

DOMINION (DOM)

Actualización

Sector: Tecnología y Telecomunicaciones (Telecomunicaciones y Otros)

 **COMPRAR**
 RIESGO: ALTO

Accionistas

 CIE Automotive (CIE), 50,01%
 ACEK Desarrollo Industrial (Gestamp (GEST)), 6,639%
 Cartera e Inversiones Blaster, 4,932%
 Alpe 69, S.L., 3,331%

 Precio acción (29/12/2017): EUR 4,32
Precio objetivo (12 meses): EUR 5,59
 Nº de Acciones (mill): 169,50
 Capitalización Bursátil (mill): EUR 731,38
 Máx/Mín 2017: EUR (4,67 / 3,13)
 Máx/Mín 12 meses: EUR (4,67 / 3,12)
 % Máx/Mín (12 meses): -8/41

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 13: n.d.
 PER 14: n.d.
 PER 15: n.d.
 PER 16: 34,0
 PER 17E: 31,9
 PER 18E: 22,2
 PER 19E: 19,6
 PER 20E: 16,4

Principales Ratios

	EV/EBITDA	EBITDA (*)	Bº Neto (*)	Cash-flow (*)	BPA	CF acción	Dividendo acción	Pay-out (%)
2013	n.d.	11,38	5,27	10,66	0,03	0,06	0,00	0
2014	n.d.	22,26	3,71	11,34	0,02	0,07	0,00	0
2015	n.d.	41,55	17,03	29,14	0,10	0,17	0,00	0
2016	12,9	47,15	21,52	35,49	0,13	0,21	0,00	0
2017E	10,6	57,05	22,93	43,62	0,14	0,26	0,00	0
2018E	7,9	72,72	32,89	57,13	0,19	0,34	0,00	0
2019E	6,8	79,71	37,33	63,05	0,22	0,37	0,00	0
2020E	5,7	90,86	44,66	72,43	0,26	0,43	0,00	0

(*) EUR millones

Factores Claves de la Inversión

- **Global Dominion Access (o DOM, o la Compañía o el Grupo) es un proveedor global de servicios multi-tecnológicos y de soluciones de ingeniería especializada.** Fundada en 1998, su misión consiste en ayudar a sus clientes a hacer sus procesos productivos más eficientes, ya sea a través de la externalización completa de los mismos o por la aplicación de soluciones basadas en tecnologías especializadas o plataformas.
- **El Grupo desarrolla su actividad en dos principales áreas de negocio: i) Servicios Multi-tecnológicos (61% de las ventas del Grupo), y ii) Soluciones e Ingeniería especializada (39% de las ventas del Grupo).** En el primer segmento, la Compañía asume el control del proceso de negocio completo en nombre de sus clientes, realizándolo de forma externa (*outsourcing*), mientras que en Soluciones DOM no asume la gestión total del proceso de forma continuada para mejorar su eficiencia.
- **El mercado de servicios multi-tecnológicos y soluciones tecnológicas es un mercado muy fragmentado, en el que operan múltiples competidores,** tanto de tamaño reducido y ámbito local, como filiales de constructoras multinacionales y operadores independientes como DOM. La inexistencia de barreras de entrada obliga a los distintos grupos empresariales a consolidarse para obtener el tamaño adecuado que les permita competir de forma efectiva.
- **La estrategia de DOM se basa en el modelo de negocio *Smart Innovation*,** con cuatro pilares básicos, que son: i) Digitalización de procesos de forma eficiente, ii) Diversificación de clientes, actividades y mercados, con presencia en más de 30 países de los cinco continentes, iii) Descentralización, con toma de decisiones en los mandos intermedios, y iv) Disciplina financiera estricta.
- **Asimismo, DOM basa su estrategia en un crecimiento rentable, fundamentado a partes iguales en orgánico, mediante apalancamiento operativo, e inorgánico, adquiriendo compañías que operen en su sector.** En los últimos ejercicios 2014 – 2016 ha adquirido en parte o en su totalidad diversas compañías como Beroa, Near, Bilcan, Scorpio, Abantia, Commonwealth Dynamics e ICC.
- En ese contexto, **recientemente DOM ha formalizado la adquisición de The Phone House, un distribuidor líder de servicios de valor añadido en torno a las telecomunicaciones y otros servicios relacionados con el hogar y el consumidor final en España.** La operación tiene encaje para DOM desde el punto de vista i) logístico, al dotar de una mayor capilaridad y cercanía al cliente al Grupo, ii) de internacionalización del negocio, principalmente a Latam, iii) económico, con un incremento de la facturación, y iv) de diversificación de cartera de Servicios.
- **En abril de 2016 DOM salió a Bolsa a través de una Oferta Pública inicial de Suscripción a EUR 2,74 por acción,** con el objetivo de obtener financiación para la expansión de su negocio. No obstante, su matriz CIE Automotive (CIE) sigue ostentando una participación mayoritaria en el Grupo.
- **La Compañía incrementó su facturación en 9M2017 un 28% interanual (+23% en términos ajustados), así como sus márgenes operativos (EBITDA: +17%; EBIT: +7%),** impulsados por la evolución positiva de sus dos líneas de negocio, Servicios y Soluciones.
- **Creemos que las últimas adquisiciones permitirán a la Compañía seguir mejorando sus resultados en el periodo 2017 - 2020,** tanto en términos de facturación, como de márgenes de explotación y de beneficio neto atribuible. Así, estimamos que DOM incremente sus ventas netas ajustadas, que excluyen la venta de terminales a un 12,8% tacc, su EBITDA a un 17,8% tacc y su beneficio a un 20,0% tacc.
- Asimismo, **hemos valorado DOM por los métodos de descuentos de flujo de caja ajustados a impuestos y por múltiplos relativos a los que cotiza un grupo de compañías que operan en su sector, hallando una valoración media de EUR 5,59 por acción.** A precios actuales, ello dota a la acción de un potencial de revalorización del 29,4% por acción.

Global Dominion Access (DOM), Enero 2018

- **Seguimos considerando a DOM como una compañía con una fuerte visibilidad de resultados a futuro**, ya que une a la positiva evolución sostenida de sus dos líneas de negocio el crecimiento inorgánico mediante la integración de las últimas compañías adquiridas. Todo ello sometido a una estricta disciplina financiera que permite mantener unos ratios de endeudamiento muy manejables, dada la fuerte capacidad de DOM para generar flujos de caja libre.
- Además, a pesar de la fuerte revalorización que ha experimentado la acción de la Compañía desde que lanzamos nuestro informe anterior de diciembre de 2016 (39,2%; +67,2% desde su salida a Bolsa en abril de 2016), creemos que el valor aún tiene un significativo recorrido al alza. Por ello, **actualizamos nuestra recomendación a COMPRAR el valor**, aunque seguimos manteniendo el riesgo de la inversión como ALTO, dada la inexistencia de barreras de entrada al negocio y la fuerte competencia que existe en el mismo.
- Por último, señalar que el tamaño es uno de los factores determinantes para competir en el sector de DOM. Es por ello que en los últimos meses **se han producido operaciones corporativas y**, aunque consideramos que el Grupo está adquiriendo un tamaño adecuado para competir, **no podemos descartar que en el futuro se vea envuelto en alguna de ellas.**

RECOMENDACIÓN: COMPRAR
RIESGO: ALTO

DOMINION INCREMENTÓ SU FACTURACIÓN, SUS MÁRGENES OPERATIVOS Y SU BENEFICIO NETO EN TÉRMINOS INTERANUALES EN 9M2017, IMPULSADOS POR LA EVOLUCIÓN POSITIVA DE SUS DOS LÍNEAS DE NEGOCIO: SOLUCIONES DE INGENIERÍA Y SERVICIOS MULTI-TECNOLÓGICOS

DOM presentó el pasado mes de octubre sus resultados correspondientes a los primeros nueve meses de 2017 (9M2017), de los que destacamos los aspectos siguientes:

Cuadro n. 1

RESULTADOS DOMINION 9M2017 vs 9M2016

EUR millones	9M2017	17/16 (%)
Cifra de negocio	524,8	28,0%
Cifra de negocio ajustada (*)	502,6	23,0%
EBITDA	37,3	17,0%
EBITA	27,3	16,0%
EBIT	24,0	7,0%
Beneficio neto	15,4	16,0%

Fuente: Estados financieros de la compañía.

(*) Facturación neta de ingresos por venta de terminales del negocio de Servicios Comerciales.

- Fuerte incremento de la facturación tanto en términos reportados (+28,0% interanual) como en términos ajustados (+23,0%; sin incluir un efecto de tipos de cambio que aportó un 0,4% adicional), eliminando los ingresos por venta de terminales. El importe de ventas ajustadas de EUR 502,6 millones supone un crecimiento orgánico del 8,0% con respecto a 9M2016, por lo que se mantiene por encima del objetivo estratégico de crecimiento de DOM para el ejercicio, establecido en el 7%.
- Asimismo, el aumento de las ventas ajustadas se sustenta en el incremento de la facturación en los dos segmentos de negocio del Grupo: Soluciones (+25%) y Servicios (+21,7%).
- El cash flow de explotación (EBITDA), por su lado, aumentó un 17% interanual a septiembre, hasta situarse en EUR 37,3 millones. En términos sobre ventas, alcanzó el 7,4%, inferior al 7,8% de 9M2016, debido a los menores márgenes de las compañías recientemente integradas.
- El EBITA y el beneficio neto de explotación (EBIT) también repuntaron, +16% y +7% respectivamente, aunque en términos sobre ventas se situaron en el 5,4% (5,8% en 9M2016) y en el 4,8% (5,5% en 9M2016), respectivamente.
- Además, indicar que DOM se vio afectada por unas diferencias de tipo de cambio negativas, por la depreciación del dólar estadounidense, que lastraron el beneficio neto atribuible, a pesar de lo cual éste aumentó su importe un 16%, hasta los EUR 15,4 millones.
- Señalar que DOM comunicó un nivel de cartera superior a los EUR 495 millones, lo que le permite afrontar con confianza su desempeño estratégico.

Pasamos a analizar los resultados, desglosando los datos de facturación por línea de negocio y geografía. Así, de los EUR 502,6 millones de cifra de negocio ajustada, el 60,8% (EUR 305,6 millones) correspondió a Servicios, mientras que el 39,2% restante (EUR 197,0 millones) lo aportó la división de Soluciones.

Global Dominion Access (DOM), Enero 2018

Desglosando las ventas por geografía, Europa y África aportaron el 59% del total, mientras que América contribuyó con el 31% y Asia y Oceanía con el 10% restante. Asimismo, desglosando las ventas por sector de actividad, el 48% de las mismas las aportó el segmento de Telecomunicaciones, mientras que las ventas de Industrial se elevaron al 47% del total y Energías Renovables el 5% restante.

En términos de margen de contribución, por primera vez Soluciones contribuyó más que Servicios, al alcanzar los EUR 30,5 millones (15,5% sobre ventas vs 13,7% en 9M2016) frente a los EUR 26,4 millones de Servicios (8,6% sobre ventas vs 9,4% en 9M2016).

Gráfico n. 1
VENTAS / MARGEN CONTRIBUCIÓN DOMINION 9M2017 vs 9M2016 (EUR millones)


Fuente: Estados financieros Dominion. Elaboración propia.

LA COMPAÑÍA CERRÓ EN SEPTIEMBRE POR EUR 55 MILLONES LA ADQUISICIÓN DE THE PHONE HOUSE, PRINCIPAL DISTRIBUIDOR ESPAÑOL DE SERVICIOS DE TELECOMUNICACIONES MULTIOOPERADOR

Como hemos indicado en los factores clave, DOM basa su crecimiento, casi a partes iguales, en orgánico e inorgánico. Así, en los últimos ejercicios, y principalmente tras su salida a Bolsa, al haber obtenido financiación necesaria para expandir su negocio, DOM ha llevado a cabo las siguientes adquisiciones:

- 2014: Integración de DOM y Beroa
- 2015: Incorporación de Soluciones Digitales (Near) y Servicios Comerciales (Bilcan)
- 2016: Adquisición de actividades de Abantia, adquisición de CDI e ICC en EEUU, adquisición de las actividades de Protisa e integración del equipo Scorpio.
- 2017: Adquisición de The Phone House Spain (TPH).

Las adquisiciones realizadas en los ejercicios 2014 - 2016 ya las hemos desglosado en anteriores informes de la Compañía, por lo que pasamos a profundizar en la adquisición reciente de The Phone House (TPH), debido a su relevancia en el devenir futuro de los resultados del Grupo.

Global Dominion Access (DOM), Enero 2018

Así, DOM anunció en julio de 2017 haber alcanzado un contrato para la adquisición del total del capital social de The Phone House (TPH) al grupo Dixons Carphone Plc. El cierre de la transacción se llevó a cabo en septiembre, con una valoración de TPH de EUR 55 millones, de los que 2/3 se abonaron en el momento del cierre de la transacción y el tercio restante se abonará en enero de 2018.

La Compañía explicó que esta adquisición se enmarca dentro del proceso de expansión, crecimiento y digitalización e integración de los servicios del hogar (*Smart House*), como continuación y consolidación de la transformación digital del modelo industrial.

Además, TPH es omnicanal, ya que cuenta con más de 500 tiendas gestionadas (50% propias; 50% franquicias) por más de 2.000 empleados y que reciben más de 35 millones de viandantes anualmente, así como el portal digital www.phonehouse.es, que visitan más de 30 millones de personas anuales, lo que dota a DOM de una mayor capilaridad para poder anticiparse a la demanda de las necesidades de sus clientes y disponer de un punto cercano donde poder satisfacerlas (*one-stop-shop; business-to-consumer B2C*). TPH posee más de 10 millones de clientes en una base de datos propia.

DOM integrará esta adquisición en su estrategia *Smart Innovation* del Grupo, basada en las 4 D's (Digitalización, Diversificación, Descentralización y Disciplina Financiera).

Este modelo de negocio se basa en i) mejorar los procesos de las compañías adquiridas mediante la integración dentro de sus plataformas para mejorar la prestación del servicio y la gestión eficiente de los recursos humanos y materiales, ii) un portfolio diversificado que actúa en varios campos de actividad y en más de 30 países, incentivando la venta cruzada, iii) una gestión directiva con experiencia multidisciplinar, y iv) mantener el foco en la generación de flujos de caja libres (*free cash flow, o FCF*).

Recordamos que en la división de Servicios DOM gestiona el proceso, integrándolo en plataformas tecnológicas para mejorar el mismo, mientras que en Soluciones es el cliente el que gestiona el mismo, por lo que el Grupo aplica innovación en aspectos tecnológicos, operativos y financieros.

En los últimos ejercicios 2015-2016 TPH ha alcanzado facturaciones normalizadas por importe de EUR 380 – 385 millones incluyendo venta de terminales (alrededor de EUR 80 millones de ventas netas ajustadas, excluyendo las ventas de terminales, que no tienen margen), con un EBITDA de entre EUR 8,3 – 10,3 millones (12,5% sobre ventas netas ajustadas), cifras similares a las que se esperan para el cierre de 2017.

Desde el punto de vista estratégico, la operación tiene buen encaje al mejorar a DOM en tres aspectos: i) mejora logística, con la obtención esperada de sinergias superiores a los EUR 2 millones en el primer año completo tras la transacción (2018), ii) internacionalización, al expandir la marca TPH a otros mercados como Latinoamérica (Latam), y iii) económico, ya que supone un aumento de ventas de unos EUR 80 millones de facturación ajustada, eliminando las ventas por terminales, que son ventas sin margen, y un EBITDA ajustado ligeramente superior a los EUR 10 millones.

CREEMOS QUE LAS ÚLTIMAS ADQUISICIONES REALIZADAS, UNIDAS AL CRECIMIENTO ORGÁNICO DE DOMINION, PERMITIRÁN SEGUIR MEJORANDO LOS RESULTADOS EN EL PERIODO 2017-2020

Antes de desglosar nuestras estimaciones para el periodo de estudio 2017-2020, tenemos que enumerar una serie de hipótesis:

Global Dominion Access (DOM), Enero 2018

1. Como ya hemos señalado, DOM basa su crecimiento casi al 50% entre orgánico e inorgánico, por lo que no descartamos que en los próximos meses lleve a cabo nuevas adquisiciones, que nos obliguen a ajustar las estimaciones que indicamos a continuación. Este informe está realizado con la información disponible hasta la fecha.
2. Los resultados de DOM se ven influidos por el tipo de cambio, al operar en más de 30 países. No obstante, el Grupo lleva a cabo coberturas naturales de las distintas divisas en las que opera.

Así, una vez establecidas estas hipótesis pasamos a presentar nuestras estimaciones. En lo que se refiere a las ventas, tenemos que diferenciar entre las ventas netas y las ventas netas ajustadas, que excluyen las ventas de terminales. El motivo de esta exclusión obedece a que las ventas de terminales son ventas sin margen, como ya hemos señalado.

De esta forma, estimamos que DOM alcance los EUR 747,25 millones de ventas netas ajustadas en 2017, lo que supone una mejora del 22,0% con respecto a la alcanzada en 2016. Posteriormente, estimamos que entre 2018 y 2020 crecerá a un ritmo menor (13,7% en 2018, 7,0% en 2019 y 9% en 2020) hasta situar su tasa de crecimiento (tacc) del periodo en un 12,8%. Por ello, y según nuestros cálculos, cerrará 2020 con un importe de EUR 990,8 millones, en línea con el objetivo de alcanzar los EUR 1.000 millones.

Desglosando las partidas de ventas por líneas de negocio, indicar que esperamos que Soluciones crezca en el periodo de estudio a un ritmo superior al de Servicios (13,5% tacc vs 12,3% tacc), a pesar de que TPH se incluya dentro de esta última división, dado que los contratos de Soluciones aportan un mayor margen al global de la Compañía.

Hemos estimado que el margen bruto se mantendrá en el periodo de estudio en parámetros similares a los que alcanzó en 2016 y que se ha mantenido en los resultados semestrales de 2017, cifrados en el 48,6% de las ventas ajustadas. Como hemos señalado, 2016 y 2017 han sido ejercicios en el que los márgenes han crecido a un ritmo ligeramente inferior al de las ventas, debido a la integración de compañías adquiridas. No obstante, creemos que la eficiencia de DOM permita al cash flow de explotación (EBITDA) aumentar en el periodo 2018-2020, a una tasa de entre el 8,6% - 9,2% (frente al 7,6-7,7% de los ejercicios anteriores) y cerrando 2020 en los EUR 90,86 millones, equivalente a un crecimiento 17,8% tacc.

El resultado neto de explotación (EBIT) también crecerá, aunque las amortizaciones provenientes de las últimas compañías adquiridas, especialmente TPH, limitarán el crecimiento al 17,8% tacc, por lo que prevemos que el EBIT alcance los EUR 63,1 millones en 2020, un 6,4% de las ventas ajustadas (5,1% estimado en 2017).

En lo que se refiere a la situación financiera de DOM, indicar que recientemente realizó una novación de su contrato de financiación sindicada, ampliando el importe hasta los \$ 100 millones, así como reduciendo el coste de financiación y ampliando los vencimientos de los distintos tramos de financiación en un año adicional. Esta ampliación se ha realizado en dólares estadounidenses, con la intención de tener un balance equilibrado.

Ello ha supuesto que a pesar de que DOM ha financiado la adquisición de las nuevas compañías parte con deuda y parte con recursos propios, estimamos que el resultado financiero de los ejercicios 2017 y siguientes se mantenga en una pérdida financiera de entre EUR 5 – 8 millones.

Así, prevemos que el beneficio antes de impuestos (BAI) crecerá a un 20,0% tacc en el periodo de estudio, finalizando 2020 con un importe superior a los EUR 58 millones. Hemos aplicado una tasa impositiva del 20%, en línea con la aplicada en 2016 y en los resultados acumulados a 9M2017, por lo que esperamos que el beneficio neto atribuible sitúe su importe en EUR 22,9 millones en 2017, un incremento del 6,6% con respecto a la cifra obtenida en 2016. Posteriormente, prevemos que siga aumentando su importe de forma gradual a un 20,0% tacc, cerrando 2020 en los EUR 44,7 millones.

ESTIMACIONES RESULTADOS DOMINION 2016-2020E (EUR millones)

EUR millones	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	Tacc (20/16)
Ventas totales ajustadas (*)	612,51	747,25	849,56	909,03	990,84	12,8%
Servicios	373,63	470,77	509,74	545,42	594,51	12,3%
Soluciones	238,88	276,48	339,82	363,61	396,34	13,5%
Coste de Ventas	-314,96	-384,24	-436,84	-467,42	-509,49	12,8%
Margen Bruto	297,56	363,01	412,72	441,61	481,35	12,8%
Margen Bruto sobre ventas	48,6%	48,6%	48,6%	48,6%	48,6%	-
Gastos de explotación (con amortización)	-205,44	-325,77	-305,51	-388,99	-419,74	12,1%
Otros ingresos explotación	0,66	1,12	1,27	1,36	1,49	22,4%
EBITDA	47,15	57,05	72,72	79,71	90,86	17,8%
EBITDA/Ventas totales	7,7%	7,6%	8,6%	8,8%	9,2%	-
EBIT	32,78	38,37	48,48	53,98	63,09	17,8%
EBIT/Ventas totales	5,4%	5,1%	5,7%	5,9%	6,4%	-
Resultado Financiero	-4,79	-7,00	-5,30	-5,22	-5,03	1,3%
Beneficio antes de impuestos (BAI)	28,00	30,54	43,10	48,76	58,06	20,0%
Impuesto de sociedades	-5,65	-6,11	-8,62	-9,75	-11,61	-
Beneficio neto	22,35	24,43	34,48	39,01	46,45	20,1%
Minoritarios y beneficio despues impuestos	-0,83	-1,50	-1,59	-1,68	-1,78	-
Beneficio neto atribuible	21,52	22,93	32,89	37,33	44,66	20,0%

(*) Las ventas netas ajustadas excluyen las ventas de terminales, por ser ventas sin margen.
 Fuente: Estimaciones propias.

En lo que se refiere a la rentabilidad sobre recursos propios medios (ROE) y sobre el capital medio empleado (ROCE), indicar que el primero caerá desde el 11,4% en 2016 hasta el 8,3% en 2017 como consecuencia de la entrada de capital por la salida a Bolsa, aumentando posteriormente hasta alcanzar el 14,8% al cierre de 2020. Por su parte, el ROCE se mantendrá en el 9,0% en 2017, elevándose posteriormente hasta el 13,8% al cierre de 2020. Así, desde el punto de vista de la rentabilidad del accionista la estructura será eficiente entre 2018 y 2020. Asimismo, el ROCE superará en todo el periodo de estudio al coste medio ponderado del capital (*wacc*), del 6,03%, por lo que la Compañía creará valor en términos de *Economic Value Added (EVA)*.

HEMOS VALORADO DOMINION POR DOS MÉTODOS, ALCANZANDO UNA VALORACIÓN MEDIA DE EUR 5,59 POR ACCIÓN. A PRECIOS ACTUALES, LA ACCIÓN COTIZARÍA CON UN POTENCIAL DE REVALORIZACIÓN DEL 29,4%

Para valorar DOM aplicamos dos métodos de valoración: i) método de descuentos de flujos de caja futuros ajustados a impuestos, y ii) método de multiplicadores bursátiles relativos a los que cotiza un grupo de referencia de empresas que operan en el sector de DOM.

Global Dominion Access (DOM), Enero 2018
Método de Descuentos de Flujos de Caja (DFC)

Para calcular el primer método hemos utilizado las hipótesis enunciadas en el apartado anterior. Además, en el Anexo 3 se desglosan los parámetros que hemos empleado para su cálculo, incluyendo el coste medio ponderado del capital (*wacc*), que se elevó hasta el 6,03%.

De esta forma, hemos alcanzado una valoración de EUR 1.274,71 millones, equivalente a EUR 7,52 por acción. A esta valoración hemos decidido aplicarle un 30% de descuento por las siguientes razones: i) DOM no pertenece al índice selectivo Ibex-35, lo que reduce el número de casas de análisis que cubren el valor e impide que tomen posiciones en el valor algunas instituciones financieras, ii) el porcentaje del capital del valor que fluctúa libremente (*free-float*), que asciende al 35,1%, es reducido, ya que equivale a una capitalización bursátil de EUR 256,62 millones.

Una vez aplicado el descuento mencionado, la valoración por DFC es de EUR 5,26 por acción, lo que supone que la acción de DOM cotiza con un potencial de revalorización del 22,0%.

Método de Múltiplos Relativos

El segundo método consiste en la valoración de la Compañía mediante la aplicación de una serie de múltiplos bursátiles relativos a los que cotiza un grupo de referencia de compañías del sector en el que opera DOM.

Indicar que DOM opera en sectores muy diferentes, por lo que los competidores que operan en los mismos tienen perfiles muy heterogéneos, desde filiales de grandes compañías multinacionales a pequeños operadores de nichos de mercado de ámbito local, así como grupos independientes, que son los que hemos usado para aplicar este método. El motivo es que las filiales de las grandes compañías constructoras no cotizan por sí mismas, mientras que los pequeños operadores locales tampoco lo hacen, imposibilitando una comparativa real adecuada.

Así, hemos aplicado los siguientes multiplicadores relativos al ejercicio 2018: i) PER, ii) EV/EBITDA, y iii) Precio / Cash Flow, por ser, en nuestra opinión, los que mejor reflejan la valoración de la acción.

De esta forma, y como hemos desglosado en el Cuadro n. 3 a continuación hemos alcanzado una valoración de EUR 1.001,06 millones, equivalente a EUR 5,91 por acción. A precios actuales, ello supone que la acción cotiza con un potencial de revalorización del 36,9%.

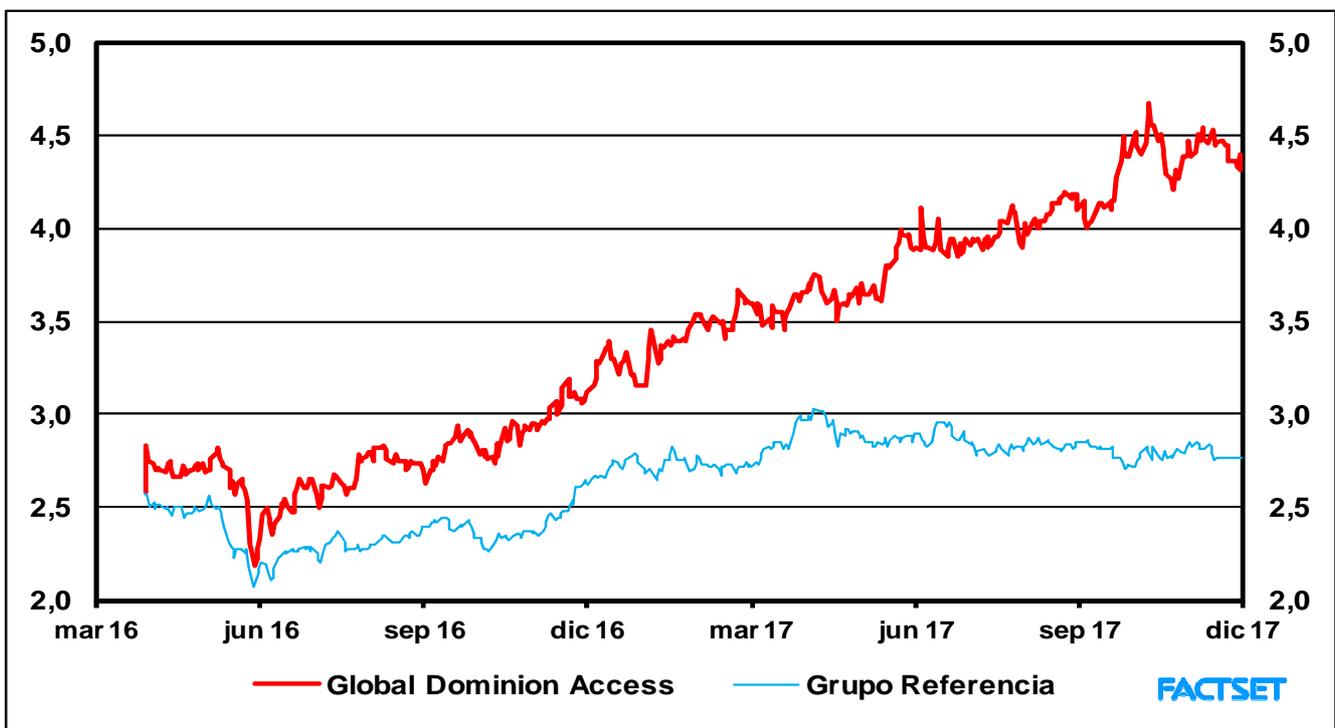
Cuadro n. 3
VALORACIÓN DOMINION POR MÚLTIPLOS RELATIVOS

Grupo Referencia	Precio (29/12/2017)	Capitalización (EUR millones)	País	PER 2018	EV/EBITDA 2018	Precio/Cash flow libre 2018
Bilfinger SE	37,43	1.654,74	Alemania	30,0 x	9,6 x	19,1 x
Bravida Holding AB	6,01	1.210,77	Suecia	13,8 x	11,2 x	12,4 x
Caverion Oyj	6,41	805,07	Finlandia	16,5 x	8,8 x	8,7 x
Elecnor (ENO)	13,50	1.174,50	España	11,3 x	n.d.	5,0 x
SPIE SA	22,65	3.489,05	Francia	13,8 x	9,5 x	10,5 x
Grupo Referencia (múltiplos mediana)				13,3 x	9,8 x	10,2 x
Valoración Dominion - EUR				2,58	11,71	3,42
Valoración media Dominion - EUR				5,91		

Fuente: FactSet.

Global Dominion Access (DOM), Enero 2018

Así, establecemos la media simple entre ambos métodos, alcanzando un valor de EUR 946,68 millones, que equivale a un precio objetivo por acción de EUR 5,59. A precios actuales ello supone que la acción de DOM cotiza con un potencial de revalorización del 29,4% en relación a nuestra valoración por fundamentales.

Gráfico n. 2
EVOLUCIÓN ACCIÓN DOMINION vs GRUPO REFERENCIA (18 meses)


Fuente: FactSet.

Como se aprecia en el Gráfico n. 2 DOM ha tenido un comportamiento en Bolsa sustancialmente mejor en los últimos 18 meses que el de su grupo de referencia. En concreto, DOM se ha revalorizado en un 67,2% con respecto a la fecha de su salida a cotización en abril de 2016, significativamente superior a la del 7,4% de sus competidores.

A PESAR DE LA FUERTE REVALORIZACIÓN QUE HA EXPERIMENTADO DOMINION DESDE SU SALIDA A BOLSA, CREEMOS QUE EL VALOR AÚN TIENE RECORRIDO AL ALZA, IMPULSADO POR SUS DOS LÍNEAS DE NEGOCIO

DOM es un proveedor global de servicios multi-tecnológicos y de soluciones de ingeniería especializada.

El Grupo desarrolla su actividad en dos principales áreas de negocio: i) Servicios Multi-tecnológicos (61% de las ventas del Grupo), y ii) Soluciones e Ingeniería especializada (39% de las ventas del Grupo). En el primer segmento, la Compañía asume el control del proceso de negocio completo en nombre de sus clientes, realizándolo de forma externa (*outsourcing*), mientras que en Soluciones DOM no asume la gestión total del proceso de forma continuada para mejorar su eficiencia.

El sector de DOM es altamente competitivo, ya que no existen barreras de entrada al mismo, lo que implica un mayor número de competidores. Así, el Grupo compete contra i) filiales de multinacionales de la construcción, ii) grupos independientes, y iii) operadores pequeños locales que enfocan su negocio en nichos de mercado.

Frente a ello, la Compañía está desarrollando una estrategia a través de la innovación tecnológica, basada en la digitalización de procesos y con el objetivo de alcanzar un crecimiento rentable. El modelo de negocio lo denomina *DOM Smart Innovation*, y se basa en 4 pilares básicos: i) Digitalización de procesos de forma eficiente, ii) Diversificación de clientes, actividades y mercados, con presencia en más de 30 países de los cinco continentes, iii) Descentralización, con toma de decisiones en los mandos intermedios, y iv) Disciplina financiera estricta.

Para ello, aplica casi a partes iguales un crecimiento orgánico de sus dos líneas de división, y un crecimiento inorgánico a través de la adquisición de compañías que operan en su sector. En este sentido, DOM ha sido bastante activa en operaciones corporativas en los últimos ejercicios, adquiriendo parcialmente o en su totalidad compañías como Beroa, Near, Bilcan, Abantia, Scorpio, Commonwealth Dynamics e ICC.

De entre todas ellas destaca la reciente adquisición de The Phone House, principal distribuidor español de servicios de telecomunicaciones multioperador, por un importe de EUR 55 millones. Consideramos que esta adquisición tiene encaje para DOM en cuatro aspectos principales: i) logístico, al aportar unas sinergias de EUR 2 millones una red de 500 tiendas que dotarán de mayor capilaridad y cercanía al cliente, y una tienda *online*, ii) expansivo, al poder trasladar esta marca TPH a los mercados internacionales en los que opera el Grupo, principalmente Latinoamérica, iii) económico, al incrementar de forma significativa la facturación del Grupo, y iv) de diversificación de cartera en Servicios.

Creemos que la integración de las compañías adquiridas, unida al crecimiento orgánico de la Compañía, dota al Grupo de una mayor recurrencia de resultados, aportando una mayor visibilidad futura a los mismos.

De esta forma, estimamos que la Compañía siga aumentando su facturación en el periodo de estudio 2017-2020 a un 12,8% tacc, impulsada por la evolución positiva de las ventas de sus dos líneas de negocio, Servicios y Soluciones. Además, su cash flow de explotación (EBITDA) mejorará a un 17,8% tacc y su beneficio neto atribuible a un crecimiento 20,0% tacc.

Hemos valorado DOM por los métodos de descuentos de flujos de caja futuros ajustados a impuestos, y por múltiplos relativos a los que cotiza un grupo de referencia de compañías independientes que operan en el mismo mercado que el Grupo, alcanzando una valoración media de EUR 5,59 por acción. A precios actuales, ello supone que el valor cotiza con un potencial de revalorización del 29,4%.

Global Dominion Access (DOM), Enero 2018

Así, a pesar de que desde su salida a Bolsa DOM ha experimentado una fuerte revalorización, superior al 67%, y también desde que lanzamos nuestro informe anterior de diciembre de 2016 (39,2%), creemos que el valor aún tiene recorrido al alza. Todo lo mencionado, unido a una estructura financiera sólida sustentada en la elevada capacidad para generar flujos de caja libre de la Compañía, nos hace seguir apostando por DOM como una de las tecnológicas españolas cotizadas más atractivas. Así, una vez actualizadas nuestras estimaciones del valor, reiteramos nuestra recomendación de **COMPRA** para el mismo.

Por último, señalar que el tamaño es unos de los factores determinantes para competir en el sector de DOM. En los últimos meses se han producido operaciones corporativas y, aunque consideramos que el Grupo está adquiriendo un tamaño adecuado para competir, no podemos descartar que se vea envuelto en alguna de ellas en el futuro.

Global Dominion Access (DOM), Enero 2018
ANEXO n. 1
PRINCIPALES RATIOS ECONÓMICO-FINANCIEROS
(Evolución 2013/2016; Proyecciones 2017/2020)

	2020E	2019E	2018E	2017E	2016	2015	2014	2013
RATIOS DE LIQUEDEZ A CORTO PLAZO								
. Ratio de solvencia (acir/pcir)	0,97	0,97	0,98	1,00	1,11	0,91	0,93	0,92
. Activo disponible (ef+real)/pcirc	0,96	0,96	0,97	0,99	1,08	0,88	0,89	0,84
. Fondo de maniobra (EUR mill.)	-22,18	-20,18	-12,19	-1,88	45,65	-28,54	-19,09	-6,55
ESTRUCTURA DE CAPITAL/SOLVENCIA A LARGO PLAZO								
. F.Propios+int.min./pasivo total	0,28	0,29	0,30	0,32	0,35	0,18	0,19	0,22
. F.Propios+int.min./pasivo l/p	2,94	2,82	2,76	2,73	2,02	0,60	0,57	0,78
. F.Propios+int.min./activo fijo	0,71	0,70	0,71	0,73	0,76	0,35	0,34	0,40
. Fondos accionista/activo fijo	0,71	0,70	0,71	0,73	0,76	0,35	0,34	0,40
. Recursos permanentes/activo fijo	1,02	1,01	1,03	1,06	1,20	1,00	1,03	0,93
. Recursos ajenos/activo total	0,75	0,74	0,73	0,71	0,69	0,87	0,86	0,79
. Deuda neta/fondos accionista	-67%	-65%	-56%	-46%	-43%	22%	30%	-8%
. EBIT/gastos financieros brutos	9,85	8,43	7,57	5,72	4,38	3,53	1,41	1,00
. Gastos financieros brutos/ventas n.	0,01	0,7%	0,8%	0,9%	1,2%	1,6%	2,8%	4,1%
. EBITDA/gtos.financieros netos	18,05	15,27	13,53	9,79	7,67	6,05	6,63	1,79
. Endeudamiento neto (EUR mill.)	-210,09	-191,14	-159,04	-128,58	-121,70	23,23	30,42	-2,64
RENDIMIENTO INVERSIÓN								
. ROA	4,3%	3,9%	3,8%	2,9%	3,2%	3,4%	1,6%	n.d.
. ROE	14,8%	12,9%	11,7%	8,3%	11,4%	16,9%	5,6%	n.d.
. ROCE	13,8%	12,2%	11,2%	9,0%	9,0%	10,2%	3,8%	n.s.
. Fondos propios/capital social	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,7	0,7	0,3
. BAI/fondos accionista (A)	18,6%	16,6%	15,1%	10,9%	10,0%	21,9%	9,1%	-1,1%
. EBIT/recursos permanentes (A1)	14,2%	12,7%	11,7%	9,5%	7,4%	9,5%	3,8%	8,3%
. A/A1	1,3	1,3	1,3	1,2	1,3	2,3	2,4	-0,1
RESULTADOS EXPLOTACIÓN								
. Margen bruto	49%	49%	49%	49%	49%	53%	56%	63%
. Margen explotación	6,4%	5,9%	5,7%	5,1%	5,4%	5,6%	3,9%	4,1%
. EBITDA/ventas	9,2%	8,8%	8,6%	7,6%	7,7%	7,9%	7,6%	7,3%
. BºNeto/ventas	4,7%	4,3%	4,1%	3,3%	3,6%	3,6%	1,9%	3,4%
UTILIZACIÓN DEL ACTIVO								
. Ventas netas/tesorería	3,6	3,8	4,1	4,2	3,5	5,8	4,0	10,2
. Ventas netas/cuentas a cobrar	2,92	2,92	2,92	2,92	2,92	3,67	2,71	4,85
. Ventas netas/existencias	24,33	24,33	24,33	24,33	22,68	20,37	16,20	27,08
. Ventas netas/activo total	89%	89%	89%	86%	75%	88%	55%	101%
DATOS POR ACCIÓN								
. Beneficio neto por acción (EUR)	0,26	0,22	0,19	0,14	0,13	0,10	0,02	0,03
. Dividendo por acción (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
. Cash-flow por acción (EUR)	0,43	0,37	0,34	0,26	0,21	0,17	0,07	0,06
. Valor contable por acción (EUR)	1,48	1,42	1,40	1,40	1,41	0,48	0,45	0,12
. Precio/valor contable (veces) (*)	2,92	3,05	3,08	3,07	3,06	n.d.	n.d.	n.d.
RATIOS BURSÁTILES								
. Precio (EUR) (*)	4,32	4,32	4,32	4,32	4,32	-	-	-
. PER	16,4	19,6	22,2	31,9	34,0	n.d.	n.d.	n.d.
. Precio/cash-flow	10,1	11,6	12,8	16,8	20,6	n.d.	n.d.	n.d.
. Rentabilidad por dividendo	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	n.d.	n.d.	n.d.
. Pay-out	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

(*) El precio de los años 2016, 2017, 2018, 2019 y 2020 es el actual.

Fuente: Memorias anuales de Compañía. Estimaciones propias.

Global Dominion Access (DOM), Enero 2018
ANEXO n. 2
CUENTA DE RESULTADOS
(Evolución 2013/2016; Proyecciones 2017/2020)

EUR millones	2020E	2019E	2018E	2017E	2016	2015	2014	2013
Total Ventas netas ajustadas	990,84	909,03	849,56	747,25	612,51	525,02	292,76	156,29
Coste de Ventas	(509,49)	(467,42)	(436,84)	(384,24)	(314,96)	(248,21)	(127,94)	(58,31)
MARGEN BRUTO	481,35	441,61	412,72	363,01	297,56	276,81	164,82	97,98
Gastos Explotación	(391,97)	(363,27)	(341,27)	(307,08)	(251,07)	(235,94)	(143,16)	(86,95)
Otros ingresos explotación	1,49	1,36	1,27	1,12	0,66	0,68	0,60	0,36
CASH-FLOW EXPLOTACIÓN O EBITDA	90,86	79,71	72,72	57,05	47,15	41,55	22,26	11,38
Amortización inmovilizado	(27,77)	(25,73)	(24,24)	(18,68)	(14,37)	(12,37)	(10,70)	(5,00)
BENEFICIO EXPLOTACIÓN	63,09	53,98	48,48	38,37	32,78	29,18	11,56	6,38
Rdos. financieros netos	(5,03)	(5,22)	(5,38)	(7,83)	(5,75)	(6,60)	(0,29)	(6,75)
Otros ajustes y resultados	0,00	0,00	0,00	0,00	0,97	0,84	(1,98)	0,00
BENEFICIO ANTES DE IMPUESTOS	58,06	48,76	43,10	30,54	28,00	23,42	9,30	(0,37)
Impuesto de sociedades	(11,61)	(9,75)	(8,62)	(6,11)	(5,65)	(4,43)	(3,86)	5,64
BENEFICIO NETO	46,45	39,01	34,48	24,43	22,35	18,99	5,44	5,27
Minoritarios	(1,78)	(1,68)	(1,59)	(1,50)	(0,83)	(1,97)	(1,73)	0,00
BENEFICIO ATRIBUIBLE Grupo	44,66	37,33	32,89	22,93	21,52	17,03	3,71	5,27
<i>EBITDA</i>	<i>90,86</i>	<i>79,71</i>	<i>72,72</i>	<i>57,05</i>	<i>47,15</i>	<i>41,55</i>	<i>22,26</i>	<i>11,38</i>
<i>EBIT</i>	<i>63,09</i>	<i>53,98</i>	<i>48,48</i>	<i>38,37</i>	<i>32,78</i>	<i>29,18</i>	<i>11,56</i>	<i>6,38</i>
<i>Cash-flow ejercicio</i>	<i>72,43</i>	<i>63,05</i>	<i>57,13</i>	<i>43,62</i>	<i>35,49</i>	<i>29,14</i>	<i>11,34</i>	<i>10,66</i>

BALANCE DE SITUACIÓN - Grupo Consolidado
(Evolución 2013/2016; Proyección 2017/2018)

EUR millones	2018E	2017E	2016	2015	2014	2013
INMOVILIZADO	400,29	383,29	367,96	307,77	297,31	82,95
ACTIVO CIRCULANTE	551,93	482,23	443,97	287,92	236,86	71,42
TOTAL ACTIVO	952,21	865,52	811,93	595,68	534,16	154,38

EUR millones	2018E	2017E	2016	2015	2014	2013
FONDOS PROPIOS	284,90	279,10	274,56	101,78	99,13	33,45
. Capital y prima emisión	310,25	310,25	310,25	145,67	145,67	101,73
. Reservas	(59,84)	(54,27)	0,00	0,00	0,00	0,00
. Acciones propias	0,00	(1,32)	(1,72)	(1,81)	(1,81)	(1,81)
. Beneficios retenidos	34,48	24,43	(24,27)	(33,84)	(44,35)	(61,70)
. Dividendo a cuenta+Diferencias Negativas conv	0,00	0,00	(15,48)	(13,07)	(3,81)	(4,78)
. Socios externos	0,00	0,00	5,76	4,82	3,43	0,00
INGRESOS DISTR. VARIOS EJERCICIOS	0,00	0,00	0,10	0,18	0,00	0,00
PROVISIONES RIESGOS Y GASTOS	25,18	23,98	22,84	23,03	25,09	0,61
ACREEDORES LARGO PLAZO	103,20	102,32	139,05	177,45	179,09	42,96
ACREEDORES CORTO PLAZO	564,12	484,10	398,32	316,46	255,95	77,97
TOTAL PASIVO	952,21	865,52	811,93	595,68	534,16	154,38
Número acciones (millones)	169,5	169,5	169,5	169,5	169,5	169,5

Fuente: Memorias anuales de la Compañía. Estimaciones propias.

Global Dominion Access (DOM), Enero 2018
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 31/12/16 (**)	274,56	80%	6,26%	--	6,26%	4,99%
Deuda financiera bruta 31/12/16 (***) (EUR millones)	70,15	20%	6,38%	20,19%	5,09%	1,04%
Total	344,71	100%				6,03%

(*) Coste oportunidad: i) FFPP: Tir bono 10 años + prima riesgo; ii) Deuda neta: coste deuda + prima riesgo
 (**) Fondos Propios a 31/12/2016 incluyendo la entrada de fondos procedentes de la Oferta Pública de Suscripción
 (***) Utilizamos la Deuda Financiera Bruta del 31/12/2016, dado que tras la OPS, DOM tiene tesorería neta

VALORACIÓN DE LA COMPAÑÍA - PRINCIPALES PARÁMETROS APLICADOS

	Otros activos	Deuda bruta	Valor compañía
DCF ajustado (EUR mill.)	126,34		
Valor residual	1.218,52		
Total	1.344,87	0,00	(70,15)
Valoración por acción - EUR			7,52
Descuento (30%)			2,26
Valoración con descuento - EUR			5,26

Tir bono 10 años:	1,54%
g (crecimiento perpétuo):	1,50%
Prima mercado:	7,05%
Beta:	0,67
Prima de riesgo	4,7%
PER Residual:	22,1

CÁLCULO DEL CASH-FLOW DE EXPLOTACIÓN AJUSTADO A IMPUESTOS
(Evolución 2013/2016; Proyecciones 2017/2020)

EUR millones	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
Beneficio explotación (EBIT)	11,56	29,18	32,78	38,37	48,48	53,98	63,09
Impuestos imputables al EBIT	(6,07)	(5,56)	(6,72)	(7,27)	(9,70)	(10,80)	(12,62)
EBIT ajustado (NOPLAT)	5,49	23,62	26,06	31,10	38,78	43,18	50,47
Amortización	10,70	12,37	14,37	18,68	24,24	25,73	27,77
Cash-flow explotación ajustado	16,19	35,99	40,43	49,78	63,02	68,91	78,25



Mesa de Contratación
Javier de Pedro
Enrique Zamácola
Enrique Ramos
Tel Directo: 915 733 027
Fax: 915 044 046

Global Dominion Access (DOM), Enero 2018

