

CIE AUTOMOTIVE (CIE)

Actualización

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

 **COMPRAR**
 RIESGO: MEDIO

Accionistas

Acek Desarrollo Industrial (antigua Gestamp): 14,909%
 C.F. Alba (ALB): 10,000%
 Antonio M^o Pradera: 10,000%
 Elidoza: 9,602%
 Mahindra: 7,435%
 Addvalia Capital: 5,000%
 Alantra (ALNT): 4,648%

Precio acción (19/06/2018): EUR 34,44
Precio objetivo (12 meses): EUR 41,62
 Nº de Acciones (mill) (**): EUR 129,00
 Capitalización Bursátil (mill): EUR 4.442,76
 Máx/Min 2018: EUR (35,84 / 24,08)
 Máx/Min (12 meses): EUR (35,84 / 19,92)
 % Máx/Min (12 meses): -4/73

Analista: Iñigo Isardo

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

Mesa de contratación

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

PER 10: 13,2
 PER 11: 10,5
 PER 12: 9,7
 PER 13: 15,8
 PER 14: 17,9
 PER 15: 15,4
 PER 16: 14,7
 PER 17: 14,5
 PER 18 E: 6,2
 PER 19 E: 12,0
 PER 20 E: 10,6

Principales Ratios

| | EV/EBITDA | EBITDA (*) | Bº Neto (*) (**) | Cash-flow (*) | BPA (***) | CF acción (***) | Dividendo acción (***) (+) | Pay-out (%) |
|-------|-----------|---------------|---------------------|------------------|--------------|--------------------|----------------------------------|----------------|
| 2010 | 5,5 | 193,30 | 41,40 | 124,21 | 0,36 | 1,09 | 0,00 | 0 |
| 2011 | 4,1 | 238,63 | 60,58 | 155,46 | 0,53 | 1,36 | 0,18 | 33 |
| 2012 | 4,4 | 224,06 | 61,03 | 143,88 | 0,54 | 1,26 | 0,17 | 32 |
| 2013 | 6,4 | 237,72 | 60,12 | 148,45 | 0,51 | 1,25 | 0,18 | 36 |
| 2014 | 7,4 | 290,86 | 81,05 | 202,76 | 0,63 | 1,57 | 0,20 | 32 |
| 2015 | 7,3 | 365,47 | 129,06 | 249,07 | 1,00 | 1,93 | 0,30 | 30 |
| 2016 | 7,9 | 407,47 | 162,35 | 289,25 | 1,26 | 2,24 | 0,38 | 30 |
| 2017 | 7,5 | 530,42 | 215,41 | 360,39 | 1,67 | 2,79 | 0,50 | 30 |
| 2018E | 7,6 | 530,18 | 499,84 | 387,02 | 3,87 | 3,00 | 0,58 | 30 |
| 2019E | 6,7 | 577,21 | 260,11 | 406,21 | 2,02 | 3,15 | 0,60 | 30 |
| 2020E | 5,9 | 625,76 | 295,66 | 450,53 | 2,29 | 3,49 | 0,69 | 30 |

(*) EUR millones

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

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

El número de acciones de 2014-2020 incluye, además, las acciones emitidas como contraprestación de la OPA de exclusión de Autometal

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

(+) No se incluye el dividendo en especie (acciones de DOM) a los accionistas de CIE en 2018.

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

- **CIE Automotive (CIE o el Grupo o la Compañía) es un grupo industrial especializado en el proceso, diseño, fabricación y suministro de componentes y subconjuntos para el sector de automoción.** Tras un proceso de reestructuración en su accionariado en 2011, añadió Dominion (DOM) a su cartera, un negocio de innovación aplicada a través de Servicios y Soluciones tecnológicas.
- **La Compañía opera como Tier 2 en el segmento de fabricación de componentes para el segmento de Automoción, con un modelo de negocio diversificado** (multitecnología de producción y geografía) que actúa como barrera de entrada de nuevos competidores. Ello le dota de capacidad para abastecer a fabricantes de vehículos (OEMs) y a proveedores de funciones (Tier 1). El mercado de los Tier 2 está bastante fragmentado, lo que permite a CIE, uno de los operadores de mayor tamaño, realizar operaciones corporativas.
- **El crecimiento de CIE es un 50% orgánico y un 50% inorgánico.** En los últimos ejercicios CIE ha adquirido diversas compañías en el segmento de Automoción, como Billforge, Amaya Tellería y Newcor.
- Tras la salida a Bolsa de su filial tecnológica DOM en abril de 2016, **la adquisición por parte de esta de The Phone House (TPH) el pasado mes de septiembre, se ha plasmado en una fuerte mejora de sus resultados**, lo que le permitirá alcanzar en futuro próximo el umbral de los EUR 1.000 millones de facturación establecido por CIE para desinvertir en su filial (posee el 50,01% del capital) y que su división pueda operar de forma independiente.
- De esta forma, en la convocatoria de su Junta General de Accionistas CIE de abril de 2018, **la Compañía anunció que repartiría un dividendo extraordinario en especie a sus accionistas mediante la entrega a los accionistas de CIE de 84.764.610 acciones de DOM**, representativas de un 50,01% del capital social esta sociedad. Así, en julio CIE repartirá 0,65709 acciones de DOM por cada acción de CIE.
- **En el primer trimestre del ejercicio (1T2018) CIE elevó su cifra de negocio un 21,0% en tasa interanual, hasta los EUR 1.046,0 millones**, impulsada por el incremento de ventas de Automoción (+10,0%), con crecimiento orgánico en todos sus mercados, y por el de DOM (+71,0%; +11,0% en términos comparables), en este caso impulsado por la integración de TPH. El Grupo mejoró su cash flow de explotación (EBITDA) un 16,0% interanual, y su beneficio neto un 21,0%, hasta situarlo en EUR 66,1 millones.
- **Esta mejora de resultados, unida al anuncio de la desinversión de CIE en DOM, motivó una revisión al alza de los objetivos de crecimiento orgánico de CIE para su Plan Estratégico 2016-2020.** Así, la Compañía espera que sus ventas superen en 3x (veces) el crecimiento del mercado entre 2018 - 2020, cerrando dicho ejercicio con un margen EBITDA sobre ventas superior al 18%, un margen EBIT sobre ventas mayor del 14% y un beneficio atribuible superior al 10% de la cifra de facturación.
- Hemos revisado nuestras estimaciones para 2018 - 2020 para ajustarlas a la nueva realidad del Grupo, contemplando DOM como actividades interrumpidas en 2018 y retirándolo del perímetro a partir de este ejercicio. Así, **prevedemos que CIE incrementará sus ingresos entre 2018 - 2020 hasta situarlos en EUR 3.480,24 millones** (+12,9% con respecto a 2018, ya sin DOM), mientras que su EBITDA crecerá a un 5,7% tacc y su beneficio neto atribuible a un 11,1% tacc.
- Hemos valorado CIE de acuerdo a dos diferentes metodologías: i) descuentos de flujos de cajas futuros ajustados a impuestos (DFC), y ii) multiplicadores relativos a los que cotiza un grupo de compañías que operan en el mismo sector. **La media aritmética de ambos métodos arroja una valoración media de EUR 5.369,48 millones, equivalente a EUR 41,62 por acción.** Tenemos que indicar que, tras la desinversión de DOM, habrá que ajustar este precio objetivo. A precios actuales ello supone que la acción de CIE cotiza con un significativo potencial de revalorización del 20,9%.

CIE Automotive (CIE), Junio 2018

- En este sentido, destacar que **la inclusión de CIE en el índice selectivo Ibex-35 a partir del 18 de junio** en sustitución de Abertis (ABE) **le supondrá un mayor seguimiento por parte de las casas de análisis y una mayor inversión proveniente de fondos**, lo que consideramos muy positivo para CIE. Es por ello que hemos optado por no aplicarle el descuento a la valoración que solemos aplicar en las compañías no pertenecientes al Ibex-35.
- **Consideramos a CIE como una de las compañías industriales cotizadas más atractivas de la Bolsa española, a pesar de que en los últimos meses ha experimentado una fuerte revalorización** (+63,5% en los últimos 12 meses vs -10,1% del Ibex-35). Creemos que su modelo de negocio y gestión es atractivo, ya que, a una estructura financiera sólida, hay que sumar la elevada visibilidad futura de resultados que presenta la Compañía.
- Por tanto, creemos que, a pesar de la fuerte revalorización experimentada por las acciones del Grupo en el último año, el potencial de revalorización del 20,9% que le otorga nuestra valoración por fundamentales dota aún de recorrido al alza a la acción de CIE, por lo que **revisamos nuestra recomendación desde ACUMULAR hasta COMPRAR.**

RECOMENDACIÓN: COMPRAR
RIESGO: MEDIO

EL CRECIMIENTO ORGÁNICO DE LAS DOS DIVISIONES DE CIE, ASÍ COMO LA INTEGRACIÓN DE LAS COMPAÑÍAS ADQUIRIDAS PERMITIÓ AL GRUPO MEJORAR SUS RESULTADOS TANTO EN 2017 COMO EN EL 1T2018

En el ejercicio 2017 el Grupo mantuvo su tendencia de crecimiento de resultados impulsado por el crecimiento orgánico y por la integración de las compañías adquiridas, consiguiendo batir los récords que mantenía tanto en ventas como en márgenes de explotación, destacando además la mejora de márgenes de explotación obtenida en Automoción, muy superior a la media del sector.

Resultados 2017

En febrero de 2018 CIE presentó sus resultados correspondientes al ejercicio 2017, de los que destacamos los siguientes aspectos:

Cuadro n. 1

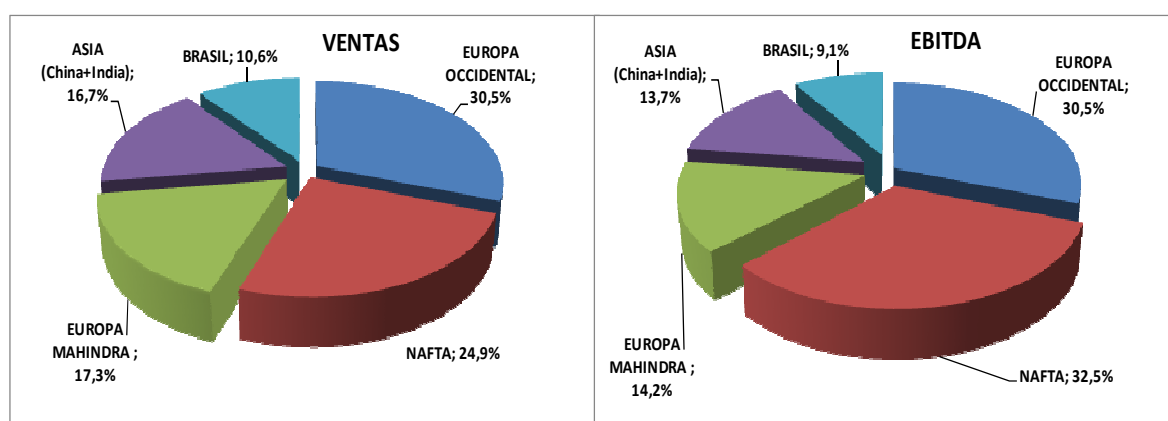
RESULTADOS CIE AUTOMOTIVE 2017 vs 2016 / ESTIMACIONES LINK SECURITIES

| EUR millones | 2017 | 17/16 (%) | Estimado | Real/est. (%) |
|--------------------------|---------|-----------|----------|---------------|
| Ventas | 3.724,5 | 29,0% | 3.580,4 | 4,0% |
| EBITDA | 530,4 | 30,0% | 518,0 | 2,4% |
| % Margen EBITDA / Ventas | 14,2% | - | 14,5% | - |
| EBIT | 376,2 | 41,0% | 358,6 | 4,9% |
| % Margen EBIT / Ventas | 10,1% | - | 10,0% | - |
| Beneficio neto | 215,4 | 33,0% | 217,4 | -0,9% |

Fuente: Estados financieros de la compañía. Estimaciones Link Securities.

- CIE volvió a superar en 2017 sus récords históricos de ventas, EBITDA y beneficio neto, con crecimientos superiores a los alcanzados por la media del mercado, gracias a la evolución positiva de sus dos áreas de negocio: Automoción y Dominion (DOM).
- Así, la **cifra de negocio global** de CIE se elevó un 29,0% en tasa interanual en 2017, hasta situar su importe en EUR 3.724,5 millones (EUR 3.626,0 millones en términos ajustados; +26%), impulsada por la mejora de Automoción (+27% interanual; hasta EUR 2.881,2 millones) y DOM (+38% interanual; hasta EUR 843,3 millones). Adicionalmente, esta cifra de negocio también superó nuestra previsión de ventas para 2017 en un 4,0%.
- Desglosando los ingresos de Automoción por regiones, destacar el crecimiento de NAFTA (+41,6% vs -4% del mercado), de Brasil (+41,6% vs 26,0% del mercado) e India (+45,2% vs 7,0% del mercado), con menores crecimientos en Europa (+15,0% vs 3,0% del mercado) y China (+21,7% vs 2,0% del mercado).
- El crecimiento orgánico de CIE (+16,1% a tipos constantes), unido a las adquisiciones realizadas (Newcor en Automoción y The Phone House en DOM), fueron las palancas de crecimiento de los ingresos totales.

- Por su parte, el **cash flow de explotación (EBITDA)** del grupo aumentó un 30,0% interanual, hasta situarse en EUR 530,4 millones, un 2,4% más de la cifra por nosotros estimada. En términos sobre ventas, el EBITDA se situó en el 14,2% (14,6% sobre ventas ajustadas), en línea con el margen EBITDA de 2016, aunque algo inferior al margen EBITDA que habíamos previsto (14,5%) debido a que no nos esperábamos el impacto negativo sobre márgenes de las compañías integradas.
- Desglosando el EBITDA por división, Automoción incrementó un 31% su importe, hasta los EUR 472,7 millones (16,4% sobre ventas vs 15,9% en 2016) y DOM también lo mejoró, un 22% en 2017 hasta los EUR 57,7 millones (7,7% sobre ventas vs 7,7% en 2016).
- Adicionalmente, desglosando los márgenes EBITDA por región, destacan los márgenes de NAFTA (21,4% vs 23,0% en 2016) y Europa (16,4% vs 17,4% en 2016), que se situaron por encima de la media del grupo, a pesar de la caída de ambos en 2017, así como la mejora de los márgenes del resto de regiones: Mahindra Europa (13,4% vs 11,4% en 2016), Brasil (14,2% vs 8,4% en 2016) y Asia (13,5% vs 12,2% en 2016).
- El **beneficio neto de explotación (EBIT)** repuntó un 35% interanual en 2017, hasta situarse en EUR 376,2 millones, y sensiblemente por encima (+4,9%) de nuestras previsiones. En términos sobre ventas, el EBIT se situó en el 10,0% (10,4% sobre ventas ajustadas), en línea con nuestra previsión.
- Finalmente, el **beneficio neto atribuible** creció también, como consecuencia de la mejora de las anteriores magnitudes, un 33% interanual, hasta los EUR 215,4 millones, en línea (-0,9%) con nuestra estimación para el ejercicio.
- La **deuda financiera neta (DFN)** cerró 2017 en EUR 854,8 millones, ligeramente por encima de los EUR 816,0 millones del cierre de 2016, lo que supone una ratio de endeudamiento DFN/EBITDA de 1,59x (veces), que consideramos muy manejable dada la capacidad de CIE de generar caja (cash flow de EUR 296,1 millones en 2017).

Gráfico n. 1
CONTRIBUCIÓN VENTAS Y EBITDA CIE AUTOMOTIVE POR DIVISIÓN 2017


Fuente: Estados financieros de la Compañía. Elaboración propia.

Resultados 1T2018

CIE presentó sus resultados correspondientes al primer trimestre del ejercicio (1T2018), de los que destacamos los siguientes aspectos:

Cuadro n. 2
RESULTADOS CIE AUTOMOTIVE 1T2018 vs 1T2017

| EUR millones | 1T2018 | 18/17 (%) |
|----------------|---------|-----------|
| Ventas | 1.046,0 | 21,0% |
| EBITDA | 151,4 | 16,0% |
| EBIT | 112,3 | 22,0% |
| Beneficio neto | 66,1 | 21,0% |

Fuente: Estados financieros de la compañía.

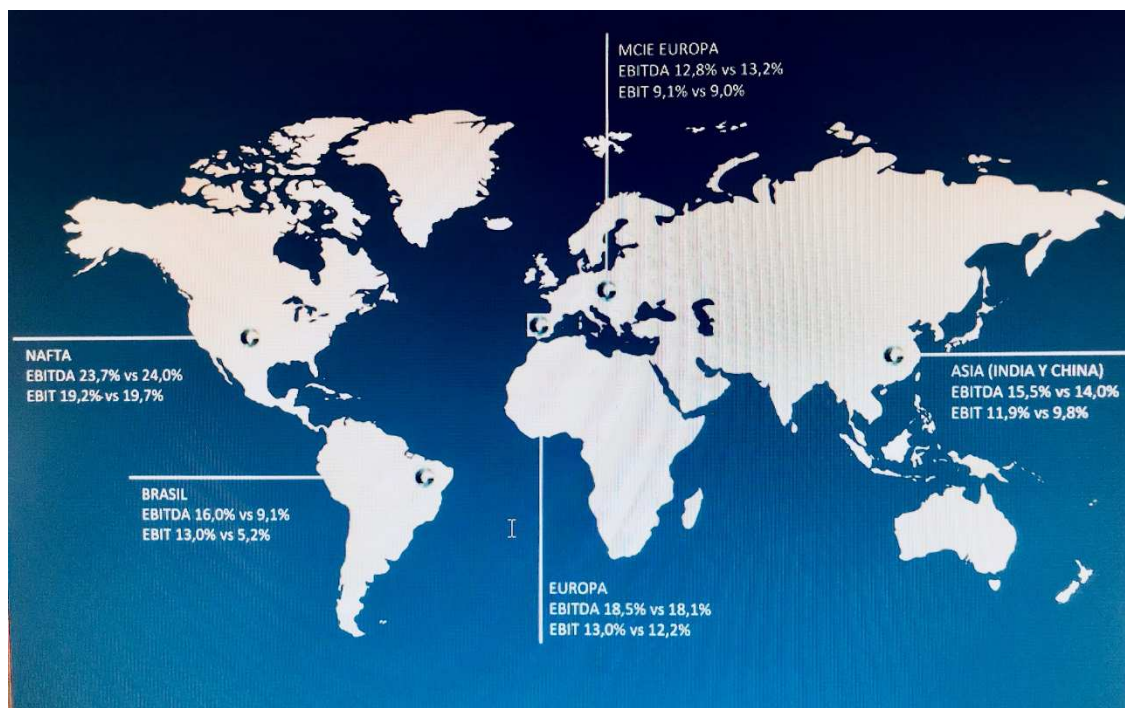
- Fuerte incremento de la **cifra de negocio** de CIE (+21,0% interanual), hasta situar la misma en EUR 1.046,0 millones, impulsado por su principal línea de negocio, Automoción (+10% interanual; hasta EUR 771,7 millones) y por su división tecnológica DOM (+71% interanual; hasta EUR 274,3 millones).
- Desglosando la cifra de negocio por geografía, Europa aportó el 30,5%, mientras que NAFTA el 22,0%, Brasil el 11,3%, Mahindra CIE Europa el 18,7% y Asia el 17,5% restante.
- Destacar que en Automoción CIE ha batido al mercado en todos los mercados en los que opera, con un fuerte crecimiento orgánico (producción global de mercado: -0,7% vs CIE Total: +16,7%, del que el crecimiento orgánico aportó el 12,1%).
- En lo que se refiere al **cash flow de explotación (EBITDA)**, CIE alcanzó los EUR 151,4 millones, una mejora del 16%, de los que EUR 137,2 millones correspondieron a Automoción (+15% interanual; 17,8% sobre ventas vs 16,9% del 1T2017) y EUR 14,2 millones a DOM (+28,2% interanual; 7,4% sobre cifra de negocio ajustada, eliminando venta de terminales).
- Desglosando el EBITDA por geografía, el 31,8% correspondió a Europa, mientras que NAFTA aportó el 29,3%, Brasil el 10,2%, Mahindra CIE Europa el 13,4% y Asia (India/China) el 15,3%.
- El **beneficio neto de explotación (EBIT)** de CIE alcanzó los EUR 112,3 millones, un 22% más que los EUR 92,2 millones del mismo periodo de 2017. De dicho importe, EUR 103,7 millones los aportó Automoción, lo que supuso una mejora del 22,0% interanual y un 13,4% sobre la cifra de negocio (12,1% en el 1T2017). DOM, por su parte, elevó su EBIT un 23% interanual, hasta los EUR 8,6 millones, un 4,5% sobre la cifra de negocios ajustada.
- Finalmente, destacar también que el **beneficio neto** repuntó un 21% interanual, hasta los EUR 66,1 millones, como consecuencia de la mejora de los resultados de ambas divisiones.
- En lo que se refiere al endeudamiento de la compañía, indicar que la **deuda financiera neta** cerró marzo en EUR 936,5 millones, un 9,5% más que el importe del 1T2017, justificado por la fuerte expansión de su negocio. En términos sobre EBITDA, el ratio de endeudamiento se situó en 1,69x (veces), algo que nos parece razonable.

CIE Automotive (CIE), Junio 2018

- Asimismo, CIE llevó a cabo una revisión estratégica, dado que, con la aprobación de la Junta General de Accionistas de la entrega el próximo 3 de julio a sus accionistas de las acciones que ostentaba del 50,01% del capital de DOM como dividendo extraordinario, a razón de 0,65709 acciones de DOM por cada acción de CIE que se posea, pretende ofrecer una visibilidad a futuro de sus resultados de Automoción.
- De esta forma, para el periodo 2018-2020, los objetivos de crecimiento orgánico que se ha fijado CIE son los siguientes:
 - Batir al mercado en 3x (veces) en términos de facturación en el periodo 2018-2020.
 - Cerrar 2020 con un EBITDA superior al 18% de ventas, un EBIT superior al 14% de las ventas y un beneficio neto superior al 10% de las ventas.
 - Alcanzar un RONA (*Return on Assets*) del 23% al cierre del 2020 o Tener una caja operativa del 55% del EBITDA al cierre del 2020
 - Alcanzar un ratio de endeudamiento de deuda financiera neta / EBITDA de 1,0x (veces) al cierre de 2020.
- Destacar que en términos de margen (EBITDA y EBIT), alguno de los objetivos establecidos para finales de 2020 fue ya alcanzado al cierre del 1T2018, aunque en la *conference call* de resultados la Compañía recordó que los dos primeros trimestres suelen ser más fuertes que los dos últimos (debido a algunas paradas de plantas en agosto, y a un mes de diciembre con muchos festivos), por lo que los márgenes de este 1T2018 no son extrapolables al resto del ejercicio.

Gráfico n. 2

COMPARATIVA RENTABILIDAD POR DIVISIONES 1T2018 vs 1T2017



Fuente: Estados financieros de la compañía.

RECIENTEMENTE CIE AUTOMOTIVE ANUNCIÓ LA DESINVERSIÓN DE SU PARTICIPACIÓN EN DOMINION, INSTRUMENTADA MEDIANTE LA ENTREGA DE ACCIONES DE SU FILIAL A SUS ACCIONISTAS

La Compañía siempre ha considerado que el negocio tecnológico de DOM, que pasó a formar parte de su perímetro de consolidación en 2011 tras la integración de CIE con su accionista de referencia INSSEC, no formaba parte de su negocio principal (*core*), por lo que ha sido partidaria de una desinversión a medio plazo, algo que la propia CIE no ha ocultado.

Adicionalmente, el negocio de DOM tiene una mayor competencia que el de Automoción, ya que las barreras de entrada son menores, por lo que los márgenes son inferiores y lastran los globales del Grupo.

No obstante, el Grupo creía que antes de una posible venta de su división tecnológica podía desarrollar la misma para que adquiriese un tamaño para poder funcionar como un operador independiente en su actividad. Así, dentro de sus planes estratégicos estableció unos objetivos ambiciosos concretos para DOM, aunque susceptibles de ser alcanzados.

En 2015 el plan estratégico contemplaba una facturación de EUR 500 millones de facturación, un objetivo cuyo cumplimiento consiguió alcanzar en 2015 al llegar a los EUR 525 millones. Además, en 2015 DOM había conseguido reducir su nivel de endeudamiento deuda financiera neta / EBITDA a menos de 2x (veces), amplió su presencia a 28 países y tenía una conversión en flujos de caja operativos de más del 60% del EBITDA.

Este cumplimiento permitió a CIE tomar la decisión de sacar la división a Bolsa, algo que ocurrió en 2016 mediante una Oferta Pública de Venta (OPV) y, adicionalmente, establecer un umbral mínimo a partir del cual DOM podría ser independiente y CIE llevaría a cabo la desinversión.

Ese umbral lo estableció CIE en un importe cercano a los EUR 1.000 millones de facturación. El crecimiento orgánico de las dos divisiones de DOM: Servicios y Soluciones Tecnológicas, y la compra de las distintas compañías que han adquirido han permitido llegar cerca de dicho umbral. Además, la compra de The Phone House en septiembre de 2017 ha permitido a DOM situarse con una cifra de ingresos cercana a dicho umbral y, dado el crecimiento esperado en los próximos ejercicios de la división tecnológica, no tenemos ninguna duda que lo rebasará.

Por ello, durante la presentación de resultados del 1T2018 de CIE, la Compañía anunció que había llegado el momento de llevar a cabo la desinversión, algo que plasmó posteriormente al incluir en el orden del día de su Junta General de Accionistas, que se celebró el 24 de abril pasado, la aprobación de la entrega de un dividendo extraordinario en especie, mediante la entrega a los accionistas de CIE de 84.764.610 acciones de DOM, representativas de un 50,01% del capital social esta sociedad.

El reparto de estas acciones se hará en la proporción de 0,65709 acciones de DOM por cada acción de CIE (0,65709x1). La Junta General aprobó dicha solicitud, y la entrega se hará efectiva el próximo 3 de julio de 2018.

Indicar, en relación con las fracciones o picos de acciones de DOM que resulten de la aplicación de la relación de canje, que DOM abonará un importe equivalente al resultado de multiplicar la fracción resultante por EUR 4,67, valor de cierre mercado de DOM el 24 de abril de 2018.

Por ejemplo, un accionista que posea 100 acciones de CIE tendrá derecho a recibir $100 \times 0,65709$ acciones de DOM. Por tanto, recibirá 65 acciones de DOM y $0,709 \times \text{EUR } 4,67 = \text{EUR } 3,31$ en efectivo.

CIE Automotive (CIE), Junio 2018

En términos contables, la operación supondrá una reducción de fondos propios de aproximadamente EUR 300 millones de CIE, que equivale al importe actual de fondos propios de DOM. Contablemente, el Grupo aumentó la dotación de reservas de pago de dividendos en EUR 400 millones contra una cuenta de pago de dividendo por el mismo importe.

El 3 de julio cuando se abone el dividendo en especie, se cargará contra la cuenta a pagar el dividendo en EUR 400 millones y contra la partida de las participaciones no dominantes en EUR 150 millones, abonando a los activos netos de DOM por EUR 300 millones y obteniendo CIE una plusvalía estimada en EUR 250 millones (aunque susceptible de variar, dependiendo de la cotización de DOM en ese día).

ESTIMAMOS QUE CIE AUTOMOTIVE SEGUIRÁ INCREMENTANDO SU PRODUCCIÓN POR ENCIMA DE LA DE LOS MERCADOS EN LOS QUE OPERA, IMPULSADA POR LA RECUPERACIÓN DE LOS PAÍSES EMERGENTES, LO QUE IRÁ ACOMPAÑADO DE UNA MEJORA DE MÁRGENES TRAS LA DESINVERSIÓN DE DOMINION

Una vez más, debemos destacar el modelo de gestión de CIE, que no solo ha cumplido con los distintos planes estratégicos que ha diseñado en los últimos ejercicios, sino que ha rebasado con creces los objetivos establecidos en los mismos y que cada ejercicio alcanza récords de facturación, de márgenes de explotación (EBITDA y EBIT) y de beneficio neto atribuible.

Sin embargo, la desinversión de DOM requiere ajustar las estimaciones que tenemos sobre la Compañía para que reflejen las previsiones a futuro de 2018 y 2019. Asimismo, en este informe de actualización introducimos por primera vez nuestras previsiones para el ejercicio 2020.

Debemos señalar, antes de desglosar nuestras estimaciones, que el sector del automóvil tiene una serie de incertidumbres que le afectan y que podrían enumerarse en las siguientes:

1. **Guerra Comercial EEUU - socios comerciales:** El sector es uno de los que podrían sufrir más el impacto de la guerra comercial que está entablando la Administración Trump contra sus socios comerciales, tanto los que integran el tratado NAFTA (Canadá y México) como la Unión Europea, y los socios asiáticos (China y Japón).
2. **Petróleo:** El precio del petróleo es uno de los factores que más influyen en la compra de vehículos. En el último ejercicio, el precio de esta materia prima se ha recuperado y ha superado los \$ 75 por barril en su variedad Brent.
3. **Vehículo eléctrico (EV):** La irrupción del vehículo eléctrico con el objetivo de reducir las emisiones contaminantes está propiciando cambios en la metodología de producción de los OEMs y de sus proveedores.
4. **La digitalización y la conectividad:** Las mejoras tecnológicas están modificando también los parámetros tradicionales de compra de vehículos.

En relación a la guerra comercial impulsada por EEUU con el objetivo de rebajar el déficit comercial que mantiene con sus socios comerciales (China, Japón, UE, Canadá y México), creemos que el Ejecutivo estadounidense está apostando por una negociación dura, con imposición de sanciones antes de la propia negociación como medidas de presión, algo que consideramos que no beneficia a ninguna de las partes, aunque el principal perjudicado en este tipo de situaciones suele ser el consumidor final, que ve repercutidos al alza el coste de buena parte de los productos que consume.

CIE Automotive (CIE), Junio 2018

Está por ver cómo acabará esta guerra comercial y, sobre todo, en caso de que finalmente se plasmen en tarifas arancelarias duraderas, como se instrumentarán dichas sanciones. Es decir, en caso de que se incrementen los aranceles a los vehículos procedentes de fuera de EEUU, qué parte se repercutirá a los fabricantes (OEMs) y qué parte a los fabricantes de conjuntos o funciones de componentes (Tier 1), cuál a los fabricantes de componentes (Tier 2), del que CIE forma parte, y cuál a los clientes finales.

Por ello, no podemos plasmar en este informe el impacto negativo de la mencionada guerra comercial entre los países hasta que no se concrete.

No obstante, tenemos que indicar que CIE ha intentado diversificar la clientela de sus plantas mexicanas, desde las que abastece indirectamente a través de sus clientes (Nissan y VW) a EEUU, para evitar una excesiva dependencia del mercado americano. Por ello, creemos que el impacto de las tarifas arancelarias en los resultados del Grupo será limitado.

En relación al petróleo, el acuerdo alcanzado entre la organización de productores de petróleo OPEP y otros países exportadores de gran tamaño para establecer una producción determinada y equilibrar oferta y demanda para mantener el precio estable y combatir a los productores de esquisto (*frackers*) estadounidenses ha permitido elevar el precio del crudo hasta niveles de unos \$ 75 – 80 por barril, un precio muy superior con respecto al de 2017, lo que podría desincentivar la compra de vehículos. No obstante, creemos que el precio del crudo se mantendrá en niveles similares, dado que una mayor subida propiciaría que los *frackers* aumentaran su producción.

Además, y como consecuencia de una potencial escasez de producto, es muy factible que tanto la OPEP como sus socios “NO OPEP” opten por incrementar sus producciones, lo que evitará un mayor repunte del precio del crudo.

En lo que respecta al vehículo eléctrico (EV), creemos que es ya una realidad debido al lanzamiento de regulaciones que limitan la contaminación de los vehículos, aunque se está implementando de forma gradual, ya que el alto coste de los vehículos híbridos y eléctricos dificulta su producción masiva. Así, se mantiene una alta demanda de vehículos de bajo coste (*low cost*), a la espera de que los eléctricos tengan un menor precio.

Por último, la innovación tecnológica se está desarrollando a partir de una fuerte inversión en I+D para hacer frente a las necesidades de los clientes, que pasan por el EV; la conducción autónoma; una conectividad total; una mayor movilidad y compartir vehículo. Todo ello enmarcado en un contexto de menores emisiones de CO₂, un menor peso del vehículo y menor ruido de los motores.

En este sentido, CIE ya está fabricando piezas para EV (Renault ZOE, Nissan LEAF y Tesla) y, aunque el tamaño del mercado sigue siendo pequeño, considera este segmento como una oportunidad de mejora de su cuota de mercado global.

Además, y en lo que respecta a DOM, indicar que hemos considerado su consolidación en el ejercicio 2018 como Actividades Interrumpidas, por lo que sólo se consolida su resultado neto (hasta junio) en la cuenta de pérdidas y ganancias por debajo de los resultados financieros, así como la plusvalía de EUR 250 millones que obtendrá CIE por la venta de su participación, y que se incluirá en la misma partida que el resultado de DOM.

Con todo ello, procedemos a desglosar nuestras estimaciones para 2018 y 2019 e introducimos las estimaciones para el ejercicio 2020.

CIE Automotive (CIE), Junio 2018

Para ello, vamos a analizar las perspectivas previstas para el mercado global y para cada mercado en el que opera CIE:

- **Global:** la producción mundial de vehículos alcanzó un volumen de 97,3 millones de unidades en 2017, lo que supone una mejora del 2,4% interanual respecto a los 95 millones de unidades contabilizadas en 2016, un crecimiento que se dio a pesar de las incertidumbres políticas y riesgos económicas que afectaron al sector de automoción mundial. Mientras, en 2019 se espera que se alcancen los 100 millones de unidades producidas.

En términos de facturación, según un informe de Euler-Hermes, se espera que en 2018 se alcancen unas ventas mundiales de vehículos nuevos (pasajeros y comerciales) superiores a los 98 millones, lo que supondría un 2,5% más que en 2017. El impulso del consumo privado y de la inversión empresarial, así como la recuperación de los salarios y el entorno de bajos tipos de interés serán las palancas de crecimiento de las nuevas ventas de vehículos de pasajeros (74% del total) y vehículos comerciales (26% del total) en la mayoría de los países.

No obstante, el sector de automoción tendrá que afrontar una serie de retos, como son la diferente evolución del crecimiento de los mercados, con una estabilización de Europa, Japón y Corea, y una recuperación de los mercados emergentes, que contrasta con la contracción de los mercados estadounidense y británico. Además, la transición al vehículo eléctrico (EV) y las diferentes regulaciones establecidas en los diferentes países sobre las emisiones contaminantes, también serán factores que tendrán que afrontar los participantes en el sector.

- **Europa:** Tras haber cerrado 2017 con una producción de 22,16 millones de vehículos (+3,1% interanual), estimamos para 2018 un crecimiento del 2%, que provendrá de un crecimiento del 1% en la parte occidental y del 4% en la parte oriental. En este mercado maduro, los márgenes de CIE se mantendrán elevados, con un margen EBITDA por encima del 18%.
- **CIE Mahindra:** Mención aparte requiere esta división europea de CIE. Tras la obtención de nuevos proyectos a finales de 2017, esta división está mejorando sus márgenes (EBIT 1T2018: 9,1% vs 9,0% en 1T2017), aunque los productos que fabrica en Alemania, camiones en series cortas, nunca podrán alcanzar los márgenes que tienen los vehículos ligeros y los que tiene de media la Compañía.
- **NAFTA:** Una vez más tenemos que distinguir la evolución del comportamiento de los diferentes países que forman parte de este tratado (EEUU, Canadá, México). Así, esperamos que EEUU crezca a un ritmo del 1% en 2018, Canadá decrezca un 5% y México incremente sus ventas un 3%, lo que arrojará un crecimiento global del mercado del 1%, casi plano. Destacar que la mejora del precio del petróleo desincentivará la compra de vehículos, mientras que en 2017 había ocurrido lo contrario. Creemos que los márgenes de CIE en este mercado se mantendrán elevados en el 2S2018, aunque ligeramente inferiores a los registrados en el 1S2018, situándose de media cercanos al 23%.
- **Brasil:** A pesar de la recuperación que se está experimentando en este mercado, la huelga de transporte que ha sufrido el país va a afectar de forma negativa a los resultados procedentes de esta filial en 2018. Aunque es probable que en términos de ventas se recuperen de forma parcial en el 2S2018, las ventas perdidas en el mes de mayo, no lo harán del todo. Destacar que CIE está automatizando los procesos de sus plantas, y que los ajustes laborales que implementó CIE en los ejercicios pasados le están permitiendo contratar gente en la actualidad, pero a un coste inferior, por lo que los costes fijos son inferiores a los registrados con anterioridad. Así, esperamos un incremento de los ingresos de un 14% en 2018 y en términos de márgenes esperamos una normalización de los mismos, con una convergencia hacia la media del Grupo, pero de forma gradual.

- **Asia (China / India):** En lo que se refiere al mercado indio, CIE sigue teniendo una excesiva dependencia de tres productores (Maruti Suzuki, Tata y Mahindra) ya que en conjunto constituyen el 51% de su facturación. En relación al mercado chino, esperamos que aumente su producción un 2% en el 2018, con proyectos de forja que están en proceso de puesta en marcha (*ramp-up*)

Así, estimamos una mejora de la **cifra de negocios** de CIE entre el 6 - 7% en el periodo 2018-2020, lo que supondría prácticamente triplicar la tasa esperada de crecimiento del mercado para dicho periodo, que se situaría de media en torno al 2%. Asimismo, con ello también se alcanzaría el objetivo estratégico de su plan de negocio de finalizar 2020 con un crecimiento superior al del mercado en 3x (veces).

Estimamos que CIE alcance una cifra de negocio de EUR 3.082,86 millones en 2018, lo que supone un incremento del 7% con respecto al importe registrado por Automoción en el 2017 (-17,2% respecto a los ingresos totales de 2017, incluyendo los de DOM). Posteriormente, estimamos que en años posteriores también crezca, entre un 6 – 6,5% anual (6,5% tacc en el periodo), hasta cerrar 2020 en EUR 3.480,24 millones.

Además, esperamos que el **margen bruto** se sitúe en el entorno del 44 – 45% de las ventas en el periodo, por encima del 42,8% que alcanzó en 2017, hasta alcanzar los EUR 1.576,55 millones al finalizar 2020.

Asimismo, el cambio del método de consolidación de la participación en DOM supondrá unos menores costes de explotación en 2018, con la mejora de márgenes correspondientes, dado que en la división tecnológica los márgenes eran menores. Así, esperamos que CIE alcance un **cash flow de explotación (EBITDA)** de EUR 530,19 millones en 2018, similar a los EUR 530,42 millones de 2017 (que incluye DOM), aunque en términos de ventas suponga el 17,2% de las ventas, 3 p.p. más con respecto al pasado ejercicio.

Posteriormente, creemos que los márgenes se mantendrán a los mismos niveles en 2019 y repunten en 2020, hasta situarse en el entorno del 18,0%, en línea con el objetivo estratégico establecido en su revisión estratégica del 1T2018.

En lo que respecta al **beneficio neto de explotación (EBIT)**, esperamos que también mejore en 2,6 p.p. con respecto a 2017, por el cambio de metodología de consolidación de DOM, hasta alcanzar los EUR 393,0 millones en 2018, un 12,7% de la cifra de ingresos totales, para posteriormente elevarse hasta cerrar 2020 en EUR 470,89 millones, un importe que representa un 13,5% de los ingresos, ligeramente por debajo del objetivo establecido por CIE de cerrar 2020 con un EBIT del 14,0% de las ventas.

Creemos que la generación de flujos de caja anuales por parte de la Compañía le permitirá reducir de forma gradual los gastos financieros y así estimamos que la pérdida financiera se reduzca desde los EUR 42,71 millones de 2017 hasta casi la mitad, EUR 24,62 millones al finalizar el ejercicio 2020.

De esta forma, el **beneficio antes de impuestos (BAI)** elevará su importe en el periodo de estudio desde los EUR 333,47 millones de 2017 hasta los EUR 446,28 millones de 2020, un crecimiento del 10,2% tacc.

Como ya hemos indicado, en 2018 se recogerá en actividades interrumpidas el beneficio periodificado a seis meses alcanzado por DOM hasta el momento de la entrega del dividendo extraordinario en especie del Grupo a sus accionistas, de EUR 16,50 millones y la plusvalía que obtendrá CIE por la venta de su participación, y que estimamos ascenderá a EUR 250 millones. Así, hemos estimado un **beneficio neto** de EUR 546,86 millones y un beneficio neto atribuible, tras descontar los minoritarios de Mahindra, de EUR 499,84 millones, más del doble del importe registrado en 2018.

Con posterioridad, creemos que en 2019 el beneficio neto atribuible de CIE se reducirá con respecto a 2018, aunque ya sin DOM, y en 2020 aumentará hasta los EUR 295,66 millones, lo que supone un crecimiento del 11,1% tacc.

ESTIMACIONES RESULTADOS CIE AUTOMOTIVE 2017-2020E

| EUR millones | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | Tacc (20/17)(%) |
|--|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|--------------------|
| Ingresos Automoción | 2.881,18 | 3.082,86 | 3.283,25 | 3.480,24 | 6,5% |
| Ingresos Dominión | 843,28 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | - |
| Ingresos Totales | 3.724,46 | 3.082,86 | 3.283,25 | 3.480,24 | -2,2% |
| Variación de Existencias | 23,78 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | - |
| Coste de ventas | -2.155,07 | -1.710,99 | -1.809,07 | -1.903,69 | -4,0% |
| Margen Bruto | 1.593,17 | 1.371,87 | 1.474,18 | 1.576,55 | -0,3% |
| <i>Margen Bruto / Ingresos Totales</i> | <i>42,8%</i> | <i>44,5%</i> | <i>44,9%</i> | <i>45,3%</i> | - |
| Gastos de Personal | -776,12 | -647,40 | -689,48 | -730,85 | -2,0% |
| Otros Gastos de Explotación | -394,18 | -308,29 | -328,32 | -348,02 | -4,1% |
| Otros Ingresos de Explotación | 107,55 | 114,00 | 120,84 | 128,09 | 6,0% |
| EBITDA | 530,42 | 530,18 | 577,21 | 625,76 | 5,7% |
| <i>Margen EBITDA / Ingresos Totales</i> | <i>14,2%</i> | <i>17,2%</i> | <i>17,6%</i> | <i>18,0%</i> | - |
| Amortizaciones | -154,24 | -137,19 | -146,10 | -154,87 | 0,1% |
| EBIT | 376,18 | 393,00 | 431,11 | 470,89 | 7,8% |
| <i>Margen EBIT / Ingresos Totales</i> | <i>10,1%</i> | <i>12,7%</i> | <i>13,1%</i> | <i>13,5%</i> | - |
| Resultado Financiero y Extraordinario | -42,71 | -38,11 | -36,38 | -24,62 | -16,8% |
| Beneficio antes de Impuestos (BAI) | 333,47 | 354,88 | 394,72 | 446,28 | 10,2% |
| Impuesto de Sociedades | -75,24 | -74,53 | -82,89 | -93,72 | 7,6% |
| Actividades interrumpidas | -0,08 | 266,50 | 0,00 | 0,00 | - |
| Beneficio neto | 258,16 | 546,86 | 311,83 | 352,56 | 10,9% |
| Minoritarios | -42,75 | -47,02 | -51,73 | -56,90 | 10,0% |
| Beneficio neto Atribuible | 215,41 | 499,84 | 260,11 | 295,66 | 11,1% |

Fuente: Estimaciones propias.

Además, en relación al análisis de la rentabilidad sobre los fondos propios medios (ROE) y sobre el capital empleado medio (ROCE), señalar que calculamos que el ROE disminuirá desde el 27,3% de 2017 hasta el 23,3% de 2019, principalmente por la caída de resultado de la desinversión de DOM, para finalizar 2020 en el 17,4%. Mientras, el ROCE se situará entre el 13,9 – 15,9% en el periodo 2018-2020. De esta forma, el ROE se situará por encima del ROCE en todo el periodo de estudio, por lo que la estructura seguirá siendo eficiente desde el punto de vista de la rentabilidad del accionista.

Adicionalmente, según nuestros cálculos en el periodo de estudio 2018-2020, la Compañía creará valor para el accionista en términos de Economic Value Added (EVA) al superar el EBIT ajustado a impuestos el coste de oportunidad del capital invertido, medido en términos de fondos propios y deuda bruta, cifra a la que se aplica el coste medio ponderado del capital (wacc), que se eleva hasta el 5,89%.

HEMOS VALORADO CIE AUTOMOTIVE POR DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA Y POR MÚLTIPLOS RELATIVOS, ALCANZANDO UNA VALORACIÓN MEDIA DE EUR 41,62 POR ACCIÓN. A PRECIOS ACTUALES, COTIZA CON UN POTENCIAL DE REVALORIZACIÓN DEL 20,9%

Para hallar la valoración de CIE hemos utilizado dos métodos: i) descuento de flujos de caja futuros ajustados a impuestos, y ii) multiplicadores relativos a los que cotiza un grupo de referencia de compañías que operan en su sector. Una vez más, tenemos que hacer hincapié que CIE es la única compañía que produce en todas las tecnologías posibles, en un mercado fragmentado, por lo que establecer una comparativa homogénea con empresas competidoras es muy complicado.

Método Descuento de Flujos de Caja (DFC)

El primer método empleado (DFC) se basa en las hipótesis enunciadas en el apartado anterior de estimaciones, así como en el cálculo de los parámetros que hemos empleado y que desglosamos en el Anexo 3, incluyendo el coste medio ponderado del capital (wacc), que actualmente asciende a 5,89%. Así, según este método y descontando a partir del ejercicio 2019, una vez llevada a cabo la desinversión de DOM, hemos alcanzado una valoración para CIE de EUR 7.409,85 millones, equivalente a un precio de EUR 57,44 por acción. Esta valoración supone que la acción de CIE cotiza con un potencial de revalorización del 66,8%.

En informes anteriores, le aplicábamos a esta valoración un descuento del 30% por su no pertenencia al índice selectivo Ibex-35, por su reducido capital flotante o *free float* y por su escaso grado de liquidez. Dado que recientemente el Comité Asesor del Ibex-35 ha decidido que CIE forme parte del índice selectivo en sustitución de Abertis (ABE), lo que le permitirá obtener un mayor seguimiento por parte de determinadas casas de análisis y recibir inversiones por parte de determinados fondos que están sujetos a la restricción de invertir solo en valores del Ibex-35, hemos optado por no aplicar el mencionado descuento en esta ocasión.

Método Múltiplos Relativos

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

Sin embargo, una vez más reiteramos que la condición de Tier 2 de gran tamaño de CIE que compite con compañías de menor tamaño e incluso que no cotizan, así como la diversificación que ofrece en su producción, única en su sector, dificultan la confección de este grupo y establecer una comparativa homogénea. No obstante, nos parece relevante intentar establecer una comparativa con compañías similares de su sector.

Como multiplicadores hemos empleado el PER, el EV/EBITDA y el Price/Cash Flow correspondientes al ejercicio 2018. Entendemos que son los que mejor reflejan el nivel de precios de las compañías en Bolsa en función de su capacidad para generar beneficios en el segmento de componentes de automoción. Mostramos a continuación en el Cuadro n. 4 la valoración de CIE realizada a través de este método.

Hemos excluido la plusvalía de EUR 250 millones obtenida en 2018 por CIE en la desinversión de su participación de DOM y el resultado estimado de DOM para el ejercicio, que calculamos se elevará a EUR 16,50 millones antes de que la compañía salga del perímetro de consolidación de CIE. Asimismo, hemos sumado EUR 2,575 por acción, el 50,01% de la cotización de DOM del 19 de junio de 2018 (EUR 5,14 por acción al cierre), para reflejar el valor por acción de CIE de la participación en DOM antes de su desinversión.

CIE Automotive (CIE), Junio 2018

Tras haber llevado a cabo estos ajustes, y en base a este método, hemos alcanzado una valoración de CIE de EUR 3.329,11 millones que, en términos por acción, equivale a EUR 25,81. Así, esta valoración supondría que, a precios actuales, la acción de CIE cotizaría con una prima del 25,1%.

Cuadro n. 4
MÉTODO MÚLTIPLOS RELATIVOS CIE AUTOMOTIVE (19-06-2018)

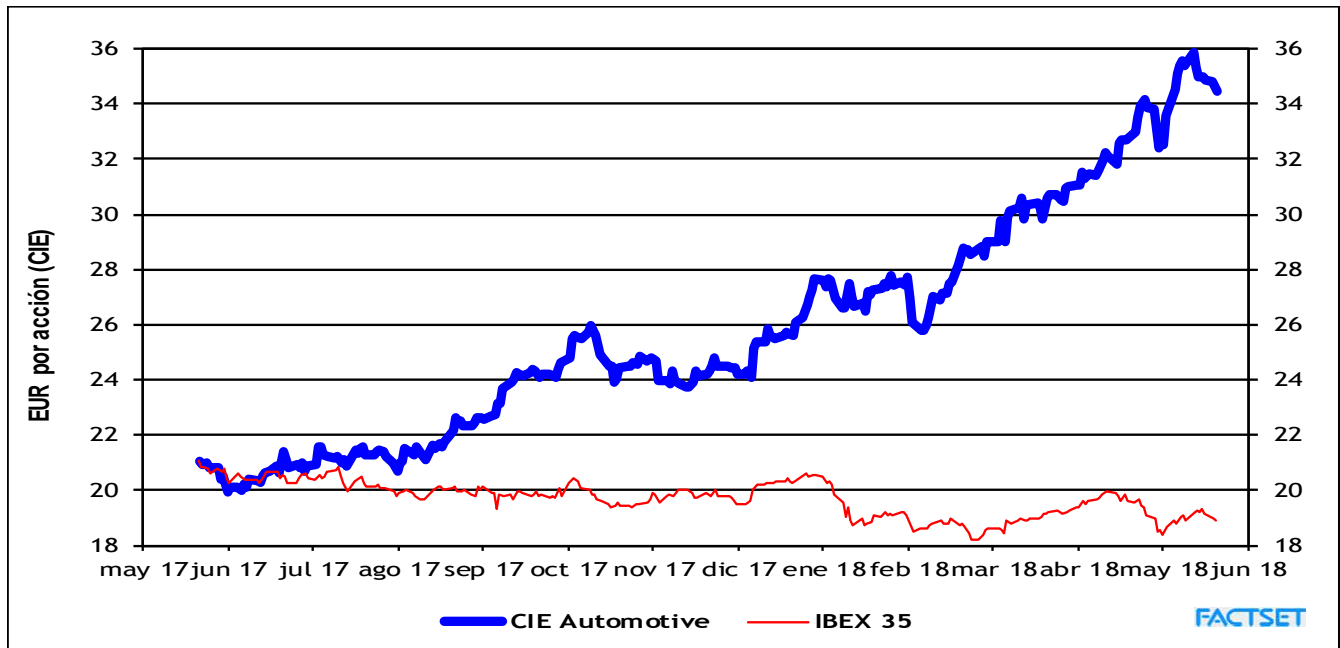
| Compañías comparables | País | Precio (19/06/2018) | Capitalización Compañía (EUR millones) | P/E 2018 (*) | Ev/EBITDA 2018 | Price/Cash Flow 2018 (*) |
|---------------------------|-------------|---------------------|--|--------------|----------------|--------------------------|
| Autoneum Holding AG | Suiza | 206,39 | 964 | 11,4 x | 4,8 x | 5,7 x |
| BorgWarner Inc. | EEUU | 40,76 | 8.563 | 10,6 x | 6,2 x | 9,0 x |
| Plastic Omnium SA | Francia | 39,80 | 6.009 | 13,5 x | 6,6 x | 8,0 x |
| Georg Fischer AG | Suiza | 1.150,97 | 4.720 | 19,0 x | 10,1 x | 12,2 x |
| GKN plc | Reino Unido | 5,49 | | 14,5 x | 8,2 x | 17,7 x |
| Hallex AB | Suecia | 8,66 | 383 | 18,4 x | 8,8 x | 11,7 x |
| Iochpe Maxion S.A. | Brasil | 4,87 | 734 | 14,0 x | 5,2 x | 4,2 x |
| Kendrion N.V. | Holanda | 36,65 | 491 | 16,2 x | 8,2 x | 9,7 x |
| Kongsberg Automotive Hold | Noruega | 1,03 | 420 | 9,4 x | 5,3 x | 4,9 x |
| Landi Renzo S.p.a. | Italia | 1,42 | 160 | 22,8 x | 9,4 x | 8,9 x |
| LEONI AG | Alemania | 51,78 | 1.692 | 11,1 x | 5,5 x | 5,8 x |
| LISI SA | Francia | 35,45 | 1.918 | 17,7 x | 8,6 x | 9,6 x |
| POLYTEC HOLDING AG | Austria | 13,38 | 299 | 7,7 x | 4,6 x | 3,8 x |
| Rieter Holding AG | Suiza | 151,76 | 709 | 14,7 x | 5,6 x | 8,5 x |
| SAF-HOLLAND S.A. | Alemania | 15,15 | 688 | 11,9 x | 7,8 x | 8,9 x |
| SHW AG | Alemania | 35,35 | 228 | 14,3 x | 4,4 x | |
| Sogefi SPA | Italia | 2,94 | 353 | 8,4 x | 3,0 x | 2,7 x |

| | | | |
|--|--------|--------|-----------------|
| Mediana | 14,0 x | 6,2 x | 8,7 x |
| Valoración (EUR) | 25,4 x | 18,3 x | 26,0 x |
| Valoración Promedio (EUR) | | | 23,23 |
| Valoración 50% cotización DOM 19/6/2018 | | | 2,58 |
| Valoración Total (EUR) | | | 25,81 |
| Valoración CIE ajustado (EUR millones) | | | 3.329,11 |

Fuente: FactSet.

(*) Hemos ajustado el PER 2018 y el Price/Cash Flow excluyendo la plusvalía de EUR 250 millones por la venta de DOM, y el resultado de DOM de EUR 16,5 millones en Actividades interrumpidas.

La combinación de ambos métodos arroja una valoración media de EUR 5.369,48 millones, que equivale a un precio objetivo de EUR 41,62 por acción. Tenemos que indicar que, tras la desinversión de DOM, habrá que ajustar este precio objetivo. A precios actuales, la acción cotiza con un potencial de revalorización del 20,9%.

EVOLUCIÓN BURSÁTIL CIE AUTOMOTIVE vs IBEX-35 (12 meses)


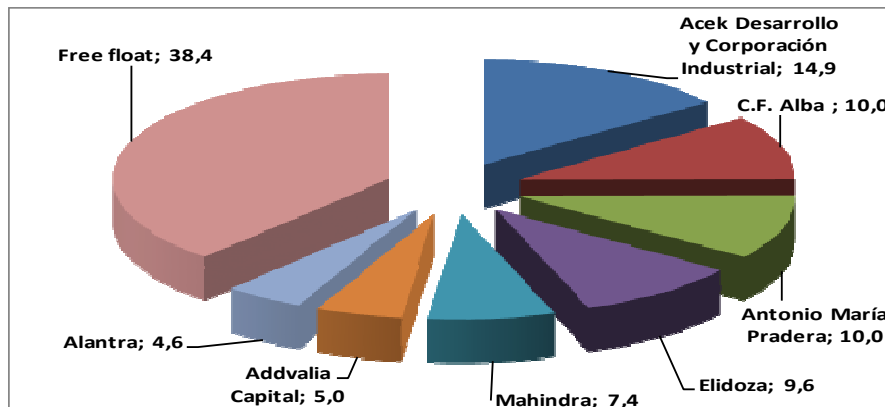
Fuente: FactSet.

Evolución Bursátil

Como se puede apreciar en el Gráfico n. 3, la acción de CIE se ha revalorizado un 63,5% en los últimos 12 meses, lo que compara muy positivamente con una evolución negativa (-10,1%) del índice bursátil Ibex-35.

Como hemos comentado, en junio de 2018 el Grupo fue seleccionado por el Comité Asesor Técnico del índice selectivo Ibex-35 para sustituir a Abertis (ABE) a partir del 18 de ese mismo mes. Una noticia positiva para CIE ya que le permitirá tener un mayor seguimiento por parte de determinadas casas de análisis, que solo siguen valores del índice selectivo. Asimismo, el formar parte del Ibex-35 también permitirá que algunos fondos, especialmente los indexados, puedan tomar posiciones en el valor.

Por ello, creemos que el volumen de contratación diario de CIE, actualmente en 177.099 títulos, equivalentes a EUR 4,58 millones, puede incrementarse a partir del mes de julio.

ACCIONARIADO CIE AUTOMOTIVE (19/06/2018)


Fuente: CNMV.

LA VISIBILIDAD FUTURA DE LOS RESULTADOS QUE HEMOS ESTIMADO PARA CIE, TRAS LA DESINVERSIÓN DE DOMINION, Y LA VALORACIÓN QUE HEMOS REALIZADO DEL GRUPO, DOTAN AL VALOR DE UN ELEVADO POTENCIAL DE REVALORIZACIÓN, POR LO QUE RECOMENDAMOS COMPRAR EL MISMO

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

La Compañía opera como Tier 2 en el segmento de fabricación de componentes para el segmento de Automoción, con un modelo de negocio diversificado (multitecnología de producción y geografía) que actúa como barrera de entrada de nuevos competidores. Ello le dota de capacidad para abastecer a fabricantes de vehículos (OEMs) y a proveedores de funciones (Tier 1). El mercado de los Tier 2 está bastante fragmentado, lo que permite a CIE, uno de los operadores de mayor tamaño, realizar operaciones corporativas.

CIE se ha caracterizado tradicionalmente por un modelo diversificado de negocio, tanto en producción de piezas a partir de multi-tecnología (forja, aluminio, estampación, plásticos, fundición y mecanizado), como en términos geográficos, al contar con un fuerte posicionamiento en sus cuatro mercados principales (NAFTA, Europa, Asia, Brasil). La tecnología es la principal barrera de entrada a este negocio por lo que CIE invierte más del 2% de su facturación anual en I+D+i.

Además, la mejora de resultados que lleva experimentando el Grupo en los últimos ejercicios se basa, casi a partes iguales, entre crecimiento orgánico de sus dos divisiones: Automoción y Dominion (DOM), como en crecimiento inorgánico, mediante adquisiciones corporativas. Así, en los últimos ejercicios, CIE ha integrado dentro de Automoción a Billforge, Amaya Tellería y Newcor, y The Phone House en DOM en septiembre de 2017. Precisamente esta compra le ha permitido a la división tecnológica, DOM, estar en disposición de alcanzar en los próximos meses el umbral de los EUR 1.000 millones de facturación que había establecido su matriz CIE como el mínimo necesario para que DOM pudiera llevar a cabo su negocio de forma independiente.

CIE Automotive (CIE), Junio 2018

Por ello, en la convocatoria de la Junta General de Accionistas de CIE, el Consejo de Administración incluyó dentro del orden del día la distribución de un dividendo extraordinario en especie a sus accionistas, consistente en la entrega de 0,65709 acciones de DOM (representativas en conjunto del 50,01% del capital DOM) por cada acción que se posea de CIE. Estimamos que CIE obtenga una plusvalía de unos EUR 250 millones por la venta de su participación, que se contabilizará en 2018 en la partida de Actividades interrumpidas, al igual que el resultado periodificado a seis meses de DOM.

Indicar, también que en el primer trimestre del ejercicio (1T2018) CIE elevó su cifra de negocio un 21,0% en tasa interanual, impulsada por el incremento de ventas de Automoción (+10,0%), con crecimiento orgánico en todos sus mercados, y por DOM (+71,0%; +11,0% en términos comparables), impulsada por la integración de TPH. Además, el Grupo mejoró su cash flow de explotación (EBITDA) un 16,0% interanual, y su beneficio neto un 21,0%, hasta situarlo en EUR 66,1 millones.

Esta mejora de resultados, unida al anuncio de la desinversión de CIE en DOM, motivó una revisión al alza de los objetivos de CIE para su Plan Estratégico 2016-2020. Así, la Compañía espera que sus ventas superen en 3x (veces) el crecimiento del mercado entre 2018 - 2020, cerrando dicho ejercicio con un margen EBITDA sobre ventas superior al 18%, un margen EBIT sobre ventas mayor al 14% y un beneficio atribuible superior al 10% de la cifra de facturación.

Hemos revisado también nuestras estimaciones para el periodo 2018 - 2020 para ajustarlas a la nueva realidad del Grupo, contemplando DOM como actividades interrumpidas en 2018. Así, prevemos que CIE incrementará sus ingresos entre 2018 - 2020 hasta situarlos en EUR 3.480,24 millones (+12,9% con respecto a 2018, ya sin DOM), mientras que su EBITDA crecerá a un 5,7% tacc y su beneficio neto atribuible a un 11,1% tacc.

Asimismo, hemos valorado CIE de acuerdo a dos diferentes metodologías: i) descuentos de flujos de cajas futuros ajustados a impuestos, y ii) multiplicadores relativos a los que cotiza un grupo de compañías que operan en el mismo sector. La media aritmética de ambos métodos arroja una valoración media de EUR 5.369,48 millones, equivalente a EUR 41,62 por acción. Tenemos que indicar que, tras la desinversión de DOM, habrá que ajustar este precio objetivo. A precios actuales ello supone que la acción de CIE cotiza con un elevado potencial de revalorización del 20,9%.

Consideramos a CIE como una de las compañías industriales cotizadas más atractivas de la Bolsa española, a pesar de que en los últimos meses ha experimentado una fuerte revalorización (+63,5% en los últimos 12 meses vs -10,1% del Ibex-35).

Creemos que su modelo de negocio y gestión es acertado, lo que, unido a una estructura financiera sólida, ofrece una fuerte visibilidad futura de resultados. Adicionalmente, el potencial de revalorización que calculamos aun poseen las acciones de CIE del 20,9% dotan a la acción de un cierto recorrido al alza, por lo que actualizamos nuestra recomendación desde ACUMULAR hasta **COMPRAR**.

CIE Automotive (CIE), Junio 2018
ANEXO n. 1
PRINCIPALES RATIOS ECÓNOMICO-FINANCIEROS
(Evolución 2010/2017; Proyecciones 2018/2020)

| | 2020E | 2019E | 2018E | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 | 2010 |
|--|--------|--------|--------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| RATIOS DE LIQUIDEZ A CORTO PLAZO | | | | | | | | | | | |
| . Ratio de solvencia (acir/pcir) | 1,75 | 1,58 | 0,85 | 0,86 | 0,93 | 0,84 | 0,96 | 0,97 | 1,13 | 1,07 | 0,73 |
| . Activo disponible (ef+real)/pcirc | 0,42 | 0,36 | 0,15 | 0,21 | 0,30 | 0,27 | 0,36 | 0,46 | 0,64 | 0,63 | 0,28 |
| . Fondo de maniobra operativo (EUR mill.) | -97,27 | -96,91 | -25,50 | -157,54 | -123,77 | -156,51 | -48,63 | -26,21 | -67,73 | -91,49 | 10,99 |
| ESTRUCTURA DE CAPITAL/SOLVENCIA A LARGO PLAZO | | | | | | | | | | | |
| . F.Propios+int.min./pasivo total | 0,82 | 0,75 | 0,32 | 0,36 | 0,37 | 0,35 | 0,35 | 0,36 | 0,31 | 0,35 | 0,36 |
| . F.Propios+int.min./pasivo lp | 2,65 | 2,32 | 0,99 | 1,24 | 1,12 | 1,06 | 0,92 | 0,96 | 0,82 | 1,03 | 1,24 |
| . F.Propios+int.min./activo fijo | 1,25 | 1,13 | 0,50 | 0,56 | 0,56 | 0,53 | 0,53 | 0,58 | 0,57 | 0,62 | 0,56 |
| . Fondos accionista/activo fijo | 1,25 | 1,13 | 0,51 | 0,56 | 0,56 | 0,53 | 0,53 | 0,57 | 0,55 | 0,64 | 0,59 |
| . Recursos permanentes/activo fijo | 1,73 | 1,62 | 1,02 | 1,01 | 1,06 | 1,04 | 1,11 | 1,19 | 1,27 | 1,25 | 1,04 |
| . Recursos ajenos/activo total | 0,51 | 0,53 | 0,75 | 0,70 | 0,69 | 0,72 | 0,72 | 0,75 | 0,76 | 0,75 | 0,78 |
| . Deuda neta/fondos accionista | 15% | 23% | 69% | 52% | 53% | 58% | 64% | 68% | 58% | 43% | 76% |
| . EBIT/gastos financieros brutos | 892% | 719% | 615% | 579% | 652% | 457% | 215% | 189% | 174% | 197% | 169% |
| . Gastos financieros brutos/ventas n. | 1,5% | 1,8% | 2,1% | 1,7% | 1,5% | 2,0% | 3,6% | 4,6% | 4,9% | 4,3% | 4,2% |
| . EBITDA/gtos.financieros netos | 25,42 | 15,87 | 13,91 | 12,74 | 12,5 | 9,4 | 6,8 | 3,9 | 5,6 | 5,0 | 3,4 |
| . Endeudamiento neto (EUR mill.) | 550,06 | 720,79 | 931,52 | 854,84 | 816,24 | 670,12 | 710,12 | 564,53 | 392,79 | 341,50 | 507,50 |
| RENDIMIENTO INVERSIÓN | | | | | | | | | | | |
| . ROA | 8,1% | 7,5% | 12,7% | 6,0% | 5,2% | 4,5% | 3,5% | 3,4% | 3,4% | 4,0% | 2,6% |
| . ROE | 17,4% | 23,3% | 67,5% | 27,3% | 24,2% | 22,7% | 16,5% | 15,7% | 16,8% | 17,3% | 14,2% |
| . ROCE | 13,9% | 15,2% | 15,9% | 14,4% | 12,4% | 11,6% | 7,9% | 11,8% | 12,7% | 11,8% | 7,8% |
| . Fondos propios/capital social | 56,6 | 48,6 | 20,6 | 25,3 | 23,6 | 17,9 | 17,4 | 14,2 | 12,2 | 13,4 | 11,2 |
| . BA/fondos accionista (A) | 12,2% | 12,6% | 26,5% | 20,4% | 16,4% | 16,3% | 12,3% | 10,0% | 14,3% | 12,3% | 9,8% |
| . EBIT/recursos permanentes (A1) | 9,3% | 9,6% | 14,6% | 12,7% | 9,7% | 10,8% | 7,3% | 8,7% | 9,1% | 10,0% | 9,5% |
| . A/A1 | 1,3 | 1,3 | 1,8 | 1,6 | 1,7 | 1,5 | 1,7 | 1,2 | 1,6 | 1,2 | 1,0 |
| RESULTADOS EXPLOTACIÓN | | | | | | | | | | | |
| . Margen bruto | 45% | 45% | 45% | 43% | 44% | 44% | 43% | 43% | 41% | 38% | 38% |
| . Margen explotación | 13,5% | 13,1% | 12,7% | 10,1% | 9,7% | 9,3% | 7,8% | 8,8% | 8,6% | 8,4% | 7,0% |
| . EBITDA/ventas agregadas | 18,0% | 17,6% | 17,2% | 14,2% | 14,2% | 13,9% | 13,2% | 13,8% | 13,6% | 13,0% | 12,1% |
| . Bº Neto/ventas agregadas | 10,1% | 9,5% | 17,7% | 6,9% | 6,6% | 5,5% | 4,4% | 4,5% | 4,6% | 4,4% | 2,7% |
| UTILIZACIÓN DEL ACTIVO | | | | | | | | | | | |
| . Ventas netas/tesorería | 10,9 | 12,2 | 15,0 | 12,9 | 7,7 | 10,1 | 7,4 | 5,3 | 3,5 | 3,5 | 9,9 |
| . Ventas netas/cuentas a cobrar | 6,3 | 6,3 | 4,3 | 6,1 | 6,0 | 7,2 | 7,5 | 9,3 | 9,1 | 11,0 | 8,3 |
| . Ventas netas/existencias | 8,1 | 8,1 | 8,1 | 8,3 | 8,1 | 9,0 | 7,6 | 7,8 | 8,7 | 9,8 | 9,66 |
| . Ventas netas/activo total | 78% | 78% | 74% | 83% | 71% | 80% | 69% | 73% | 74% | 83% | 90% |
| DATOS POR ACCIÓN | | | | | | | | | | | |
| . Beneficio neto por acción (EUR) (*) | 2,29 | 2,02 | 3,87 | 1,67 | 1,26 | 1,00 | 0,63 | 0,51 | 0,54 | 0,53 | 0,36 |
| . Dividendo por acción (EUR) (*) (+) | 0,69 | 0,60 | 0,58 | 0,50 | 0,38 | 0,30 | 0,20 | 0,18 | 0,17 | 0,18 | 0,00 |
| . Cash-flow por acción (EUR) (*) | 3,49 | 3,15 | 3,00 | 2,79 | 2,24 | 1,93 | 1,57 | 1,25 | 1,26 | 1,36 | 1,09 |
| . Valor contable por acción (EUR) (*) | 13,67 | 11,70 | 4,76 | 5,86 | 5,53 | 4,07 | 3,92 | 3,33 | 2,63 | 3,31 | 2,71 |
| . Precio/valor contable (veces) (**) | 1,77 | 2,07 | 5,09 | 4,13 | 3,35 | 3,80 | 2,87 | 2,41 | 1,98 | 1,69 | 1,77 |
| RATIOS BURSÁTILES | | | | | | | | | | | |
| . Precio (EUR) (**) | 24,21 | 24,21 | 24,21 | 24,21 | 18,52 | 15,45 | 11,27 | 8,00 | 5,20 | 5,60 | 4,79 |
| . PER | 10,6 | 12,0 | 6,2 | 14,5 | 14,7 | 15,4 | 17,9 | 15,8 | 9,7 | 10,5 | 13,2 |
| . Precio/cash-flow | 6,9 | 7,7 | 8,1 | 8,7 | 8,3 | 8,0 | 7,2 | 6,4 | 4,1 | 4,1 | 4,4 |
| . Rentabilidad por dividendo | 2,8% | 2,5% | 2,4% | 2,1% | 2,0% | 1,9% | 1,8% | 2,3% | 3,3% | 3,1% | 0,0% |
| . Pay-out | 30% | 30% | 30% | 30% | 30% | 30% | 32% | 36% | 32% | 33% | 0% |

(*) Se han ponderado los datos por acción de 2013 y 2014, teniendo en cuenta la ampliación de capital que suscribe Mahindra en octubre y la OPA de exclusión de Autometal

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

(+) No se incluye el dividendo en especie (acciones de DOM) a los accionistas de CIE ni el resultado de DOM en 2018.

Fuente: Memorias anuales de Compañía. Estimaciones propias.

CIE Automotive (CIE), Junio 2018

ANEXO n. 2

CUENTA DE RESULTADOS

(Evolución 2010/2017; Proyecciones 2018/2020)

| EUR millones | 2020E | 2019E | 2018E | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 | 2010 |
|---------------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Total Ventas | 3.480,24 | 3.283,25 | 3.082,86 | 3.724,46 | 2.879,04 | 2.631,52 | 2.209,52 | 1.722,55 | 1.645,71 | 1.833,22 | 1.591,07 |
| Variación de existencias | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 23,78 | 7,25 | 3,21 | 6,66 | 1,63 | (4,57) | 13,22 | 6,89 |
| Coste de Ventas | (1.903,69) | (1.809,07) | (1.710,99) | (2.155,07) | (1.619,03) | (1.470,44) | (1.272,10) | (990,32) | (963,11) | (1.143,33) | (985,57) |
| MARGEN BRUTO | 1.576,55 | 1.474,18 | 1.371,87 | 1.593,17 | 1.267,25 | 1.164,29 | 944,08 | 733,86 | 678,02 | 703,11 | 612,39 |
| Gastos Explotación | (1.078,87) | (1.017,81) | (955,69) | (1.170,30) | (940,50) | (889,31) | (755,69) | (557,39) | (522,80) | (529,01) | (463,76) |
| Otros ingresos explotación | 128,09 | 120,84 | 114,00 | 107,55 | 80,72 | 90,49 | 102,47 | 61,25 | 68,84 | 64,53 | 44,67 |
| CASH-FLOW EXPLOTACION O EBITDA | 625,76 | 577,21 | 530,18 | 530,42 | 407,47 | 365,47 | 290,86 | 237,72 | 224,06 | 238,63 | 193,30 |
| Amortización inmovilizado | (154,87) | (146,10) | (137,19) | (154,24) | (128,14) | (121,17) | (118,68) | (86,76) | (82,68) | (84,94) | (81,23) |
| BENEFICIO EXPLOTACION | 470,89 | 431,11 | 393,00 | 376,18 | 279,33 | 244,31 | 172,18 | 150,96 | 141,38 | 153,70 | 112,07 |
| Rdos. financieros netos | (24,62) | (36,38) | (38,11) | (42,71) | (28,07) | (57,64) | (35,05) | (67,23) | (44,62) | (56,60) | (46,64) |
| BENEFICIO ANTES DE IMPUESTOS | 446,28 | 394,72 | 354,88 | 333,47 | 251,26 | 186,67 | 137,14 | 83,73 | 96,76 | 97,09 | 65,43 |
| Impuesto de sociedades (*) | (93,72) | (82,89) | (74,53) | (75,24) | (49,49) | (40,09) | (38,67) | 3,78 | 15,69 | (9,29) | (17,27) |
| Actividades interrumpidas | 0,00 | 0,00 | 266,50 | (0,08) | (11,57) | (0,76) | (0,36) | (9,62) | (36,48) | (7,63) | (5,76) |
| BENEFICIO NETO | 352,56 | 311,83 | 546,86 | 258,16 | 190,20 | 145,82 | 98,11 | 77,89 | 75,97 | 80,18 | 42,40 |
| Mnoritarios | (56,90) | (51,73) | (47,02) | (42,75) | (27,85) | (16,75) | (17,06) | (17,76) | (14,94) | (19,60) | (1,00) |
| BENEFICIO ATRIBUIBLE Grupo | 295,66 | 260,11 | 499,84 | 215,41 | 162,35 | 129,06 | 81,05 | 60,12 | 61,03 | 60,58 | 41,40 |
| <i>EBITDA</i> | <i>625,76</i> | <i>577,21</i> | <i>530,18</i> | <i>530,42</i> | <i>407,47</i> | <i>365,47</i> | <i>290,86</i> | <i>237,72</i> | <i>224,06</i> | <i>238,63</i> | <i>193,30</i> |
| <i>EBIT</i> | <i>470,89</i> | <i>431,11</i> | <i>393,00</i> | <i>376,18</i> | <i>279,33</i> | <i>244,31</i> | <i>172,18</i> | <i>150,96</i> | <i>141,38</i> | <i>153,70</i> | <i>112,07</i> |
| <i>Cash-flow ejercicio</i> | <i>450,53</i> | <i>406,21</i> | <i>387,02</i> | <i>360,39</i> | <i>289,25</i> | <i>249,07</i> | <i>202,76</i> | <i>148,45</i> | <i>143,88</i> | <i>155,46</i> | <i>124,21</i> |

BALANCE DE SITUACIÓN - Grupo Consolidado

(Evolución 2010/2016; Proyección 2017/2018)

| EUR millones | 2019E | 2018E | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 | 2010 |
|---|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| INMOVILIZADO | 2.786,96 | 2.652,40 | 2.927,79 | 2.739,09 | 2.198,01 | 2.150,00 | 1.481,89 | 1.263,80 | 1.231,50 | 1.132,63 |
| ACTIVO CIRCULANTE | 1.410,41 | 1.495,05 | 1.552,07 | 1.337,65 | 1.072,14 | 1.041,25 | 866,68 | 951,18 | 972,72 | 639,89 |
| TOTAL ACTIVO | 4.197,37 | 4.147,44 | 4.479,86 | 4.076,74 | 3.270,15 | 3.191,24 | 2.348,56 | 2.214,98 | 2.204,21 | 1.772,52 |
| EUR millones | 2019E | 2018E | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | 2011E | 2010 |
| FONDOS PROPIOS | 1.565,75 | 665,91 | 814,46 | 761,98 | 577,09 | 561,82 | 420,95 | 346,48 | 381,94 | 319,11 |
| . Capital y prima emisión | 184,42 | 184,42 | 184,42 | 184,42 | 184,42 | 184,42 | 91,17 | 62,25 | 62,25 | 62,25 |
| . Reservas | 1.121,22 | (18,34) | 414,63 | 415,21 | 263,60 | 296,35 | 269,66 | 223,20 | 259,11 | 215,46 |
| . Beneficio sociedad dominante | 260,11 | 499,84 | 215,41 | 162,35 | 129,06 | 81,05 | 60,12 | 61,03 | 60,58 | 41,40 |
| SOCIOS EXTERNOS | 372,46 | 372,46 | 522,46 | 501,33 | 307,90 | 299,81 | 139,53 | 161,34 | 143,58 | 35,00 |
| INGRESOS A DISTRIBUIR EN VARIOS EJERCICIOS | 14,82 | 14,82 | 14,82 | 14,41 | 17,77 | 17,00 | 18,84 | 22,26 | 29,94 | 28,85 |
| ACREEDORES LARGO PLAZO | 1.350,97 | 1.343,17 | 1.314,83 | 1.354,83 | 1.092,50 | 1.219,97 | 874,93 | 843,31 | 739,31 | 514,46 |
| ACREEDORES CORTO PLAZO | 891,43 | 1.749,23 | 1.811,54 | 1.442,44 | 1.270,87 | 1.090,27 | 891,98 | 838,79 | 908,46 | 874,11 |
| PASIVOS MANTENIDOS PARA LA VENTA | 1,95 | 1,85 | 1,77 | 1,75 | 4,03 | 2,37 | 2,33 | 2,80 | 0,99 | 0,99 |
| TOTAL PASIVO | 4.197,37 | 4.147,44 | 4.479,86 | 4.076,74 | 3.270,15 | 3.191,24 | 2.348,56 | 2.214,98 | 2.204,21 | 1.772,52 |
| Número acciones al cierre del ejercicio (millones) (**) | 129,0 | 129,0 | 129,0 | 129,0 | 129,0 | 129,0 | 118,8 | 114,0 | 114,0 | 114,0 |

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

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

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

Fuente: Memorias anuales de la Compañía. Estimaciones propias.

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 2018 | 665,91 | 42% | 5,52% | -- | 5,52% | 2,30% |
| Deuda neta 2018 | 931,52 | 58% | 7,79% | 21,00% | 6,15% | 3,59% |
| Total | 1.597,43 | 100% | | | | 5,89% |

(*) 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.) | 250,60 | | |
| Valor residual | 8.351,29 | | |
| Total | 8.601,89 | 0,00 | (1.192,04) |
| Valoración por acción - EUR | | | 57,44 |

| | |
|---------------------------|-------|
| Tir bono 10 años: | 1,23% |
| g (crecimiento perpetuo): | 1,50% |
| Prima mercado: | 6,40% |
| Beta: | 0,67 |
| Prima de riesgo | 4,29% |
| PER Residual: | 22,8 |

CÁLCULO DEL CASH-FLOW DE EXPLOTACIÓN AJUSTADO A IMPUESTOS

(Evolución 2010/2016; Proyecciones 2017/2019)

| EUR millones | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | 2020E |
|---------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Beneficio explotación (EBIT) | 112,07 | 153,70 | 141,38 | 150,96 | 172,18 | 244,31 | 279,33 | 376,18 | 393,00 | 431,11 | 470,89 |
| Impuestos imputables al EBIT | (33,46) | (13,84) | 22,22 | 7,28 | (50,76) | (54,93) | (55,66) | (84,38) | (82,53) | (90,53) | (98,89) |
| EBIT ajustado (NOPLAT) | 78,61 | 139,86 | 163,59 | 158,24 | 121,43 | 189,37 | 223,66 | 291,80 | 310,47 | 340,57 | 372,01 |
| Amortización | 81,23 | 84,94 | 82,68 | 86,76 | 118,68 | 121,17 | 128,14 | 154,24 | 137,19 | 146,10 | 154,87 |
| Otros cargos | (6,46) | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Cash-flow explotación ajustado | 153,38 | 224,80 | 246,28 | 245,00 | 240,11 | 310,54 | 351,81 | 446,03 | 447,66 | 486,68 | 526,88 |



CIE Automotive (CIE), Junio 2018

