	4,1	4,1	4,4
. Rentabilidad por dividendo	4,0%	3,8%	3,3%	2,4%	1,9%	1,8%	2,3%	3,3%	3,1%	0,0%
. Pay-out	30%	30%	30%	30%	30%	32%	36%	32%	33%	0%

(\*) Se han ponderado los datos por acción de 2013 y 2014, teniendo en cuenta la ampliación de capital que suscribe Mahindra en octubre y la OPA de exclusión de Autometal  
 (\*\*) El precio de los años 2016 - 2019 es el actual.

Fuente: Memorias anuales de Compañía. Estimaciones propias.

**CIE Automotive (CIE), Noviembre 2017**
**ANEXO n. 2**
**CUENTA DE RESULTADOS**
*(Evolución 2010/2016; Proyecciones 2017/2019)*

EUR millones	2019E	2018E	2017E	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Total Ventas	4.122,48	3.866,89	3.580,43	2.879,04	2.631,52	2.209,52	1.722,55	1.645,71	1.833,22	1.591,07
Variación de existencias	0,00	0,00	0,00	7,25	3,21	6,66	1,63	(4,57)	13,22	6,89
Coste de Ventas	(2.316,84)	(2.173,19)	(2.012,20)	(1.619,03)	(1.470,44)	(1.272,10)	(990,32)	(963,11)	(1.143,33)	(985,57)
<b>MARGEN BRUTO</b>	<b>1.805,65</b>	<b>1.693,70</b>	<b>1.568,23</b>	<b>1.267,25</b>	<b>1.164,29</b>	<b>944,08</b>	<b>733,86</b>	<b>678,02</b>	<b>703,11</b>	<b>612,39</b>
Gastos Explotación	(1.277,97)	(1.198,74)	(1.134,99)	(940,50)	(889,31)	(755,69)	(557,39)	(522,80)	(529,01)	(463,76)
Otros ingresos explotación	93,44	88,99	84,75	80,72	90,49	102,47	61,25	68,84	64,53	44,67
<b>CASH-FLOW EXPLOTACION O EBITDA</b>	<b>621,12</b>	<b>583,95</b>	<b>517,98</b>	<b>407,47</b>	<b>365,47</b>	<b>290,86</b>	<b>237,72</b>	<b>224,06</b>	<b>238,63</b>	<b>193,30</b>
Amortización inmovilizado	(183,49)	(172,11)	(159,36)	(128,14)	(121,17)	(118,68)	(86,76)	(82,68)	(84,94)	(81,23)
<b>BENEFICIO EXPLOTACION</b>	<b>437,63</b>	<b>411,84</b>	<b>358,62</b>	<b>279,33</b>	<b>244,31</b>	<b>172,18</b>	<b>150,96</b>	<b>141,38</b>	<b>153,70</b>	<b>112,07</b>
Rdos. financieros netos	(21,02)	(24,78)	(32,37)	(28,07)	(57,64)	(35,05)	(67,23)	(44,62)	(56,60)	(46,64)
<b>BENEFICIO ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>416,61</b>	<b>387,06</b>	<b>326,25</b>	<b>251,26</b>	<b>186,67</b>	<b>137,14</b>	<b>83,73</b>	<b>96,76</b>	<b>97,09</b>	<b>65,43</b>
Impuesto de sociedades (*)	(87,49)	(81,28)	(68,51)	(49,49)	(40,09)	(38,67)	3,78	15,69	(9,29)	(17,27)
Actividades interrumpidas	0,00	0,00	0,00	(11,57)	(0,76)	(0,36)	(9,62)	(36,48)	(7,63)	(5,76)
<b>BENEFICIO NETO</b>	<b>329,12</b>	<b>305,78</b>	<b>257,74</b>	<b>190,20</b>	<b>145,82</b>	<b>98,11</b>	<b>77,89</b>	<b>75,97</b>	<b>80,18</b>	<b>42,40</b>
Minoritarios	(65,63)	(52,50)	(40,39)	(27,85)	(16,75)	(17,06)	(17,76)	(14,94)	(19,60)	(1,00)
<b>BENEFICIO ATRIBUIBLE Grupo</b>	<b>263,49</b>	<b>253,27</b>	<b>217,35</b>	<b>162,35</b>	<b>129,06</b>	<b>81,05</b>	<b>60,12</b>	<b>61,03</b>	<b>60,58</b>	<b>41,40</b>
<i>EBITDA</i>	<i>621,12</i>	<i>583,95</i>	<i>517,98</i>	<i>407,47</i>	<i>365,47</i>	<i>290,86</i>	<i>237,72</i>	<i>224,06</i>	<i>238,63</i>	<i>193,30</i>
<i>EBIT</i>	<i>437,63</i>	<i>411,84</i>	<i>358,62</i>	<i>279,33</i>	<i>244,31</i>	<i>172,18</i>	<i>150,96</i>	<i>141,38</i>	<i>153,70</i>	<i>112,07</i>
<i>Cash-flow ejercicio</i>	<i>446,98</i>	<i>425,38</i>	<i>376,71</i>	<i>289,25</i>	<i>249,07</i>	<i>202,76</i>	<i>148,45</i>	<i>143,88</i>	<i>155,46</i>	<i>124,21</i>

**BALANCE DE SITUACIÓN - Grupo Consolidado**
*(Evolución 2010/2016; Proyección 2017/2018)*

EUR millones	2018E	2017E	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
<b>INMOVILIZADO</b>	<b>2.965,91</b>	<b>2.808,78</b>	<b>2.739,09</b>	<b>2.198,01</b>	<b>2.150,00</b>	<b>1.481,89</b>	<b>1.263,80</b>	<b>1.231,50</b>	<b>1.132,63</b>
<b>ACTIVO CIRCULANTE</b>	<b>1.649,79</b>	<b>1.477,65</b>	<b>1.337,65</b>	<b>1.072,14</b>	<b>1.041,25</b>	<b>866,68</b>	<b>951,18</b>	<b>972,72</b>	<b>639,89</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>4.615,70</b>	<b>4.286,44</b>	<b>4.076,74</b>	<b>3.270,15</b>	<b>3.191,24</b>	<b>2.348,56</b>	<b>2.214,98</b>	<b>2.204,21</b>	<b>1.772,52</b>

EUR millones	2018E	2017E	2016	2015	2014	2013	2012	2011E	2010
<b>FONDOS PROPIOS</b>	<b>1.010,10</b>	<b>792,75</b>	<b>761,98</b>	<b>577,09</b>	<b>561,82</b>	<b>420,95</b>	<b>346,48</b>	<b>381,94</b>	<b>319,11</b>
. Capital y prima emisión	184,42	184,42	184,42	184,42	184,42	91,17	62,25	62,25	62,25
. Reservas	572,41	390,98	415,21	263,60	296,35	269,66	223,20	259,11	215,46
. Beneficio sociedad dominante	253,27	217,35	162,35	129,06	81,05	60,12	61,03	60,58	41,40
<b>SOCIOS EXTERNOS</b>	<b>501,33</b>	<b>501,33</b>	<b>501,33</b>	<b>307,90</b>	<b>299,81</b>	<b>139,53</b>	<b>161,34</b>	<b>143,58</b>	<b>35,00</b>
<b>INGRESOS A DISTRIBUIR EN VARIOS EJERCICIOS</b>	<b>14,41</b>	<b>14,41</b>	<b>14,41</b>	<b>17,77</b>	<b>17,00</b>	<b>18,84</b>	<b>22,26</b>	<b>29,94</b>	<b>28,85</b>
<b>ACREEDORES LARGO PLAZO</b>	<b>1.423,91</b>	<b>1.402,07</b>	<b>1.354,83</b>	<b>1.092,50</b>	<b>1.219,97</b>	<b>874,93</b>	<b>843,31</b>	<b>739,31</b>	<b>514,46</b>
<b>ACREEDORES CORTO PLAZO</b>	<b>1.664,02</b>	<b>1.574,05</b>	<b>1.442,44</b>	<b>1.270,87</b>	<b>1.090,27</b>	<b>891,98</b>	<b>838,79</b>	<b>908,46</b>	<b>874,11</b>
<b>PASIVOS MANTENIDOS PARA LA VENTA</b>	<b>1,93</b>	<b>1,84</b>	<b>1,75</b>	<b>4,03</b>	<b>2,37</b>	<b>2,33</b>	<b>2,80</b>	<b>0,99</b>	<b>0,99</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>4.615,70</b>	<b>4.286,44</b>	<b>4.076,74</b>	<b>3.270,15</b>	<b>3.191,24</b>	<b>2.348,56</b>	<b>2.214,98</b>	<b>2.204,21</b>	<b>1.772,52</b>

Número acciones al cierre del ejercicio (millones) (\*\*): 129,0    129,0    129,0    129,0    129,0    118,8    114,0    114,0    114,0

(\*) Se incluye en la partida de Impuesto de Sociedades la aplicación de bases imponibles negativas en 2012, 2013, 2014 y 2015

(\*\*) El número de acciones ha aumentado en 2013 con motivo de la operación de Mahindra y en 2014 por la OPA sobre Autometal.

Se han ponderado los datos por acción de 2013, teniendo en cuenta la ampliación de capital que suscribe Mahindra en octubre

Fuente: Memorias anuales de la Compañía. Estimaciones propias.

**CIE Automotive (CIE), Noviembre 2017**
**ANEXO n. 3**
**CÁLCULO DE LA TASA DE DESCUENTO APLICADA AL MODELO**

WACC (Weighted average cost of capital)	recursos empleados	proporción recursos empleados	coste (*) oportunidad	tasa impositiva	coste después tasa imp.	contribución tasa actualización
Fondos Propios 2016	761,98	48%	6,44%	--	6,44%	3,11%
Deuda neta 2016	816,24	52%	8,46%	19,70%	6,80%	3,52%
<b>Total</b>	<b>1.578,22</b>	<b>100%</b>				<b>6,63%</b>

(\*) Coste oportunidad: i) FFPP: Tir bono 10 años + prima riesgo; ii) Deuda neta: coste deuda + prima riesgo

**VALORACIÓN DE LA COMPAÑÍA - PRINCIPALES PARÁMETROS APLICADOS**

	Otros activos	Deuda bruta	Valor compañía
DCF ajustado (EUR mill.)	601,55		
Valor residual	6.169,80		
<b>Total</b>	<b>6.771,35</b>	<b>0,00</b>	<b>(1.016,83)</b>
<b>Valoración por acción - EUR</b>			<b>44,61</b>
Descuento (30%)			(13,38)
<b>Valoración por acción con descuento - EUR</b>			<b>31,23</b>

Tir bono 10 años:	1,48%
g (crecimiento perpetuo):	1,50%
Prima mercado:	7,30%
Beta:	0,68
Prima de riesgo	4,96%
PER Residual:	19,5

**CÁLCULO DEL CASH-FLOW DE EXPLOTACIÓN AJUSTADO A IMPUESTOS**

(Evolución 2010/2016; Proyecciones 2017/2019)

EUR millones	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Beneficio explotación (EBIT)	112,07	153,70	141,38	150,96	172,18	244,31	279,33	358,62	411,84	437,63
Impuestos imputables al EBIT	(33,46)	(13,84)	22,22	7,28	(50,76)	(54,93)	(55,66)	(75,31)	(86,49)	(91,90)
<b>EBIT ajustado (NOPLAT)</b>	<b>78,61</b>	<b>139,86</b>	<b>163,59</b>	<b>158,24</b>	<b>121,43</b>	<b>189,37</b>	<b>223,66</b>	<b>283,31</b>	<b>325,35</b>	<b>345,73</b>
Amortización	81,23	84,94	82,68	86,76	118,68	121,17	128,14	159,36	172,11	183,49
Otros cargos	(6,46)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Cash-flow explotación ajustado</b>	<b>153,38</b>	<b>224,80</b>	<b>246,28</b>	<b>245,00</b>	<b>240,11</b>	<b>310,54</b>	<b>351,81</b>	<b>442,67</b>	<b>497,46</b>	<b>529,21</b>



