

GESTAMP (GEST)

Inicio Cobertura

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

COMPRAR
RIESGO: MEDIO
Accionistas

Acek Desarrollo Industrial: 58,725%
Mitsui: 12,575%

Precio acción (03/04/2018): EUR 6,74
Precio objetivo (12 meses): EUR 8,20
 Nº de Acciones (mill): EUR 575,51
 Capitalización Bursátil (mill): EUR 3.878,96
 Máx/Min 2018: EUR (6,80 / 5,96)
 Máx/Min (12 meses): EUR (6,80 / 5,10)
 % Máx/Min (12 meses): -1/32

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 : -
 PER 14 : -
 PER 15 : -
 PER 16 : -
 PER 17 : 16,2
 PER 18 E: 13,5
 PER 19 E: 11,4
 PER 20 E: 10,4

Principales Ratios

	EV/EBITDA	EBITDA (*)	Bº Neto (*)	Cash-flow (*)	BPA	CF acción	Dividendo acción	Pay-out (%)
2013	2,8	608,65	113,99	422,92	-	-	-	-
2014	2,1	656,47	125,70	447,86	-	-	-	-
2015	2,0	760,33	161,48	521,98	-	-	-	-
2016	1,9	841,15	221,35	608,42	-	-	-	-
2017	6,5	889,88	239,69	645,84	0,42	1,12	0,12	30
2018E	6,0	989,17	286,87	725,66	0,50	1,26	0,15	30
2019E	5,4	1.118,63	340,94	819,22	0,59	1,42	0,18	30
2020E	4,9	1.192,08	374,70	874,49	0,65	1,52	0,20	30

(*) EUR millones

Link Securities - Juan Esplandiú, 15 - planta baja - Madrid 28007 - España - Tel: 34 - 91 - 504 0612 - Fax: 34 - 91 - 504 4046

FACTORES CLAVES DE LA INVERSIÓN

- **Gestamp** (o GEST o el Grupo o la Compañía) **es uno de los mayores proveedores a nivel mundial en el suministro de componentes y ensamblajes metálicos de alta ingeniería para automóviles**. GEST es un grupo internacional dedicado al diseño, desarrollo y fabricación de componentes como Tier 1 para los principales fabricantes de automóviles (OEMs).
- **La Compañía opera a través de tres líneas de negocio: i) componentes metálicos para Carrocerías (Body-In-White o BIW) + Chasis, ii) Mecanismos y iii) Utillaje**. En la actualidad, el Grupo está presente en 21 países de cuatro regiones, cuenta con 105 plantas industriales y 7 en construcción), 13 centros de I+D y una plantilla de más de 41.000 empleados en el mundo.
- **El mercado al que se dirige el Grupo se cuantifica aproximadamente en unos EUR 108.000 millones**, de los que EUR 103.000 millones lo constituyen *Body-in-White* y Chasis y los EUR 5.000 millones restantes corresponderían a Mecanismos. En 2017, los 12 principales OEMs representaron aproximadamente el 79% de la producción total de vehículos ligeros de automoción.
- Las tendencias del mercado se dirigen hacia una mayor seguridad de los vehículos, y a la reducción del peso de los mismos. Por ello, **GEST está construyendo plantas que cuentan con líneas de estampación en caliente que permiten una mayor flexibilidad de las piezas** y una mayor capacidad de absorción de impactos.
- Asimismo, en los últimos ejercicios **la estrategia de los fabricantes se centra en la denominada CASE (Connectivity, Autonomous driving, Shared mobility, Electric driving systems)**, lo que requiere grandes necesidades de capital, y conlleva una mayor externalización (*outsourcing*) de su producción a proveedores globales, como GEST.
- **El incremento de los resultados de GEST se basa tanto en el crecimiento orgánico como en el generado a través de adquisiciones de compañías** (Edscha en 2010; y ThyssenKrupp Metal Forming en 2011) **y alianzas estratégicas** (BHAP en China). Recientemente, el Grupo ha adquirido a Scorpios una planta en Brasil, que le permitirá suministrar producto a dicho mercado, principalmente a Toyota, y ha creado una *joint-venture* con Tuyauto en Marruecos para abastecer al mercado africano.
- **La capacidad de generación de flujos de caja del Grupo le ha permitido financiar con recursos propios parte de sus operaciones corporativas y mantener un nivel de endeudamiento razonable**. Así, GEST cerró 2017 con una deuda financiera neta de EUR 1.897,9 millones, situando su ratio de endeudamiento deuda financiera neta/EBITDA ligeramente por encima de las 2x (veces).
- **Los resultados 2017 del Grupo se vieron afectados por los costes extraordinarios de lanzamiento de varios proyectos simultáneos en EEUU**, un anuncio que penalizó la cotización del valor, **y por el efecto negativo de los tipos de cambio**. Aun así, GEST alcanzó una cifra de negocio de EUR 8.201,57 millones (+8,6% interanual), elevando su cash flow de explotación (EBITDA) hasta los EUR 889,88 millones (+5,8% interanual), y su beneficio neto atribuible un 8,3% más que en 2016, hasta situarlo en EUR 239,69 millones.
- **Hemos estimado que los próximos ejercicios GEST mantendrá una tendencia alcista de resultados, tras superar la situación adversa en el mercado de EEUU, donde seguirá lanzando proyectos**. Así, en el periodo 2017 - 2020 prevemos que el Grupo eleve sus ingresos a un crecimiento 6,8% tacc, mientras que su cash flow de explotación aumentará al 10,2% tacc y el beneficio neto atribuible al 16,1% tacc.
- Asimismo, hemos valorado la Compañía por dos métodos: i) descuentos de flujos de caja ajustados a impuestos, y ii) múltiplos relativos a los que cotiza un grupo de referencia de compañías que operan en su sector. Tomando la media de ambas valoraciones **alcanzamos una valoración para GEST de EUR 8,20 por acción, que a precios actuales otorga al valor un potencial de revalorización del 21,7%**.
- Por todo lo anterior, creemos que es una de las compañías industriales cotizadas con un mayor atractivo, dada la elevada visibilidad de resultados que ofrece, lo que unido a una estructura financiera estable y al potencial de revalorización que ofrece la acción a precios actuales, nos decanta por **iniciar la cobertura del valor con una recomendación de COMPRAR el mismo**. Asimismo, consideramos el riesgo de la inversión como **MEDIO** ya que, a pesar de depender del ciclo económico, el Grupo trabaja bajo pedido, tiene como clientes a los 12 principales fabricantes mundiales, traslada las variaciones de precio de sus materias primas a sus clientes y su diversificación geográfica le permite atender con rapidez las necesidades de los mismos.

1. INDUSTRIA DE AUTOMOCIÓN

La industria de automoción diseña, desarrolla, fabrica, vende y da servicio a vehículos de motor que se pueden clasificar en vehículos ligeros y vehículos comerciales pesados. El segmento de vehículos ligeros lo componen los coches de pasajeros, las furgonetas y los camiones ligeros con un peso bruto inferior a 6 toneladas, mientras que los vehículos comerciales pesados son aquellos cuyo peso excede de las 6 toneladas.

La cadena de valor para la producción de automoción se compone de i) **fabricantes (OEMs)**, como Daimler, Ford, General Motors, Toyota y Volkswagen, y ii) **proveedores de automoción**, como GEST, Autoliv, Bosch, Continental, Denso, Delphi, Schaeffler, CIE Automotive (CIE) y Valeo, entre otros.

A su vez, los proveedores de automoción se podrían clasificar en tres diferentes tipos: i) **Tier 1**: son proveedores que suministran directamente a los OEMs, sus productos suelen ser grandes módulos o sistemas, que integran componentes de los Tier 2, ii) **Tier 2**: son los proveedores de componentes para los Tier 1, sus productos integran componentes de proveedores más pequeños (Tier 3), y iii) **Tier 3**, proveedores de pequeño tamaño, sus productos se venden a los Tier 2.

Algunos proveedores de categoría Tier 1, entre los que se integra GEST, no sólo producen y suministran producto a los OEMs, sino que influyen de forma decisiva (*build-to-print basis*) co-desarrollando el diseño del producto en sus fases iniciales, desarrollando labores de ingeniería de forma conjunta con los OEMs.

Adicionalmente, en función de su independencia los proveedores de automoción se pueden clasificar en cautivos e independientes. Se considera un proveedor de automoción como cautivo cuando es propiedad parcial o totalmente de OEMs y suministra principalmente a dicho OEM. Los proveedores independientes, como GEST, no están participados por ningún OEM y sirven a una diversidad mayor de clientes.

Asimismo, también se suelen clasificar los proveedores en sub-segmentos basados en las distintas funciones de los componentes del vehículo. Cada sub-segmento incluye varias funciones de productos:

- Cuerpo y estructura del vehículo
- *Powertrain*
- Electrónica
- Interior
- Transmisión
- Suspensión
- Control del clima
- Neumáticos y llantas
- Dirección
- Sistema de combustible
- Dispositivos de seguridad de pasajeros
- Audio y telemática
- Sistema de Escape
- Componentes de cristal

GEST opera como un Tier 1 en el sub-segmento de Cuerpo y estructura del vehículo, que se compone de todos los productos y componentes que forman los elementos estructurales de un vehículo, así como su estructura exterior.

Estos componentes suponen el 32% del peso de un vehículo ligero. Así, entre ellos se enumeran: a) Parachoques (incluyendo shocks), b) Chasis, c) Barras transversales, d) Puertas (incluyendo marcos y paneles), e) Salpicaderos, f) Guardabarros, g) Suelos, h) Parrillas, i) Picaportes, j) Bisagras, k) Capó (incluidos revestimiento, bielas de soporte), l) Pestillos, ll) Sistemas de cierre, m) Cajas de Pedales, n) Raíles, o) Reflectores, p) Barras protectoras, q) Tejados, r) Paneles laterales, s) Placas antideslizantes, t) Protectores de salpicaduras, u) Alerones, v) Bastidores auxiliares, w) Pasos de ruedas, y) Reguladores de ventanas.

Gestamp Automoción (GEST)

Según un informe elaborado por Roland Berger, el mercado total de componentes de automóvil asciende a EUR 725.000 millones. De dicho importe, se considera en el segmento de mercado BIW + Chasis y Mecanismos un mercado relevante total de EUR 108.000 millones (aproximadamente un 15% del total). De los EUR 108.000 millones, existe un mercado potencial de EUR 20.000 millones de subcontratación de OEMs hasta 2025 (en concreto EUR 15.000 millones en BIW y EUR 5.000 millones en Chasis), al estimarse que el mercado potencial crecerá desde los EUR 43.000 millones de 2015 hasta los EUR 63.000 millones de 2025.

Destacar, asimismo, que las tendencias del mercado se centran en una reducción aún mayor del peso de los vehículos (*lightweighting*), lo que llevaría a un menor consumo de combustible y, por tanto, a una menor contaminación por la reducción de las emisiones de CO₂. Ello se lleva a cabo de dos formas: i) optimizando el peso actual de los vehículos con los componentes tecnológicos actuales, y ii) mediante el desarrollo de tecnologías y materiales más ligeros, como estampación en caliente (*hot stamping o press hardening*), en el primer caso, o el uso de aluminio o piezas de plásticos reforzados con carbón, en el segundo. El uso de estos materiales alternativos suele implicar un fuerte incremento de costes.

Los ingresos del Grupo dependen mucho del volumen de producción de vehículos de los diferentes mercados, así como de los cambios que se producen en las diferentes piezas o componentes que fabrica GEST.

En 2017, los 12 principales OEMs representaron aproximadamente el 79% de la producción total de vehículos ligeros de automoción. Asimismo, entre 2014 y 2017 dentro de ese mismo grupo de OEMs los que mejoraron la tasa de crecimiento del mercado fueron Renault-Nissan (5,1% tacc), Honda (5,5% tacc), Daimler (13,0% tacc) y BMW (4,3% tacc).

El Grupo clasifica sus actividades en cinco segmentos geográficos, a saber, Europa Occidental, Europa Oriental, América del Norte, Mercosur (Brasil y Argentina) y Asia.

2. PERFIL DE LA COMPAÑÍA

2.1. Breve historia de la Compañía

- **Finales 90:** Francisco Riberas crea GEST, con la estrategia de internacionalización, incorporando compañías en Francia, Portugal y Brasil.
- **Década 2000:** Entrada en mercados estratégicos para el automóvil como Alemania y EEUU y refuerza su posición en Europa Occidental.
- **2004:** Adquisición de Hardtech (estampación en caliente) le permite incrementar sus competencias tecnológicas.
- **2006:** GEST se expande principalmente en países emergentes, como Brasil, Rusia, India, China (BRIC), aumentando también su actividad en Europa y América.
- **2010:** La Compañía adquiere Edscha, grupo alemán líder en sistemas de cierre para automóviles, que posee 14 plantas y 2 centros de I+D distribuidos en 9 países.
- **2011:** Adquiere la división de componentes metálicos de ThyssenKrupp, sumando otras 17 plantas y 2 centros de I+D a sus centros productivos. GEST consolidó su liderazgo en Europa Occidental y aumentó su presencia en China, creciendo en el negocio de chasis.
- **2013:** Refuerzo de su estructura accionarial, con la incorporación de Mitsui, con un 30% del capital en el perímetro de la filial americana. Realiza la primera emisión de bonos y abre de dos plantas en China.
- **2016:** Entrada de Mitsui en el capital a nivel de Grupo, tras la salida de ArcelorMittal (MTS).
- **Abril de 2017:** La Compañía sale a cotizar en la Bolsa española, mediante una Oferta Pública de Venta (OPV).
- **Actualidad:** Actualmente, GEST está presente en 21 países, cuenta con 105 plantas industriales (+7 en construcción), 13 centros de I+D y una plantilla de más de 41.000 empleados en el mundo.

2.2. Principales líneas de negocio

GEST es un grupo internacional que, desde 1997, se dedica al diseño, desarrollo y fabricación de componentes y conjuntos metálicos de alta ingeniería para el automóvil, para su venta a fabricantes de equipo original. La Compañía produce una amplia gama de productos, muchos de los cuales son críticos para la integridad estructural de los vehículos. La cartera de productos abarca carrocerías (*Body-In-White*), chasis y mecanismos, así como troqueles, prensas y otros productos.

De esta forma, el Grupo centra su actividad en las siguientes líneas de productos:

1. **Componentes metálicos para carrocerías (*Body-In-White*):** La carrocería constituye la parte esencial del vehículo. A partir de piezas metálicas estampadas, que posteriormente se sueldan entre sí, se crea la carrocería. Los componentes metálicos se clasifican en dos grupos: i) piezas exteriores, ii) piezas estructurales.
 - i) Piezas Exteriores: aquellas piezas y conjuntos de piezas ensambladas que cubren el coche y forman la piel externa del vehículo. Tienen diseños largos y complejos y con un acabado perfecto.
 - ii) Piezas Estructurales: estos componentes arman el esqueleto del vehículo y cumplen un papel crucial en la seguridad del mismo.
2. **Chasis:** Los productos de chasis conforman la parte inferior de la estructura del cuerpo del vehículo y su diseño viene determinado por el peso y la distribución de cargas del mismo. Las estructuras que conforman el chasis de un vehículo incluyen estampados metálicos, así como una gran variedad de componentes ensamblados.
3. **Mecanismos:** Tras la adquisición de Edscha en 2010, el Grupo se ha convertido en una empresa líder en la fabricación de mecanismos, con una amplia gama de productos que incluye componentes mecánicos como bisagras para puertas, capós y portones, retenedores de puerta, así como pedaleras y frenos de mano. Esta cartera incluye también sistemas electrónicos que permiten abrir y cerrar las puertas y el maletero del automóvil por control remoto.
4. **Utillajes y otros productos:** GEST diseña, realiza ingeniería, fabrica, presta servicios de asistencia técnica y vende troqueles y utillajes en apoyo de sus clientes. Además, la Compañía también diseña, fabrica y vende prensas. El Grupo cuenta con capacidades internas relevantes de fabricación de utillajes y prensas sofisticadas.

El Grupo se ha convertido en uno de los mayores proveedores estratégicos de componentes metálicos y ensamblajes gracias a su liderazgo, a su presencia global, a su cartera de clientes y a su experiencia ejecutando proyectos de gran complejidad. Así, GEST es hoy un referente a nivel mundial para prácticamente todos los fabricantes de automóviles, incluyendo BMW, Daimler, Fiat Chrysler, Ford, Geely-Volvo, General Motors, Honda, PSA, Renault Nissan, Tata JLR, Toyota y Volkswagen, quienes a 31 de diciembre de 2017 constituyen los 12 clientes más importantes a nivel global.

Dado que muchos de los competidores más comparables (fabrican piezas similares a GEST) no cotizan y, debido a ello, no están obligados a suministrar información periódica sobre sus resultados como lo realizan las compañías cotizadas, es complicado conocer las cifras de facturación de todos los competidores de GEST. No obstante, el Grupo señala, en relación a su posicionamiento en el mercado, que es el proveedor líder mundial de componentes para productos de Carrocerías *Body-in-White* (BIW) en términos de ingresos. En lo que se refiere a productos de Chasis, la Compañía estima que estará entre los tres primeros proveedores a nivel mundial en términos de ingresos. Además, en los productos de Mecanismos, GEST se ve claramente como el proveedor líder mundial en ingresos del segmento.

LÍNEAS DE PRODUCTO DE GESTAMP (2017)



Fuente: Gestamp.

La Compañía estructura sus operaciones en ocho divisiones operativas, además del apoyo de los servicios corporativos:

- i) Europa Sur
- ii) Europa Norte
- iii) América Norte
- iv) Mercosur (América del Sur)
- v) Asia
- vi) Edscha (Mecanismos)
- vii) Utillaje y equipo
- viii) I+D (filiales Autotech)

Las tres últimas divisiones pertenecen a más de un segmento geográfico de GEST.

Gestamp Automoción (GEST)

Por otra parte, la operativa del Grupo implica una serie de riesgos, que resumimos a continuación y que podrían englobarse en tres tipos:

- i) Relacionados con la actividad
 - o GEST depende de un reducido número de clientes de gran volumen para los ingresos corrientes y futuros del Grupo. La pérdida de alguno de estos clientes o la pérdida de cuota de mercado por parte de éstos podría tener un impacto significativo sobre la Compañía.
 - o GEST debe repercutir las subidas de los precios de la energía y el acero a sus clientes OEM. En caso de no poder hacerlo, sus resultados se verán lastrados a la baja.
 - o El no cumplimiento de las expectativas de ingresos o de crecimiento de los mercados en los que el Grupo ha empleado recursos podría afectar al negocio de GEST.
 - o Reclamaciones por responsabilidad.
- ii) Relacionados con su estructura financiera
 - o Fluctuaciones del tipo de cambio podrían afectar negativamente a los resultados del Grupo.
- iii) Relacionados con el sector de actividad
 - o Perturbaciones en la cadena de suministro de automoción podrían afectar negativamente a los resultados de GEST
 - o La industria es cíclica, por lo que cualquier contracción que afecte al sector de automoción podría impactar negativamente en el negocio del Grupo.
 - o Cambios tecnológicos o de necesidades del sector podrían tener un efecto adverso en los resultados de GEST

3. ESTRATEGIA DE LA COMPAÑÍA

El eje de la estrategia del Grupo se fundamenta en sus tres tipos de diversificación: a) geográfica, b) de clientes, y c) de producto.

- a) **Geográfica:** permite a la Compañía aprovechar las oportunidades de crecimiento global y atenúa el impacto de las fluctuaciones de demanda regional en periodos de crisis económica.
- b) **Clientes:** Al aportar soluciones globales, GEST se ha convertido en proveedor de referencia de los principales fabricantes de vehículos (OEMs) del mundo, convirtiéndose en su socio estratégico y de futuro.
- c) **Producto:** Las adquisiciones de Edscha (Mecanismos) y ThyssenKrupp Metal Forming han permitido al Grupo afianzar su posicionamiento en Chasis + Carrocerías y Mecanismos, ampliar su cartera de productos y ofrecer una mayor variedad o gama a los fabricantes de vehículos

Además, la estrategia de GEST para asegurar un crecimiento sostenible y con visibilidad de resultados se fundamenta en los siguientes parámetros: i) Liderazgo global, ii) Tendencias futuras de mercado, iii) Innovación tecnológica, iv) Operador con mejor cartera OEMs, v) Presencia Global, vi) Alto crecimiento y resistencia, y vii) Alta dirección y accionariado.

Dentro de las tendencias futuras del mercado, debemos destacar las siguientes:

- **Electrificación:** Los cambios regulatorios en relación a las emisiones de CO2 han motivado la proliferación del tren motriz eléctrico, cuyo crecimiento se espera que sea sustancial en los próximos años. Así, los OEMs están enfocando su producción en los vehículos eléctricos o EVs (BMW espera ofrecer 25 modelos con sistemas de conducción eléctricos, de los que 12 serán totalmente eléctricos; Volkswagen lanzará 80 nuevos EVs para 2025)

Gestamp Automoción (GEST)

No obstante, esta tendencia no supone un riesgo de disrupción para GEST en sus segmentos de mercado de BIW, Chasis y Mecanismos. Al contrario, esta nueva tendencia le permite a GEST aumentar el potencial de su negocio de BIW mediante la fabricación innovadora de unas cajas de baterías para coches eléctricos.

- **Subcontratación (*Outsourcing*) de los fabricantes (OEMs):** los OEMs cada vez necesitan más capital, al centrar sus esfuerzos en una estrategia CASE (*Connectivity, Autonomous driving, Shared mobility, Electric driving systems*) y dedicar un menor enfoque al “*hardware*”. Así, el nivel de subcontratación de los OEMs está aumentando.

Este factor supone una oportunidad para GEST, debido el carácter global del Grupo y a que los componentes que fabrica para los OEMs son críticos dentro de cada vehículo.

- **Tendencia creciente hacia el Estampado en Caliente subcontratado:** dentro de los estándares de la industria de componentes de automoción, se espera que el estampado en caliente, proceso del que GEST es pionero, capte una cuota de mercado cada vez mayor, pasando del 8% (\$ 6.500 millones) en 2015 al 13% (\$ 11.800 millones) en 2020 y al 17% (\$17.000 millones) en 2025.

En lo que se refiere a GEST, la evolución de las ventas procedentes de Estampado en caliente ha sido exponencial, desde el 1% que representó de la facturación global en 1986, hasta el 38% del cierre del ejercicio 2016, con un incremento de las líneas de producción del 4,8% anual desde las 16 de 2007 hasta las 77 líneas del pasado ejercicio. Además, el crecimiento medio anual de las materias primas creadas a través de estampación en caliente aumentó el 17,4%.

- **Posicionamiento en la consolidación de plataformas:** GEST está muy bien posicionada como proveedora de las plataformas globales de los fabricantes (OEMs), al ser considerado como un proveedor de confianza (fiable, líder tecnológico, presencia global y proveedor estratégico).

Adicionalmente, el modelo de negocio de GEST es a prueba de disrupciones y con un riesgo bajo de ejecución, ya que los componentes que fabrica GEST, junto a otros que no fabrica como los asientos, la iluminación y los exteriores, prácticamente no se ven afectados por las nuevas tendencias.

Así componentes específicos del motor, de la transmisión o sensores de radar / tecnológicos o termales se ven más influidos por los cambios tecnológicos que introducen las tendencias CASE.

Recientemente GEST ha adquirido una planta en Brasil al grupo local Scorpions Industria Metalúrgica, especializada en la fabricación de componentes metálicos para automóviles en el país sudamericano. La instalación facturó R\$ 105 millones (unos EUR 27 millones) en 2017, y en la actualidad suministra componentes *Body-In-White* para el fabricante japonés Toyota.

Creemos que con esta operación corporativa, el Grupo busca una mayor relación con los fabricantes (OEMs) japoneses con el objetivo de convertirse en uno de sus proveedores habituales, algo que resulta complicado en el país nipón, debido al proteccionismo hacia los Tier 1 japoneses (*keiretsu*), en detrimento de los extranjeros. En la actualidad, el 7% de las ventas de GEST proceden de OEMs japoneses, así como el 30% de la producción global de Automoción.

4. ANÁLISIS EVOLUCIÓN DE LOS RESULTADOS DEL GRUPO – ESTIMACIONES DE LOS PRÓXIMOS AÑOS

4.1. Análisis de los resultados de la Compañía (2014-2016)

Tenemos que recordar que la salida a Bolsa de GEST se produjo en abril de 2017, por lo que la información de los resultados anteriores procede del Folleto de la Oferta Pública de Venta (OPV), donde el desglose de los mismos es limitado.

Gestamp Automoción (GEST)

Así, en 2014 la producción global de vehículos ligeros creció un 3,1% interanual, hasta situarse en los 87,1 millones de vehículos. La cifra de negocio alcanzó los EUR 6.255,8 millones, mientras que el importe de ingresos totales se elevó hasta los EUR 6.411,4 millones. En dicho ejercicio GEST realizó inversiones por importe de EUR 483 millones, para atender las necesidades de subcontratación de los fabricantes de automóviles (OEMs), y para expandir su negocio de forma global.

El control del capital circulante y el cash flow de explotación (EBITDA) generado (EUR 656,6 millones; 10,5% sobre las ventas) permitieron a la Compañía generar un flujo neto de caja positivo, lo que redundó en una reducción de la deuda financiera neta del Grupo hasta situarla en EUR 1.410 millones. Así, el ratio de endeudamiento deuda financiera neta/EBITDA cerró 2014 en 2,1x (veces).

Cuadro n. 1

RESULTADOS GESTAMP 2014 – 2016 (EUR millones)

EUR millones	2014	2015	2016	tacc (%)
Cifra de negocio	6.255,8	7.034,5	7.548,9	9,9%
Otros ingresos	126,6	156,9	131,6	2,0%
Variación de existencias	29,0	10,9	-6,6	-
TOTAL Ingresos	6.411,4	7.202,3	7.673,9	9,4%
Aprovisionamientos	-3.885,8	-4.308,6	-4.509,7	7,7%
Margen Bruto	2.525,6	2.893,7	3.164,2	11,9%
Gastos de Personal	-1.124,9	-1.258,0	-1.366,9	10,2%
Otros gastos	-744,2	-875,4	-956,2	13,4%
EBITDA	656,5	760,3	841,1	13,2%
<i>Margen EBITDA / Ventas</i>	<i>10,5%</i>	<i>10,8%</i>	<i>11,1%</i>	
Depreciación, amortización	-319,0	-360,1	-378,5	8,9%
EBIT	337,6	400,3	462,7	17,1%
<i>Margen EBIT / Ventas</i>	<i>5,4%</i>	<i>5,7%</i>	<i>6,1%</i>	
Ingresos financieros	9,6	13,3	5,3	-25,7%
Gastos financieros	-138,6	-121,8	-98,8	-15,6%
Diferencias tipo de cambio	-7,6	-24,7	-12,4	27,7%
Otros	-10,2	-14,2	-8,6	-8,2%
Beneficio antes impuestos (BAI)	190,7	252,8	348,1	35,1%
Impuesto de Sociedades	-60,3	-63,9	-88,9	21,4%
Beneficio neto	130,4	188,9	259,2	41,0%
Minoritarios	-3,1	-27,4	-37,8	-
Beneficio neto atribuido	127,3	161,5	221,4	31,9%

Fuente: Folleto salida OPV Gestamp.

No obstante, la pérdida financiera se situó en EUR 146,8 millones, limitando el beneficio antes de impuestos (BAI) a EUR 190,7 millones, y el beneficio neto atribuible en EUR 127,3 millones.

En 2015 la producción global de vehículos ligeros creció ligeramente por debajo del 2%. Sin embargo, a pesar de una economía global débil y de la ralentización de las cifras de producción del sector del automóvil, la cifra de ingresos de GEST aumentó más de un 12% interanual, superando por primera vez los EUR 7.000 millones (EUR 7.034,5 millones). Asimismo, la rentabilidad de las operaciones para GEST mejoró la del ejercicio precedente. Así, el cash flow de explotación (EBITDA) aumentó un 16% interanual, es decir más de EUR 100 millones, hasta arrojar un importe de EUR 760,3 millones, situando su margen sobre ventas en el 10,8%.

El beneficio de explotación (EBIT) se incrementó más de un 19% interanual, hasta superar los EUR 400 millones (5,7% sobre las ventas vs 5,4% de 2014). Además, las mayores oportunidades de negocio que se presentaron permitieron aumentar el importe de inversiones. Así, GEST inició cinco *greenfields* en 2015, que se sumaron a los proyectos puestos en marcha en 2014. Asimismo, a pesar de que la deuda financiera neta aumentó en términos absolutos, el buen comportamiento del EBITDA llevó a una reducción del ratio de endeudamiento deuda financiera neta/EBITDA hasta 2,0x (veces).

Gestamp Automoción (GEST)

Finalmente, en 2016, GEST obtuvo unos ingresos de EUR 7.548,9 millones, un 7,3% superior a los obtenidos un año antes a pesar de que continuó el débil crecimiento global de la economía, debido a la inestabilidad política y a los bajos precios del petróleo. Así, la evolución del negocio de GEST fue positiva, impulsada por el incremento de la producción de vehículos (+5,7% interanual).

Desglosando dicho importe por línea de negocio, EUR 6.067,4 millones, aproximadamente un 80,4% del total correspondió a productos de Carrocería o Chasis, EUR 902,4 millones, o el 11,9% del total procedieron de productos de Mecanismos, y EUR 579,1 millones, o alrededor del 7,7% restante, procedieron de Utillaje y Otros Productos.

Asimismo, el cash flow de explotación (EBITDA) alcanzó los EUR 841,1 millones, lo que supuso un incremento del 10,6% en términos interanuales y le permitió situarse en el 11,1% de las ventas. El beneficio neto de explotación (EBIT), por su lado, alcanzó los EUR 462,7 millones, un 6,1% de la cifra de negocios.

4.2. Análisis de los resultados de la Compañía 2017

A finales de febrero, el fabricante de componentes para Automoción GEST presentó sus resultados correspondientes al ejercicio 2017. Este ejercicio mostró una fuerte recuperación del crecimiento económico mundial, impulsado por la mejora de la economía de EEUU en el 2S2017, y por la evolución positiva de las economías de la Zona Euro y de Japón.

En líneas generales, el comportamiento del sector del automóvil fue positivo. Según los datos de la consultora IHS, la producción mundial de vehículos de 2017 aumentó un 2,1% interanual, mientras que el crecimiento medio en las regiones en las que GEST opera se incrementó un 1,7% en relación a 2016, destacando la mejora de producción en Mercosur (20,8%) y en Europa Oriental (+6,9%).

Como hemos comentado, los fabricantes de automóviles centran sus esfuerzos en la estrategia CASE (*Connectivity, Autonomus Driving, Shared Mobility and Electrification*), lo que requiere grandes necesidades de capital y les lleva a externalizar (*outsourcing*) la fabricación de componentes hacia proveedores estratégicos, como el Grupo.

Así, durante 2017, varios fabricantes de automóviles han anunciado su estrategia sobre el vehículo eléctrico, entre ellos: (i) el lanzamiento de BMW de 25 modelos para 2025 con un sistema de accionamiento electrificado, de los cuales se espera que 12 de ellos sean eléctricos puros y (ii) la estrategia de VW en electrificación llamada "Roadmap E", la cual prevé 80 nuevos vehículos eléctricos para 2025. Como veremos en el apartado de estimaciones, esperamos que GEST siga beneficiándose de su posicionamiento para obtener rendimiento de ese proceso de externalización.

Procedemos a analizar los resultados de GEST de 2017, que vinieron marcados por el anuncio en septiembre por parte de GEST de los mayores costes de lanzamiento de los proyectos (*ramp-up costs*), y no recurrentes (*one-off*), principalmente en dos plantas del mercado norteamericano (NAFTA), lo que conllevó un ajuste de las estimaciones de EBITDA de la propia GEST para el ejercicio 2017.

Así, GEST mantuvo su previsión de ingresos para el ejercicio, a tipos de cambio constantes, con un crecimiento orgánico de entre el 7% y el 9% con respecto al importe de 2016. Sin embargo, GEST redujo su objetivo previsto inicialmente de EBITDA para 2017, cifrado en un crecimiento de entre el 9% y el 11% con respecto a 2016, hasta un crecimiento menor, de entre el 5% y el 8% interanual, a tipos de cambio constantes.

Señalar que el Grupo mantuvo sus previsiones a medio plazo, para el periodo hasta 2019, con un crecimiento positivo en NAFTA gracias a los últimos contratos ganados, y en el resto de geografías.

Gestamp Automoción (GEST)

Además, debemos destacar la reciente adquisición que ha realizado GEST de una planta en Brasil a Scorpions Industria Metalurgica Limitada. La instalación se dedica a la fabricación de componentes de metal y otras piezas *Body-In-White* para el fabricante (OEM) japonés Toyota. En este sentido tenemos que indicar que esta operación corporativa encaja dentro de la estrategia de GEST de estrechar la relación con los clientes asiáticos, principalmente los japoneses.

Destacar, en este sentido, que en el mercado asiático la Compañía experimentó un fuerte crecimiento de ingresos en 2017 a tipo constante (+8,4% interanual vs 2,1% del mercado).

Tenemos que recordar que los OEMs japoneses tienen en su mercado doméstico proveedores muy selectos de acuerdo con el modelo *keiretsu* (sistema o grupo de empresas) según el cual las distintas compañías tienen una red relacionada en la que se produce una interconexión de sus negocios y de su accionariado, y todo se centraliza en entidades financieras. El objetivo de este sistema consiste en proporcionar a las compañías japonesas un blindaje frente a movimientos bursátiles extremos o frente a Ofertas Públicas de Adquisición (OPA) hostiles por parte de compañías extranjeras. Ello limita las posibilidades de que un proveedor extranjero tenga acceso a los clientes japoneses en su mercado doméstico.

Así, la estrategia de GEST consiste en acompañar a los fabricantes japoneses en sus inversiones en el extranjero, construyendo o adquiriendo plantas para suministrarle productos o contribuyendo a que expandan su negocio en aquellos mercados en los que el Grupo ya está presente. Asimismo, recientemente la Compañía ha inaugurado un centro de I+D en Tokio, para mejorar sus capacidades en el país asiático, desarrollar proyectos de forma conjunta con sus clientes japoneses y dotar a sus clientes del nuevo conocimiento desarrollado por GEST en sus instalaciones e integrar las nuevas patentes del Grupo en sus plataformas. Este centro de I+D se suma a la planta de estampación en caliente que GEST está construyendo en Matsusaka (Japón), con una inversión inicial de EUR 37 millones, ampliable a EUR 65 millones.

Asimismo, en febrero de 2018 GEST anunció la creación de una *joint-venture* con Tuyauto para construir una nueva planta (*greenfield*) en Kenitra (Marruecos) iniciando sus operaciones en África, cerca de la planta que PSA está construyendo en la actualidad.

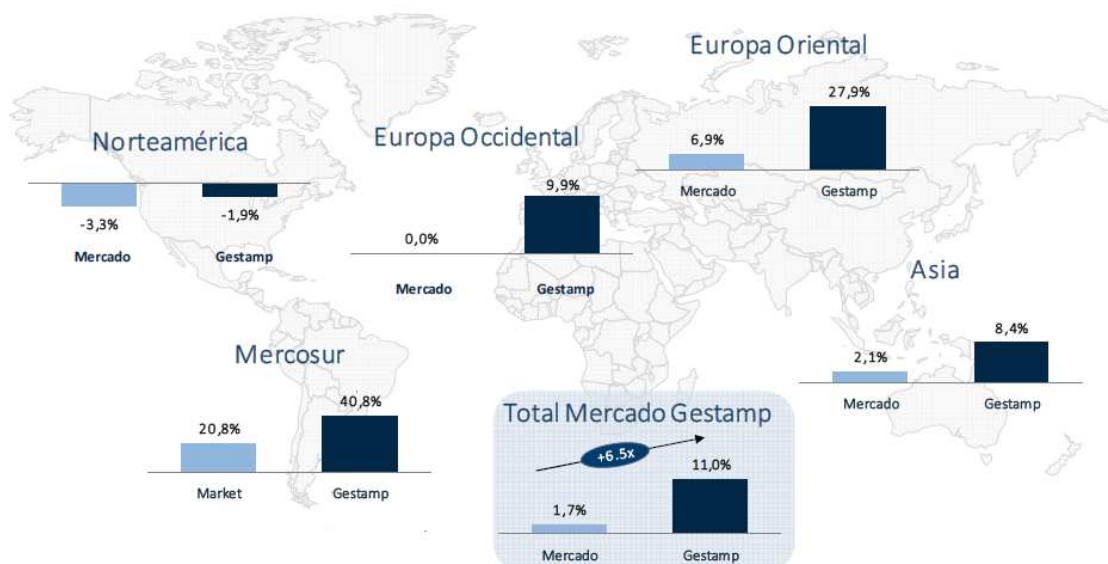
Con todo ello, GEST alcanzó una cifra de negocio de EUR 8.201,6 millones, lo que supuso un 8,6% más que en el 2016 (+11,0% a tipos constantes) y superar la cota de los EUR 8.000 millones de ventas por primera vez en su historia. Al mismo tiempo, este importe de ventas estuvo en línea (-0,2%) con el consenso de analistas que cubren la compañía.

Asimismo, desglosando la cifra de ingresos por área de negocio, BIW mejoró sus ventas un 6,1% interanual, hasta los EUR 6.439,3 millones, gracias al incremento de ventas de Europa Oriental, Europa Occidental y Mercosur. Mientras, Mecanismos aportó EUR 1.015,9 millones (+12,6% interanual), impulsado por las mayores ventas en China, Alemania, Brasil, España, República Checa, Rusia y Norteamérica. Por último, Utillaje (*tooling*) elevó sus ingresos un 28,9% respecto a 2016, hasta los EUR 746,6 millones, gracias a unas mayores ventas en Europa Occidental.

Indicar que el incremento del 8,6% de los ingresos está en línea con la parte alta del intervalo objetivo revisado de GEST de ventas para el ejercicio, como hemos señalado antes.

Destacar que GEST ha superado el crecimiento del mercado en facturación en todos los mercados en los que opera (Europa Occidental, Europa Oriental, Mercosur, NAFTA, Asia), con un crecimiento medio del 11,0%, frente al crecimiento medio del mercado del 1,7%. Los mayores crecimientos se experimentaron en Mercosur (+40,8% interanual) y en Europa Oriental (+27,9% interanual).

AUMENTO INGRESOS 2017 POR MERCADOS GESTAMP (TIPOS CONSTANTES)



Fuente: Informe anual 2017 Gestamp.

Analizamos brevemente la evolución de la cifra de negocios en los distintos mercados en los que opera el Grupo:

- **Europa Oriental:** incremento de un 21,4% interanual (+27,9% a tipos de cambio constantes) en 2017, hasta situar su importe en EUR 1.043,4 millones, un crecimiento superior al del mercado (+6,9% a tipos constantes). La evolución positiva en todos los países que integran este mercado, principalmente en Polonia por el lanzamiento (*ramp-up*) del VW Crafter; en Turquía por programas FCA y Ford; y en Hungría con Audi. Asimismo, en enero de 2017 GEST adquirió una planta en Rumania que contribuyó a aumentar la cifra de ingresos.
- **Europa Occidental:** aumento de un 8,3% interanual (+9,9% a tipos de cambio constantes) de los ingresos en 2017, hasta los EUR 4.011,2 millones, superando la evolución media del mercado (+0,0% a tipos constantes). El crecimiento en casi todas las geografías y el mayor número de ventas de *tooling*, más que compensaron el efecto negativo de la depreciación de la libra esterlina.
- **NAFTA:** la cifra de negocio se redujo un 4,1% interanual en 2017 (-1,9% a tipos de cambio constantes), hasta situar su importe en EUR 1.482,8 millones. La transición (*change over*) de los grandes programas en EEUU y Méjico, el impacto negativo de la depreciación del dólar frente al euro y las menores ventas de *tooling* justificaron dicha caída de ingresos.
- **Mercosur:** fuerte incremento de la cifra de ingresos en 2017 (+40,1% interanual; +40,8% a tipos de cambio constantes), hasta los EUR 562,3 millones, batiendo el crecimiento medio del mercado (+20,8% a tipos de cambio constantes). El comportamiento superior al mercado en Argentina y Brasil y la puesta en producción de nuevos programas nominados impulsaron la mejora de ingresos. Además, el mayor volumen de producción en ambos países y las mayores ventas de *tooling* también contribuyeron a dicha mejoría.
- **Asia:** la cifra de negocio también creció en 2017, un 6,2% (+8,4% a tipos de cambio constantes), hasta un importe de EUR 1.101,8 millones, impulsado por la evolución de las plantas de Pune (India) y un crecimiento moderado en China, impactado por la devaluación del yuan y los volúmenes más bajos en la planta de Wuhan.

Gestamp Automoción (GEST)

El cash flow de explotación (EBITDA), por su parte, se elevó un 5,8% en tasa interanual (+8,8% a tipos de cambio constantes), hasta situar su importe en EUR 889,88 millones, superando (+1,4%) el importe esperado por el consenso de analistas y en línea con el objetivo revisado fijado por la propia GEST para el ejercicio, cifrado en un aumento de entre el 5 - 8%. El impacto de los costes no recurrentes en EEUU, las mayores ventas de *tooling* (de menor margen) y los costes de las materias primas limitaron el aumento de esta magnitud. En términos sobre ventas, el EBITDA alcanzó el 10,9%, frente al 10,7% del año precedente.

Desglosando el EBITDA por mercados geográficos, Europa Occidental es el que aportó más en 2017, al alcanzar EUR 423,9 millones (+12,1% interanual), ya que las eficiencias conseguidas en los principales países más que compensaron las ventas de *tooling* (de menor margen) y la depreciación de la libra esterlina. Le siguió Asia, con EUR 160,1 millones, a pesar de reducir su importe un 9,4% interanual, por los mayores costes de lanzamiento de nuevos proyectos, y debido a una normalización de los márgenes. Norteamérica y Europa Oriental registraron EUR 123,2 millones y EUR 122,8 millones, respectivamente, aunque con evolución distinta (-26,3% por costes no recurrentes y costes de lanzamiento de proyectos; y +28,5% interanual por mayor eficiencia en Turquía, Polonia y Rusia, respectivamente). Finalmente, Mercosur elevó su EBITDA un 156,6% interanual, hasta los EUR 59,5 millones.

Asimismo, el Grupo realizó inversiones por importe de EUR 796,0 millones durante el ejercicio (EUR 724,6 millones en 2016), que sirvieron para financiar, entre otros activos, la construcción de las siete nuevas plantas en diferentes partes del mundo para atender las necesidades de sus clientes. Las inversiones en inmovilizado incluyen inversiones en crecimiento, inversiones recurrentes e inversiones en activos intangibles.

Las inversiones de crecimiento se dedicaron a inversiones en nuevas plantas (*greenfields*), a expansión significativas de plantas existentes, y nuevos procesos o tecnologías en plantas existentes. Las inversiones recurrentes se dedicaron en su mayor parte a la sustitución de programas ya existentes y el mantenimiento del equipo productivo. Por último, las inversiones en inmovilizado intangible incluyen entre otros conceptos, la activación de gastos de I+D.

Por su lado, el beneficio neto de explotación (EBIT) repuntó un 4,8%, hasta los EUR 484,7 millones, superando (+3,3%) la cifra esperada por el consenso de analistas (recopilado por GEST), de EUR 469,0 millones.

Finalmente, el beneficio neto atribuible se elevó hasta los EUR 239,7 millones, un 8,3% más que en 2016 y un 1,6% superior al esperado por el consenso de analistas (recopilado por GEST). La mejora de los volúmenes en todos los mercados, unida a la mejoría de las condiciones macroeconómicas a nivel mundial y el aumento de nuevos proyectos, fueron las palancas del crecimiento experimentado por la Compañía en 2017.

Cuadro n. 2

RESULTADOS GESTAMP 2017 vs 2016 / CONSENSO DE ANALISTAS GESTAMP

EUR millones	2017	17/16 (%)	Estimado	Real/est. (%)
Ventas	8.201,6	8,6%	8.217,0	-0,2%
EBITDA	889,9	5,8%	878,0	1,4%
% Margen EBITDA / Ventas	10,9%	-	10,7%	-
EBIT	484,7	4,8%	469,0	3,3%
Beneficio neto	239,7	8,3%	236,0	1,6%

Fuente: Estados financieros de la compañía. Consenso de analistas de Gestamp.

La deuda financiera neta de GEST se situó al cierre de 2017 en EUR 1.897,9 millones (EUR 1.632,6 millones al cierre de 2016), en línea con lo previsto por la Compañía, que establecía un nivel de endeudamiento de 2x (veces) EBITDA. La deuda financiera bruta ascendió al cierre del pasado ejercicio a EUR 2.837,03 millones, significativamente superior a los EUR 2.106,33 millones del cierre del ejercicio 2016.

Gestamp Automoción (GEST)

4.3. Estimaciones de los próximos años

Pasamos a continuación a desglosar nuestras estimaciones para el periodo 2018 – 2020.

En primer lugar, tenemos que señalar que las previsiones económicas para el ejercicio 2018 son de un crecimiento económico mundial superior al registrado en el 2017, según detalla el informe anual del Fondo Monetario Internacional (FMI), que en enero de 2018 indicó que espera un crecimiento económico del 3,9% en el mundo para 2018. Dicho crecimiento debería plasmarse en una mayor inflación, a medida que se recuperen los salarios, principalmente en EEUU.

Así, esta recuperación debería de influir de forma positiva en el consumo y, como consecuencia, en el sector del automóvil a nivel global. Según las previsiones de la consultora IHS, se espera que la producción de vehículos ligeros aumente en 2018 un 1,9%. Creemos que GEST seguirá superando al mercado en ventas y en beneficio en 2018 en los mercados en los que opera.

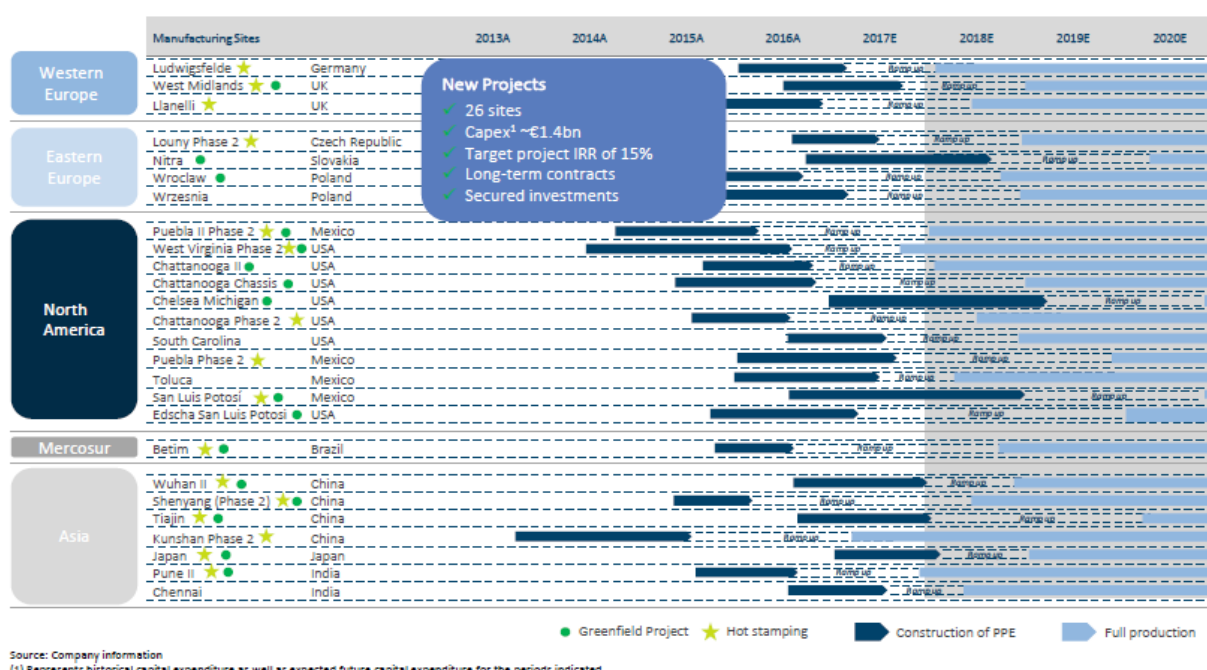
No obstante, en 2018 se constatará si la puesta en marcha de los proyectos en los que ha invertido el Grupo en los últimos ejercicios le permite más que compensar el impacto negativo procedente de los costes de lanzamiento (*ramp-up costs*) de los proyectos que aún no producen, que como hemos indicado con anterioridad conllevaron en 2017 un reajuste a la baja de los objetivos anuales de dicho ejercicio en términos de EBITDA.

Consideramos que, con el cambio del equipo directivo en NAFTA, los problemas de gestión de los costes de varios proyectos simultáneos deberían solucionarse, aunque habrá que vigilar la evolución de la región en los próximos trimestres para confirmar su recuperación, principalmente en lo referente a los márgenes de explotación.

Adicionalmente, creemos que en el periodo de estudio puede existir un impacto negativo procedente de las diferencias de tipos de cambio, aunque éstas no se pueden estimar de forma fiable, por lo que desechamos incluir el impacto dentro de nuestras proyecciones.

Gráfico n. 3

CALENDARIO INVERSIONES PROYECTOS NUEVOS GESTAMP 2013-2020E



Fuente: Gestamp.

Gestamp Automoción (GEST)

En lo que se refiere a la facturación, creemos que la puesta en marcha de los nuevos proyectos *greenfields*, así como el crecimiento orgánico permitirán elevar la cifra de facturación, en un 9% en 2019 y en un 4,5% en 2020, hasta situarla cercana a los EUR 10.000 millones de ingresos al cierre de periodo de estudio 2017 – 2020 (6,8% tacc). La expansión en Asia y la producción procedente de los proyectos de NAFTA, unido al crecimiento orgánico, impulsarán los ingresos.

Creemos, además que el coste de las materias primas se mantendrá entre 2018 y 2020, por lo que el margen bruto repuntará a un crecimiento del 6,8% tacc, al mismo ritmo de la facturación. Asimismo, el desarrollo de los *greenfields*, la expansión a Marruecos y la apertura de las nuevas plantas, tanto en San Luis de Potosí (México), como en Michigan (EEUU) y Matsusaka (Japón), requerirá de mayores gastos de personal (6,4% tacc), arrojando un EBITDA que superará por primera vez los EUR 1.000 millones en 2019 (EUR 1.118,63 millones) y cerrará 2020 en EUR 1.192,08 millones (10,2% tacc).

En términos sobre ventas, proyectamos una mejora del EBITDA desde el 10,9% de 2017 hasta el 11,3% en 2018. Esperamos, además, que en ejercicios posteriores siga mejorando, hasta situarse en el 11,7% y el 11,9% en 2019 y 2020, respectivamente.

Las amortizaciones crecerán a un ritmo del 7,2% tacc, arrojando un beneficio neto de explotación (EBIT) de EUR 550,39 millones en 2018 (+6,3% de las ventas), para cerrar 2020 ligeramente por debajo de la barrera de los EUR 700 millones (+6,9% de los ingresos).

Por su parte, la generación de flujos de caja permitirá reducir anualmente la deuda financiera bruta y, por tanto, la pérdida financiera, que estimamos se reduzca un 5,2% en el periodo de estudio, hasta cerrar 2020 en EUR 97,53 millones. Así, el beneficio antes de impuestos (BAI) casi duplicará en 2020 el importe de 2017, pasando de los EUR 370,18 millones de 2017 a los EUR 594,76 millones de 2020. La tasa impositiva aplicada es del 25,0% durante todos los ejercicios del periodo analizado, lo que, unido a la aplicación de los minoritarios, arrojará un beneficio neto atribuible de EUR 286,87 millones en 2018, importe superior en un 19,7% al registrado el año anterior.

Cuadro n. 3

ESTIMACIONES RESULTADOS GESTAMP 2016-2020E (EUR millones)

EUR millones	2016	2017	2018E	2019E	2020E	Tacc (17/20)
Cifra de negocio	7.548,94	8.201,57	8.775,68	9.565,49	9.995,94	6,8%
Aprovisionamientos + v.e.	-4.516,31	-4.890,36	-5.239,08	-5.710,60	-5.967,58	6,9%
Margen Bruto	3.032,63	3.311,21	3.536,60	3.854,89	4.028,36	6,8%
Gastos de Personal	-1.366,88	-1.492,85	-1.597,17	-1.721,79	-1.799,27	6,4%
Otros gastos	-956,16	-1.125,68	-1.167,17	-1.253,08	-1.299,47	4,9%
Otro ingresos explotación	131,57	197,19	216,91	238,60	262,46	10,0%
EBITDA	841,15	889,88	989,17	1.118,63	1.192,08	10,2%
Margen EBITDA/Ventas	11,1%	10,9%	11,3%	11,7%	11,9%	
Amortizaciones	-378,53	-405,15	-438,78	-478,27	-499,80	7,2%
EBIT	462,62	484,73	550,39	640,35	692,29	12,6%
Margen EBIT/Ventas	6,1%	5,9%	6,3%	6,7%	6,9%	
Resultado Financiero	-114,54	-114,55	-95,03	-99,18	-97,53	-5,2%
BAI	348,08	370,18	455,35	541,18	594,76	17,1%
Impuestos	-88,94	-82,10	-113,84	-135,29	-148,69	21,9%
Beneficio neto	259,14	288,08	341,51	405,88	446,07	15,7%
Minoritarios	-37,79	-48,39	-54,64	-64,94	-71,37	13,8%
Beneficio neto atribuible	221,35	239,69	286,87	340,94	374,70	16,1%

Fuente: Estados financieros Gestamp 2017. Estimaciones propias.

En términos de rentabilidad sobre fondos propios (ROE) y sobre el capital medio empleado (ROCE), tenemos que indicar que la estructura financiera del Grupo es eficiente en términos de la rentabilidad para el accionista, dado que el ROE (15,7%-17,1%) supera en todo momento al ROCE (9,0%-9,7%) durante el periodo de estudio (2017-2020). Además, la Compañía creará también valor en términos de *Economic Value Added* (EVA) al superar el ROCE al wacc (5,68%) durante todo el periodo 2017-2020.

5. ESTRUCTURA ECONÓMICO – FINANCIERA

La Compañía genera fuertes flujos de caja libres como consecuencia del proceso continuo de expansión de su negocio. De esta manera, GEST ha obtenido aproximadamente EUR 3.150 millones en cash flow de explotación (EBITDA) el periodo 2014 – 2017, de los que ha dedicado importantes cantidades (cerca del 60% del importe total) a inversiones en capital (capex) en los últimos ejercicios:

- **2014:** EUR 484 millones (7,8% de ventas) (EUR 167 millones expansión; EUR 70 millones intangible; EUR 247 millones recurrente)
- **2015:** EUR 622 millones (8,8% de ventas) (EUR 286 millones expansión; EUR 88 millones intangible; EUR 248 millones recurrente).
- **2016:** EUR 724,9 millones (9,6% de ventas) (EUR 389,6 millones expansión; EUR 83,6 millones intangible; EUR 251,5 millones recurrente).
- **2017:** EUR 796,0 millones (9,7% de ventas) (EUR 434,4 millones expansión; EUR 95,7 millones intangible; EUR 265,9 millones recurrente)

En este sentido, señalar que el Grupo espera unos rendimientos de la inversión (TIR o IRR en inglés) del 15%, y un margen de EBITDA sobre ventas superior al 15%.

Al cierre de 2017, el importe de deuda financiera neta ascendió a EUR 1.897,9 millones, lo que conlleva un ratio de endeudamiento deuda financiera neta / EBITDA de 2,1x (veces), en línea con el nivel de 2,1x (veces) de 2014, algo a destacar dada la fuerte expansión del Grupo con crecimiento orgánico, así como el crecimiento generado a través de operaciones corporativas

En lo que se refiere al endeudamiento a largo plazo, enumeramos las distintas fuentes de financiación de la Compañía:

- Bonos senior garantizados: EUR 479,0 millones
- Préstamo senior garantizado: EUR 852,5 millones.
- Banco Europeo de Inversiones (BEI): EUR 160,0 millones
- Financiaciones bilaterales: EUR 660,4 millones.

El 11 de mayo de 2016 GEST emitió EUR 500 millones de nuevos bonos senior garantizados con vencimiento el 15 de mayo de 2023 y el 20 de mayo de 2016 firmó una enmienda de su acuerdo de financiación senior (*Senior Financial Agreement o SFA*) según la cual, entre otras cosas, la Compañía acordó un aumento en la disponibilidad del SFA en EUR 340 millones y se extendió el vencimiento del SFA y la línea de crédito *revolving* (*Revolving Credit Facility o RCF*) al 31 de mayo de 2021.

El 6 de junio y el 20 de junio de 2016 el Grupo devolvió íntegramente el importe pendiente de los bonos senior garantizados en Euros y en Dólares USA con vencimiento en mayo de 2020 con los fondos recibidos del nuevo bono garantizado y el aumento del SFA. El 25 de julio de 2017 firmó una enmienda del SFA, según el cual se extendía el vencimiento al 15 de julio de 2022.

Política de dividendos

En relación a la política de dividendos, señalar que la Compañía ha afirmado que en caso de que en dicho momento existan suficientes reservas distribuibles, GEST pretende pagar unos dividendos del 30% de los beneficios netos consolidados del Grupo en cada ejercicio, a partir de 2018 (respecto a los resultados del ejercicio 2017), de acuerdo con la política de dividendos establecida por el Consejo de Administración en marzo de 2017, y en línea con el *pay-out* histórico de GEST.

En esa misma fecha la Junta General de Accionistas con carácter extraordinario de GEST aprobó la distribución de unos dividendos en efectivo por importe bruto de EUR 0,1153 por acción con cargo a reservas disponibles que fueron íntegramente pagados antes de la salida a Bolsa de la Compañía.

6. EVOLUCIÓN DEL VALOR EN BOLSA

6.1. Términos y detalles de la OPV

El 7 de abril de 2017 ACEK, holding familiar de la familia Riberas, y Risteel (conjuntamente, los accionistas vendedores) ofrecieron un número de acciones ordinarias de hasta un máximo de 155.388.877 acciones de GEST, con un valor nominal de EUR 0,50 cada una, a través de una Oferta Pública de Venta (OPV) dirigida a inversores institucionales fuera de EEUU. Estas acciones son representativas de un 27% del capital, ampliable hasta un 31,05% del capital en caso de que la entidad colocadora ejerciese la opción *green-shoe*, algo que hizo parcialmente.

Tras concluir el periodo de prospección de la demanda de la oferta de venta de acciones de la Compañía, dirigida a inversores institucionales, ACEK y los coordinadores globales conjuntos acordaron fijar el precio definitivo de la oferta en EUR 5,60 por acción, por lo que la capitalización bursátil de GEST superó en ese momento los EUR 3.222 millones.

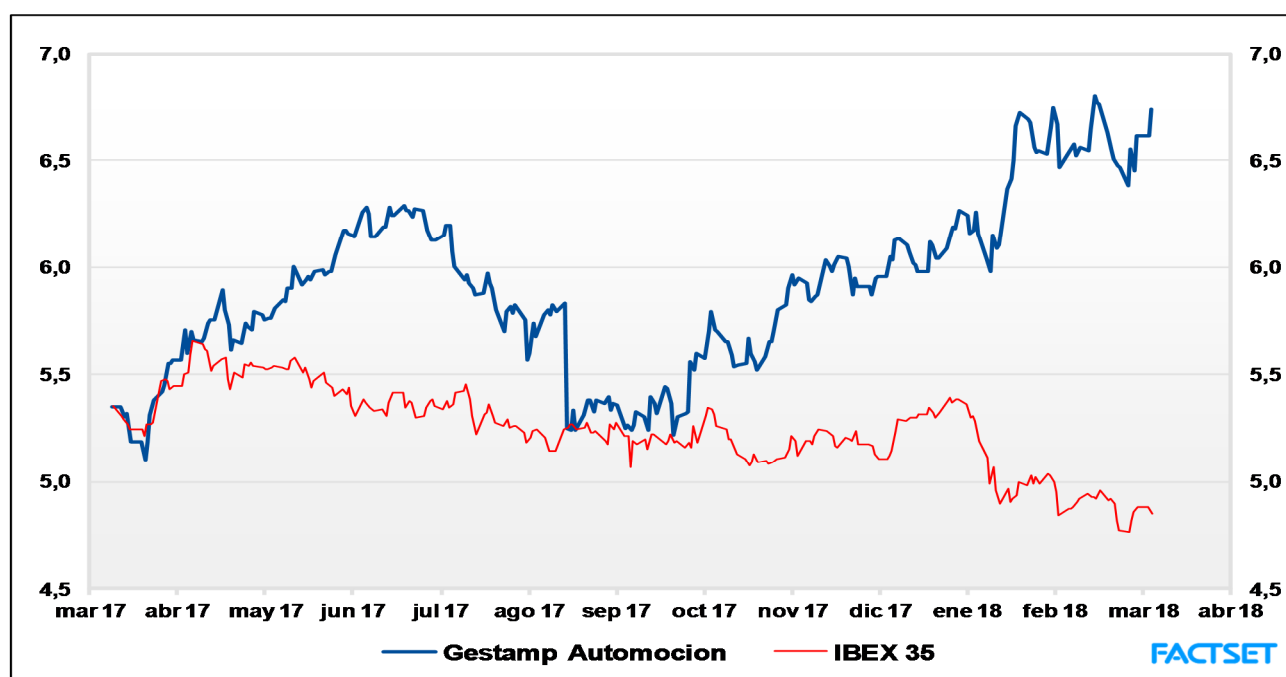
6.2. Evolución Bursatil GEST (abril 2017 - abril 2018)

Las acciones de GEST cotizan en la Bolsa española desde el 7 de abril de 2017 formando parte del índice general de la Bolsa de Madrid (IGBM) y del sector de Materiales Básicos, Industria y Construcción, subíndice de Fabricación y Montaje de Bienes de Equipo. A los precios actuales de la acción, la capitalización de GEST sobrepasa los EUR 3.800 millones; su frecuencia de cotización es del 100%; y su volumen diario desde que empezó a cotizar es de EUR 7,39 millones, equivalente a 1.249.668 títulos.

Como se puede apreciar en el gráfico n. 4 adjunto, la cotización de GEST ha tenido en líneas generales un mejor comportamiento en Bolsa que la del índice selectivo Ibex-35 desde su salida a Bolsa (+26,0% vs -9,3%). No obstante, el 11 de septiembre de 2017 la cotización del Grupo sufrió una fuerte caída, de casi un 10%, hasta situarse por debajo del precio de salida a Bolsa, penalizada por la actualización de las previsiones de la Compañía en NAFTA por los mayores gastos de lanzamiento de algunos proyectos y la consiguiente moderación del crecimiento de EBITDA para el ejercicio 2017 (*profit warning*), a pesar de que la Compañía reafirmó sus objetivos a medio plazo.

Gráfico n. 4

EVOLUCIÓN BURSÁTIL GESTAMP DESDE LA OPV (abril de 2017)



Fuente: FactSet.

Gestamp Automoción (GEST)

Tras la publicación de los resultados de 9M2017 y de los anuales correspondientes al ejercicio 2017, la cotización del Grupo se recuperó, y ya supera el precio anterior al ajuste de provisiones realizado.

6.3. Participación accionarial

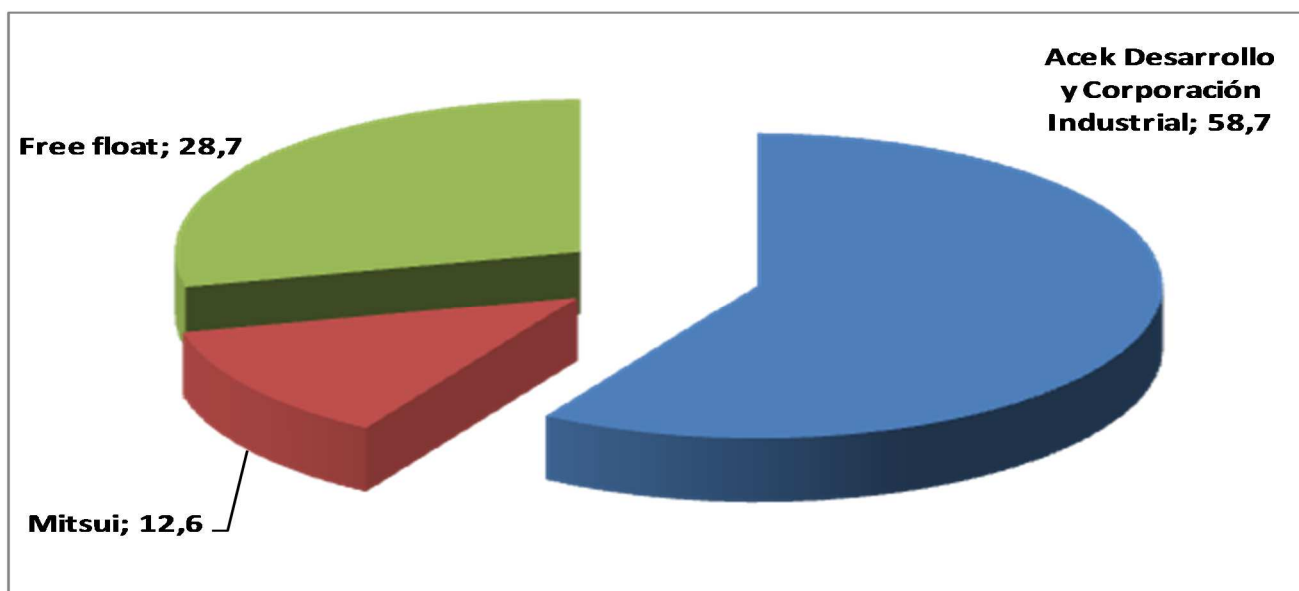
La familia Riberas es a través de ACEK Desarrollo y Gestión Industrial, S.A. el accionista de referencia de GEST, con una participación directa de un 21,17% y un 37,58% de forma indirecta, a través del 75% de la sociedad Gestamp 2020, lo que eleva su participación total a un 58,725% del capital de GEST.

Además, Mitsui, socio del Grupo, ostenta una participación indirecta del 12,575% en GEST, a través de su participación del 25% en Gestamp 2020, una sociedad del Grupo.

Entre ambos, alcanzan una participación total del 71,27% del capital, por lo que el capital flotante (*free float*) de la Compañía se eleva al 28,73%, un porcentaje que consideramos reducido, por lo que prevemos que la Compañía recibirá presiones en el futuro para que aumente el *free-float*.

Gráfico n. 5

PARTICIPACIÓN ACCIONARIAL GESTAMP (03/04/2018) (%)



Fuente: CNMV e Informe Anual 2017 Gestamp.

7. VALORACIÓN

En relación a la valoración, tenemos que indicar, en primer lugar, que consideramos que GEST no tiene una comparativa fácil respecto a sus competidores, ya que el segmento en el que desarrolla su actividad, fabricantes de componentes o funciones para los fabricantes de automóviles (OEMs), está muy fragmentado, y algunos de sus competidores no cotizan en Bolsa.

Asimismo, el liderazgo del mercado de GEST y su especialización en el segmento de estampación en caliente, donde es uno de los pioneros, también dificulta el establecimiento de una comparativa homogénea con compañías del sector.

No obstante, hemos considerado la aplicación de dos métodos de valoración: i) método de descuentos de flujos de caja libres futuros (DFC) 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.

Gestamp Automoción (GEST)

Descuento de flujos de caja (DFC)

Para aplicar este método hemos tenido en cuenta, en primer lugar, las consideraciones desglosadas en el apartado anterior de estimaciones, así como una serie de parámetros que enunciamos en el Anexo 3 de este informe. Estos parámetros han permitido la obtención del coste medio ponderado del capital (*weighted average cost of capital* o *wacc*), que en este caso asciende al 5,68%.

Así, aplicando este método hemos hallado una valoración de EUR 5.267,12 millones para GEST, equivalente a EUR 9,15 por acción. No obstante, a esta valoración le hemos aplicado un descuento del 10% debido a que la no pertenencia del Grupo al índice selectivo Ibex-35 impide a algunos fondos invertir en el valor.

De esta forma, una vez aplicado el descuento del 10%, la valoración asciende a EUR 8,24 por acción, que a los precios actuales supone que el valor cotiza con un potencial de revalorización del 22,2% respecto a la cotización actual.

Multiplicadores relativos

Asimismo, hemos aplicado el método de múltiplos relativos a los que cotiza un grupo de referencia de compañías que operan en el mismo sector de GEST. Hemos indicado ya que, dado el modelo de negocio del Grupo, con un posicionamiento de liderazgo mundial en determinados segmentos de mercado, la comparativa con competidores es difícil de realizar, por lo que hemos tomado las compañías líderes de sus respectivos segmentos para realizar dicha comparativa, y que se enumeran en el Cuadro n. 4.

Los múltiplos relativos que hemos aplicado son el del PER, el de Enterprise Value / EBITDA, el de Precio Cash Flow de 2018, que son los que creemos que mejor reflejan la valoración de la acción.

Así, como mostramos en el mencionado cuadro, hemos alcanzado una valoración media para GEST según este método de EUR 4.700,30 millones, equivalente a EUR 8,17 por acción que, a precios actuales supone un potencial de revalorización del 21,2% para el valor.

La valoración media de ambos métodos arroja una valoración para el Grupo de EUR 4.720,36 millones, equivalente a EUR 8,20 por acción que, a precios actuales, dota al valor de un potencial de revalorización del 21,7%.

Cuadro n. 4

VALORACIÓN GESTAMP POR MÚLTIPLOS RELATIVOS (EUR millones)

Compañías comparables	País	Precio (03/04/2018)	Capitalización Compañía (EUR millones)	P/E 2018	Ev/EBITDA 2018	Price/Cash Flow 2018
Autoliv Inc.	EEUU	147,99	12.888	19,6 x	9,1 x	12,4 x
Autoneum Holding AG	Suiza	260,55	1.217	12,0 x	4,8 x	5,8 x
Brembo S.p.A.	Italia	15,37	5.131	14,5 x	8,4 x	9,7 x
CIE Automotive, S.A.	España	36,53	4.712	14,5 x	8,0 x	8,0 x
Continental AG	Alemania	271,50	54.302	12,8 x	6,2 x	7,9 x
Faurecia SA	Francia	79,78	11.013	12,5 x	4,5 x	5,8 x
Georg Fischer AG	Suiza	1.319,42	5.411	18,0 x	10,0 x	12,3 x
GKN plc	Reino Unido	6,27	10.772	13,6 x	7,8 x	12,6 x
Magna International Inc.	Canadá	56,37	20.204	8,3 x	5,5 x	5,4 x
NORMA Group SE	Alemania	74,26	2.366	16,9 x	10,4 x	12,0 x
Schaeffler AG	Alemania	15,15	10.091	7,9 x	4,5 x	4,5 x
Stabilus SA	Alemania	94,94	2.345	18,4 x	10,8 x	14,1 x
Valeo SA	Francia	65,20	15.625	12,3 x	5,5 x	5,8 x
Promedio				14,0 x	7,4 x	8,9 x
Valoración (EUR)				7,0 x	6,3 x	11,3 x
Valoración Promedio (EUR)				8,17		
Valoración GEST (EUR millones)				4.700,30		

Fuente: FactSet. Elaboración propia.

Gestamp Automoción (GEST)

8. CONCLUSIÓN

GEST es uno de los mayores proveedores a nivel mundial en el suministro de componentes y ensamblajes metálicos para automóviles. GEST es un grupo internacional dedicado al diseño, desarrollo y fabricación de componentes como Tier 1 para los principales fabricantes de automóviles (OEMs).

El Grupo opera en 21 países y cuenta con 105 plantas en todo el mundo (+7 en construcción), además de 13 centros de I+D y una plantilla actual de 41.000 empleados. Asimismo, la Compañía desarrolla su actividad a través de tres líneas de negocio, Carrocerías (*Body-In-White*) + Chasis, Mecanismos y Utillaje, en un mercado conjunto cuantificado en unos EUR 108.000 millones, en el que consideramos que aún existen importantes oportunidades potenciales.

La expansión del negocio de GEST se lleva a cabo mediante crecimiento orgánico, con apertura de nuevas plantas y expansión de las ya existentes en todos los mercados en los que opera, y mediante operaciones corporativas. Así, el Grupo adquirió en 2010 Edscha, ThyssenKrupp Metal Forming en 2011 y ha alcanzado alianzas estratégicas con BHAP en China. Recientemente, GEST ha adquirido una planta de Scorpions en Brasil para abastecer a dicho mercado y, como consecuencia, suministrando producto a Toyota, como parte de su estrategia de estrechar su relación con los OEMs japoneses. Además, ha creado una *joint-venture* en Marruecos con Tuyauto, iniciando sus operaciones en el continente africano.

El Grupo está enfocando su estrategia hacia las nuevas tendencias del mercado que buscan un vehículo más ligero, más seguro y con menores emisiones, gracias a ser pionera en la implantación de la tecnología de estampación en caliente (*hot stamping*) en sus plantas. Además, la implementación de la estrategia CASE (*Connectivity, Autonomous driving, Shared mobility, Electric driving systems*) por parte de los OEMs requiere grandes necesidades de capital, por lo que están externalizando (*outsourcing*) su producción, proceso del que se benefician proveedores globales de confianza como GEST.

A pesar de que los resultados de la Compañía en la primera mitad de 2017 (1S2017) mostraron un fuerte crecimiento interanual en términos de facturación, la puesta en marcha de proyectos simultáneos en EEUU acarrió unos costes de lanzamiento (*ramp-up costs*) que impactaron de forma negativa en los márgenes de explotación (EBITDA y EBIT).

Este hecho conllevó un ajuste a la baja en septiembre de 2017 de las estimaciones de EBITDA de GEST para el ejercicio, lo que fue muy mal acogido por los inversores y provocó una caída cercana al 10% de su cotización. Con posterioridad, se ha comprobado en los resultados del ejercicio completo 2017 que las medidas adoptadas, que incluyeron un cambio de dirección en la región, han permitido al Grupo alcanzar el objetivo de facturación a tipos constantes y quedarse cerca de la parte baja del objetivo de EBITDA para el ejercicio (aumento del 9-11%). Así, esperamos que en el periodo 2018 – 2020 la producción de vehículos siga aumentando a un ritmo estable, principalmente de los vehículos eléctricos, que aumentarán su peso relativo dentro de la producción global.

Estimamos, por tanto que el Grupo seguirá incrementando a un ritmo elevado su facturación (6,8% tacc), y también sus márgenes de explotación una vez solventada la gestión de costes en EEUU (EBITDA: +10,2% tacc), lo que unido a una estructura financiera estable (ratio Deuda Financiera Neta / EBITDA cercano a 2x (veces)), redundará en una mejora del beneficio neto atribuible (+16,1% tacc) en el periodo 2018-2020. A ello contribuirá una mayor presencia en Asia y la recuperación de Brasil en Mercosur, con apertura de plantas incluidas en ambas regiones, que, junto al crecimiento del resto de mercados, otorgan una significativa visibilidad futura de resultados.

Hemos valorado la Compañía por dos métodos de valoración, i) descuento de flujos de caja futuros ajustados a impuestos, y ii) múltiplos relativos a los que cotiza un grupo de empresas de referencia que operan en su sector, alcanzando una valoración media de EUR 8,20 por acción que, a precios actuales, otorga un potencial de revalorización del 21,7% al valor.

Gestamp Automoción (GEST)

Todo lo mencionado con anterioridad nos hace apostar por GEST como una de las compañías industriales cotizadas en la Bolsa española más atractivas. De esta forma, iniciamos la cobertura del valor con una recomendación de **COMPRAR** el mismo. Asimismo, establecemos el riesgo de la Compañía como **MEDIO** ya que, a pesar de depender del ciclo económico, el Grupo trabaja bajo pedido, tiene como clientes a los 12 principales fabricantes mundiales, traslada las variaciones de precio de sus materias primas a sus clientes y su diversificación geográfica le permite atender con rapidez las necesidades de los mismos.

9. RECOMENDACIÓN: COMPRAR / RIESGO: MEDIO

Gestamp Automoción (GEST)

Anexo n. 1

PRINCIPALES RATIOS ECONÓMICO-FINANCIEROS (Evolución 2013/2017; Proyecciones 2018/2020)

	2020E	2019E	2018E	2017	2016	2015	2014	2013
RATIOS DE LIQUIDEZ A CORTO PLAZO								
. Ratio de solvencia (acir/pcir)	0,90	0,96	1,05	1,22	1,06	1,18	1,32	1,39
. Activo disponible (ef+real)/pcirc	0,24	0,26	0,31	0,37	0,20	0,21	0,34	0,36
. Fondo de maniobra operativo (EUR mill)	338,61	304,18	246,07	216,16	351,06	363,82	406,58	522,99
ESTRUCTURA DE CAPITAL/SOLVENCIA A LARGO PLAZO								
. F.Propios+int.min./pasivo total	0,52	0,48	0,45	0,42	0,47	0,48	0,47	0,46
. F.Propios+int.min./pasivo l/p	1,75	1,49	1,28	1,13	1,40	1,35	1,22	1,16
. F.Propios+int.min./activo fijo	0,81	0,76	0,74	0,74	0,78	0,78	0,79	0,79
. Fondos accionista/activo fijo	0,81	0,77	0,74	0,74	0,78	0,79	0,80	0,79
. Recursos permanentes/activo fijo	1,28	1,28	1,31	1,40	1,34	1,37	1,44	1,48
. Recursos ajenos/activo total	0,70	0,71	0,72	0,72	0,70	0,68	0,69	0,69
. Deuda neta/fondos accionista	39%	49%	57%	61%	53%	53%	54%	54%
. EBIT/gastos financieros brutos	646%	589%	525%	476%	468%	328%	243%	217%
. Gastos financieros brutos/ventas n.	1,1%	1,1%	1,2%	1,2%	1,3%	1,7%	2,2%	2,4%
. EBITDA/gtos.financieros netos	12,22	11,28	10,41	9,59	9,0	7,0	5,1	5,1
. Endeudamiento neto (EUR mill.)	1.985,9	2.146,6	2.084,5	1.897,9	1.632,6	1.493,1	1.409,7	1.352,0
RENDIMIENTO INVERSIÓN								
. ROA	4,7%	4,7%	4,5%	4,2%	4,3%	3,4%	2,4%	n.d.
. ROE	15,9%	17,1%	17,1%	15,7%	15,2%	12,0%	9,9%	n.d.
. ROCE	9,7%	9,6%	9,0%	9,6%	10,1%	9,4%	7,3%	n.d.
. Fondos propios/capital social	8,8	7,5	6,3	5,3	5,3	4,8	4,5	4,3
. BA/fondos accionista (A)	11,7%	12,5%	12,4%	12,0%	11,3%	9,0%	7,3%	5,4%
. EBIT/recursos permanentes (A1)	8,6%	8,8%	8,5%	8,3%	8,8%	8,2%	7,1%	6,5%
. A/A1	1,4	1,4	1,5	1,4	1,3	1,1	1,0	0,8
RESULTADOS EXPLOTACIÓN								
. Margen bruto	40%	40%	40%	40%	40%	39%	38%	39%
. Margen explotación	6,9%	6,7%	6,3%	5,9%	6,1%	5,7%	5,4%	5,2%
. EBITDA/ventas agregadas	11,9%	11,7%	11,3%	10,9%	11,1%	10,8%	10,5%	10,4%
. Bº Neto/ventas agregadas	4,5%	4,2%	3,9%	3,5%	3,4%	2,7%	2,1%	1,8%
UTILIZACIÓN DEL ACTIVO								
. Ventas netas/tesorería	11,7	11,5	10,4	9,5	17,5	19,8	12,9	11,2
. Ventas netas/cuentas a cobrar	6,0	6,2	6,3	6,1	5,6	6,1	6,1	5,4
. Ventas netas/existencias	12,2	12,2	12,2	12,0	12,0	12,0	10,9	11,1
. Ventas netas/activo total	102%	106%	108%	114%	117%	122%	114%	108%
DATOS POR ACCIÓN								
. Beneficio neto por acción (EUR)	0,65	0,59	0,50	0,42	-	-	-	-
. Dividendo por acción (EUR)	0,20	0,18	0,15	0,12	-	-	-	-
. Cash-flow por acción (EUR)	1,52	1,42	1,26	1,12	-	-	-	-
. Valor contable por acción (EUR)	4,09	3,45	2,89	2,17	-	-	-	-
. Precio/valor contable (veces) (*)	1,65	1,95	2,33	3,11	-	-	-	-
RATIOS BURSÁTILES								
. Precio (EUR) (*)	6,74	6,74	6,74	6,74	-	-	-	-
. PER	10,4	11,4	13,5	16,2	-	-	-	-
. Precio/cash-flow	4,4	4,7	5,3	6,0	-	-	-	-
. Rentabilidad por dividendo	2,9%	2,6%	2,2%	1,9%	-	-	-	-
. Pay-out	30%	30%	30%	30%	-	-	-	-

(*) El precio de los años 2017 - 2020 es el actual.

Fuente: Memorias anuales de Compañía. Estimaciones propias.

Gestamp Automoción (GEST)

Anexo n. 2

CUENTA DE RESULTADOS

(Evolución 2013/2017; Proyecciones 2018/2020)

EUR millones	2020E	2019E	2018E	2017	2016	2015	2014	2013
Total Ventas	9.995,94	9.565,49	8.775,68	8.201,57	7.548,94	7.034,51	6.255,80	5.853,27
Variación de existencias	0,00	0,00	0,00	(8,23)	(6,57)	10,93	28,97	14,65
Coste de Ventas	(5.967,58)	(5.710,60)	(5.239,08)	(4.882,13)	(4.509,74)	(4.308,60)	(3.885,77)	(3.582,70)
MARGEN BRUTO	4.028,36	3.854,89	3.536,60	3.311,21	3.032,63	2.736,84	2.399,00	2.285,23
Gastos Explotación	(3.098,74)	(2.974,87)	(2.764,34)	(2.618,53)	(2.323,05)	(2.133,38)	(1.869,09)	(1.809,92)
Otros ingresos explotación	262,46	238,60	216,91	197,19	131,57	156,87	126,56	133,34
CASH-FLOW EXPLOTACION O EBITDA	1.192,08	1.118,63	989,17	889,88	841,15	760,33	656,47	608,65
Amortización inmovilizado	(499,80)	(478,27)	(438,78)	(405,15)	(378,53)	(360,14)	(319,00)	(306,65)
BENEFICIO EXPLOTACION	692,29	640,35	550,39	484,73	462,62	400,20	337,47	302,00
Rdos. financieros netos	(97,53)	(99,18)	(95,03)	(114,55)	(114,54)	(147,39)	(146,80)	(166,74)
BENEFICIO ANTES DE IMPUESTOS	594,76	541,18	455,35	370,18	348,08	252,80	190,67	135,26
Impuesto de sociedades	(148,69)	(135,29)	(113,84)	(82,10)	(88,94)	(63,95)	(60,29)	(29,60)
Actividades interrumpidas	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	(1,57)	0,00
BENEFICIO NETO	446,07	405,88	341,51	288,08	259,14	188,85	128,81	105,65
Minoritarios	(71,37)	(64,94)	(54,64)	(48,39)	(37,79)	(27,37)	(3,11)	8,33
BENEFICIO ATRIBUIBLE Grupo	374,70	340,94	286,87	239,69	221,35	161,48	125,70	113,99
<i>EBITDA</i>	<i>1.192,08</i>	<i>1.118,63</i>	<i>989,17</i>	<i>889,88</i>	<i>841,15</i>	<i>760,33</i>	<i>656,47</i>	<i>608,65</i>
<i>EBIT</i>	<i>692,29</i>	<i>640,35</i>	<i>550,39</i>	<i>484,73</i>	<i>462,62</i>	<i>400,20</i>	<i>337,47</i>	<i>302,00</i>
<i>Cash-flow ejercicio</i>	<i>874,49</i>	<i>819,22</i>	<i>725,66</i>	<i>645,84</i>	<i>608,42</i>	<i>521,98</i>	<i>447,86</i>	<i>422,92</i>

BALANCE DE SITUACIÓN - Grupo Consolidado

(Evolución 2015/2017; Proyección 2018/2019)

EUR millones	2019E	2018E	2017	2016	2015
INMOVILIZADO	5.680,74	4.959,18	4.157,70	3.921,93	3.549,65
ACTIVO CIRCULANTE	3.357,43	3.147,30	3.067,22	2.507,72	2.196,09
TOTAL ACTIVO	9.038,17	8.106,49	7.224,92	6.429,65	5.745,74

EUR millones	2019E	2018E	2017E	2016	2015
FONDOS PROPIOS	2.162,57	1.821,63	1.534,76	1.524,67	1.391,81
. Capital y prima emisión	349,35	349,35	349,35	349,83	349,83
. Reservas	1.472,28	1.185,41	945,72	953,49	880,50
. Beneficio sociedad dominante	340,94	286,87	239,69	221,35	161,48
SOCIOS EXTERNOS	435,80	435,80	435,80	347,33	406,59
INGRESOS A DISTRIBUIR EN VARIOS EJERCICIOS	22,32	22,32	22,32	25,95	30,72
ACREEDORES LARGO PLAZO	2.912,24	2.839,01	2.724,99	2.172,66	2.057,10
ACREEDORES CORTO PLAZO	3.505,24	2.987,73	2.507,07	2.359,04	1.859,53
PASIVOS MANTENIDOS PARA LA VENTA	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
TOTAL PASIVO	9.038,17	8.106,49	7.224,92	6.429,65	5.745,74
Número acciones al cierre del ejercicio (millones)	575,5	575,5	575,5	4,8	4,8

Fuente: Memorias anuales de la Compañía. Estimaciones propias.

Gestamp Automoción (GEST)

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 2017	1.534,76	45%	5,09%	--	5,09%	2,28%
Deuda neta 2017	1.897,90	55%	7,91%	22,18%	6,16%	3,40%
Total	3.432,65	100%				5,68%

(*) 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.)	306,26		
Valor residual	7.797,89		
Total	8.104,15	0,00	(2.837,03)
Valoración por acción - EUR			9,15
Descuento (10%)			(0,92)
Valoración por acción con descuento - EUR			8,24

Tir bono 10 años:	1,18%
g (crecimiento perpetuo):	1,50%
Prima mercado:	6,31%
Beta:	0,62
Prima de riesgo	3,91%
PER Residual:	23,9

CÁLCULO DEL CASH-FLOW DE EXPLOTACIÓN AJUSTADO A IMPUESTOS

(Evolución 2013/2017; Proyecciones 2018/2020)

EUR millones	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Beneficio explotación (EBIT)	302,00	337,47	400,20	462,62	484,73	550,39	640,35	692,29
Impuestos imputables al EBIT	(55,98)	(103,31)	(91,41)	(112,83)	(102,21)	(137,60)	(160,09)	(173,07)
EBIT ajustado (NOPLAT)	246,02	234,16	308,79	349,80	382,52	412,79	480,26	519,22
Amortización	306,65	319,00	360,14	378,53	405,15	438,78	478,27	499,80
Otros cargos	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Cash-flow explotación ajustado	552,67	553,15	668,93	728,32	787,66	851,57	958,54	1.019,01