

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): 10,100%
 Antonio M^a Pradera: 10,000%
 Elidoza: 10,000%
 Mahindra: 7,435%
 Addvalia Capital: 5,000%

Precio acción (25/10/2019): EUR 22,56
Precio objetivo (12 meses): EUR 30,70
 Nº de Acciones (mill) (**): EUR 129,00
 Capitalización Bursátil (mill): EUR 2.910,24
 Máx/Mín 2019: EUR (25,88 / 19,67)
 Máx/Mín (12 meses): EUR (25,88 / 19,67)
 % Máx/Mín (12 meses): -13/15

Analista: Iñigo Isardo

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

Mesa de contratación

Enrique Zamácola / Enrique Ramos
 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: 7,3
 PER 19 E: 10,7
 PER 20 E: 9,5
 PER 21 E: 8,9

Principales Ratios

	EV/EBITDA	EBITDA	Bº Neto	Cash-flow	BPA	CF acción	Dividendo	Pay-out
		(*)	(*) (**)	(*)	(***)	(***)	acción	(%)
							(***)	
2010	5,5	193,30	41,40	124,21	0,36	1,09	0,00	0
2011	4,1	238,63	60,58	155,46	0,53	1,36	0,18	33
2012	4,4	224,06	61,03	143,88	0,54	1,26	0,17	32
2013	6,4	237,72	60,12	148,45	0,51	1,25	0,18	36
2014	7,4	290,86	81,05	202,76	0,63	1,57	0,20	32
2015	7,3	365,47	129,06	249,07	1,00	1,93	0,30	30
2016	7,9	407,47	162,35	289,25	1,26	2,24	0,38	30
2017	8,4	471,12	215,41	343,96	1,67	2,67	0,50	30
2018	7,4	529,02	396,75	557,85	3,08	4,32	0,92	30
2019E	7,2	619,03	271,96	434,29	2,11	3,37	0,63	30
2020E	6,4	695,54	306,31	489,54	2,37	3,79	0,71	30
2021E	6,1	724,57	326,28	513,42	2,53	3,98	0,76	30

(*) EUR millones

(**) En 2012, 2013 2014 y 2015 el beneficio neto incluye la aplicación de bases impositivas 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

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, el Grupo, la Compañía) opera como Tier 2 en el segmento de fabricación de componentes para la 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.
- En la Junta Extraordinaria de accionistas de abril de 2018 **CIE aprobó el reparto de un dividendo extraordinario en especie a los accionistas, por el que se repartieron las 84.764.610 acciones que el Grupo poseía de su división tecnológica cotizada Dominion (DOM)**, sociedad cabecera del segmento Soluciones y Servicios (*Smart Innovation*), y cuya entrega efectiva tuvo efecto el 3 de julio de 2018. De esta forma, CIE salió de un negocio considerado como no estratégico por la Compañía, proveniente de una fusión previa con INSSEC, accionista anterior de referencia del Grupo.
- **El Grupo basa su crecimiento al 50% entre orgánico**, incrementando su presencia en los mercados en los que opera, **e inorgánico, mediante la adquisición de compañías que operan en su sector**. Así, en los últimos meses, la Compañía ha adquirido la compañía india Aurangabad, las compañías mexicanas Maquinados de Precisión y Cortes de Precisión, la compañía norteamericana Inteva Roof Systems, que constituye la mayor adquisición de su historia y, más recientemente, la compañía italiana Somaschini, cuya transacción tiene un cierre estimado en el 1T2020.
- En un entorno de mercado complejo, con la ralentización del crecimiento del sector del automóvil, **CIE obtuvo unos buenos resultados en el primer semestre (1S2019), incrementado su cifra de negocios un 10% interanual, hasta los EUR 1.702,4 millones**, batiendo al mercado en todos los mercados en los que opera (Mercado: -6,7% producción; CIE: +9,1% ventas), mientras que la mejora interanual del EBITDA se elevó un 11%, hasta los EUR 308,0 millones, y la del beneficio neto atribuible un 14%, hasta un importe de EUR 150,1 millones.
- De esta manera, **CIE alcanzó con un año de anticipación (ya lo había logrado en sus resultados del 1T2019) sus objetivos anuales estratégicos para el periodo 2016-2020**, por lo que la Compañía anunció que comunicará a principios del 2020 su nuevo Plan Estratégico, que abarcará desde 2020 hasta 2025.
- Revisamos nuestras estimaciones para 2018 - 2021 para ajustarlas a la nueva realidad del Grupo, contemplando DOM como actividades interrumpidas en 2018 y retirándolo del perímetro a partir de este ejercicio 2019. Así, **prevemos que CIE incrementará sus ingresos entre 2018 - 2021 hasta situarlos en EUR 4.102,4 millones** (+10,6% tacc con respecto a 2018, contabilizando DOM como actividades interrumpidas), mientras que su EBITDA crecerá a un 11,1% tacc y su beneficio neto atribuible, eliminando la partida de DOM en 2018, a un 20,3% tacc.
- Asimismo, hemos valorado CIE de acuerdo a dos diferentes metodologías: i) descuento 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 de EUR 3.960,70 millones, equivalente a EUR 30,70 por acción**. Ello supone que, a precios actuales, la acción cotiza con un potencial de revalorización del 36,1%.
- Consideramos a CIE como una de las compañías industriales cotizadas más atractivas de la Bolsa española, a pesar de que en los últimos 12 meses su cotización se ha mantenido prácticamente plana (+2,5% vs +7,3% 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. Además, el potencial de revalorización del 36,1% que le otorga nuestra valoración por fundamentales dota aún de recorrido al alza a la acción de CIE, por lo que revisamos al alza nuestra recomendación desde MANTENER a **COMPRAR**.

RECOMENDACIÓN: COMPRAR
RIESGO: MEDIO

CIE HA LOGRADO MANTENER UN CRECIMIENTO SIGNIFICATIVO DE RESULTADOS EN EL 1S2019, BATIENDO AL MERCADO EN TODOS LOS MERCADOS EN LOS QUE OPERA

En un entorno complejo, en el que la ralentización del sector del Automóvil, en general, y del subsector de Automoción, en particular, se está haciendo patente en los últimos trimestres, CIE ha mantenido en sus resultados correspondientes al primer semestre del ejercicio (1S2019) una tendencia de crecimiento significativo:

Cuadro n. 1

RESULTADOS CIE AUTOMOTIVE 1S2019 vs 1S2018

EUR millones	1S2019	19/18 (%)
Ventas	1.702,4	10%
EBITDA	308,0	11%
EBIT	226,6	7%
Resultado del ejercicio	168,7	11%
Resultado neto	150,1	14%

Fuente: Estados financieros de la compañía.

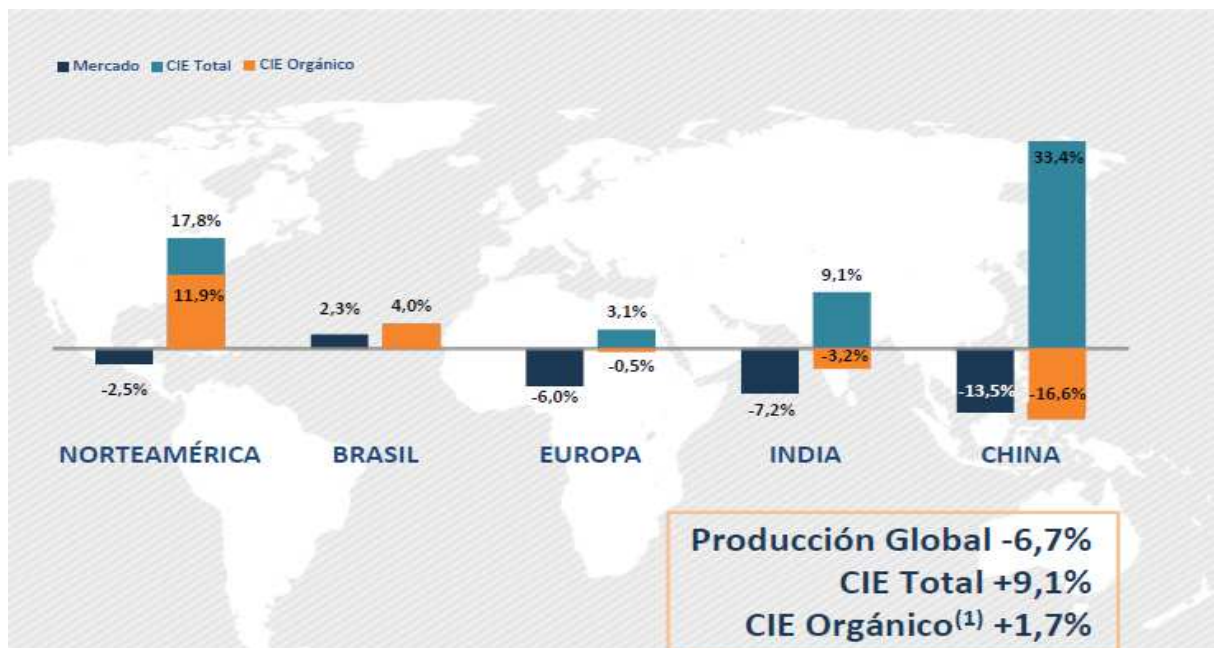
- CIE incrementó su **cifra de negocio** un 10% interanual en el 1S2019, hasta los EUR 1.702,4 millones, y que compara muy positivamente con la caída del sector del 6,7% en el mismo periodo. Hay que destacar que, una vez más, CIE ha batido al mercado en todos los mercados en los que opera. Así, en Europa CIE incrementó su facturación un 3,1% vs -6,0% mercado; en Norteamérica, CIE creció un 17,8% vs -2,5% mercado; en China, CIE creció un 33,4% vs -13,5% mercado; en India, CIE aumentó un 9,1% sus ventas vs -7,2% mercado; y en Brasil, CIE aumentó un 4,0% vs 2,3% mercado.
- Desglosando la cifra de negocio por geografía, Europa Occidental contribuyó con el 27,5%; Norteamérica aportó el 25,8%; Asia, el 19,1%; Mahindra Europa, el 17,8%; y Brasil, el 9,8% restante.
- Asimismo, la mejora de la facturación también ha sido acompañada por un incremento del **cash flow de explotación (EBITDA)**, que aumentó un 11% interanual, hasta los EUR 308,0 millones. En relación a la cifra de negocio, el EBITDA alcanzó el 18,1%, a pesar de que en el 2T2019 sus márgenes se han visto afectados por la integración de las compañías adquiridas, como Inteva y Aurangabad (AEL), cuyos márgenes aún están alejados de los normalizados de CIE.
- Desglosando el EBITDA por geografía, Europa Occidental aportó el 28,2%; Norteamérica, el 32,3%; Asia, el 16,2%; Mahindra Europa, el 13,4%; y Brasil el 9,9% restante.
- Estableciendo la comparativa interanual de margen EBITDA por mercado: Europa obtuvo un 18,6% en el 1S2019 vs 18,4% en 1S2018; Norteamérica un 22,6% vs 23,2% en 1S2018; Mahindra CIE Europa, un 13,6% vs 13,6% en 1S2018; Asia, un 15,4% vs 15,9% en 1S2018; Brasil, un 18,3% vs 15,9% en 1S2018.
- El **beneficio neto de explotación (EBIT)**, por su lado, aumentó un 7% interanual, hasta los EUR 226,6 millones. En términos sobre ventas, el EBIT se situó en el 13,3%, algo inferior al 13,6% del 1S2018, lastrado por el mismo motivo que el margen EBITDA.

CIE Automotive (CIE), Octubre 2019

- Estableciendo la comparativa interanual de margen EBIT por mercado: Europa obtuvo un 12,7% en el 1S2019 vs 13,1% en 1S2018; Norteamérica un 17,8% vs 18,7% en 1S2018; Mahindra CIE Europa, un 9,5% vs 9,9% en 1S2018; Asia, un 11,1% vs 12,4% en 1S2019; Brasil, un 14,3% vs 12,8% en 1S2018.
- Finalmente, CIE obtuvo un **beneficio neto atribuible** de EUR 150,1 millones, lo que supone una mejora del 14% con respecto a la registrada 12 meses antes.
- En términos de **balance**, el retorno sobre activos (RONA) de CIE se diluyó algo en el semestre (19% vs 22% en 1S2018) debido a las adquisiciones realizadas, por un total de EUR 782,6 millones (EUR 670 millones por Inteva y EUR 110 millones por AEL), aunque en términos orgánicos el RONA se mantiene en el 23% al cierre de junio, en línea con el objetivo del Plan Estratégico. Indicar que la conversión del EBITDA en caja operativa es superior al 55% y que el aumento de la ratio de endeudamiento (deuda financiera neta/EBITDA) se situó al cierre de junio en 2,39x (veces).
- De esta forma, CIE ha alcanzado los objetivos de su Plan Estratégico 2016-2020 previstos para 2020 con un año de antelación (ya los había alcanzado en el 1T2019) y por ello anunció que a principios del próximo ejercicio emitirá un nuevo Plan Estratégico hasta el 2025.

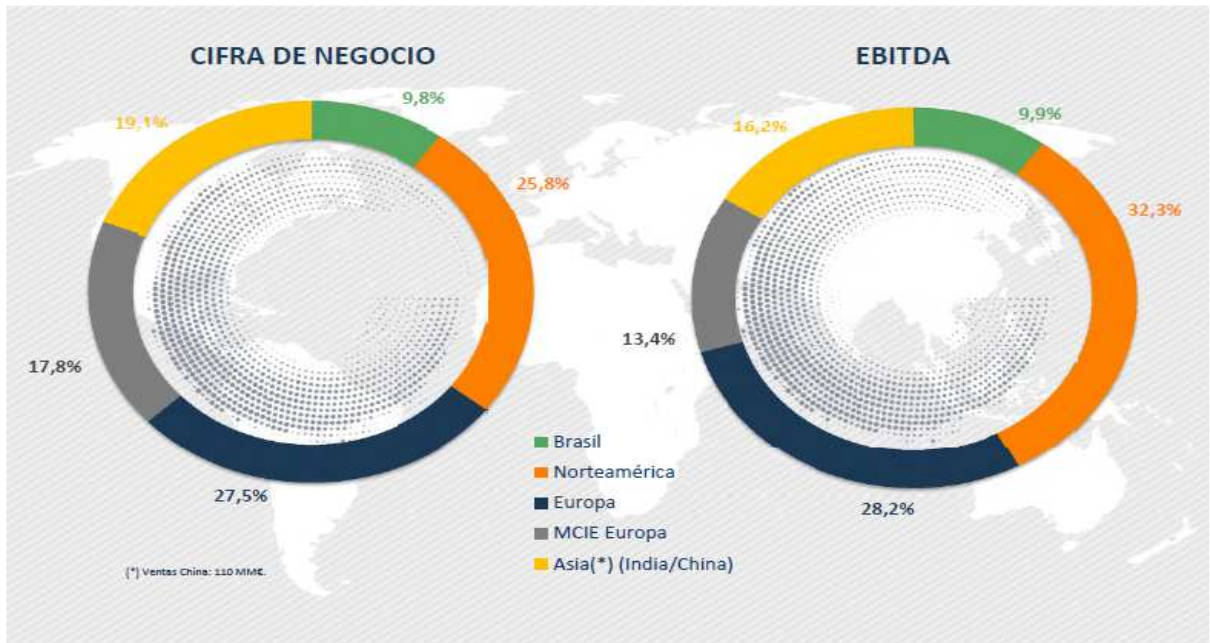
Gráfico n. 1

CRECIMIENTO CIE AUTOMOTIVE 1S2019 vs PRODUCCIÓN GLOBAL POR MERCADOS

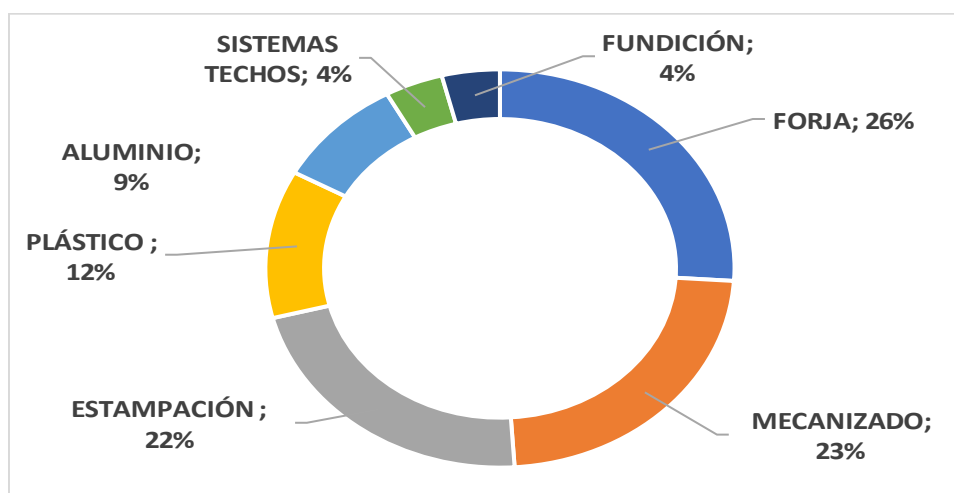


Fuente: Producción de vehículos IHS junio 1S2019 (% de crecimiento en unidades).

(1) Crecimiento en facturación, incluyendo greenfields, a igualdad tipo de cambio.

DESGLOSE GEOGRÁFICO VENTAS Y EBITDA CIE AUTOMOTIVE (junio 2019)


Fuente: CIE Automotive. Informe semestral (1S2019).

DESGLOSE INGRESOS CIE AUTOMOTIVE 2018 POR TECNOLOGÍA


Fuente: CIE Automotive. Elaboración propia.

EL GRUPO MANTIENE UNA ESTRUCTURA DE CRECIMIENTO A PARTES IGUALES DE FORMA ORGÁNICA E INORGÁNICA, ESTA ÚLTIMA MEDIANTE ADQUISICIONES Y ALIANZAS DE COMPAÑÍAS QUE OPERAN EN SU SECTOR

El Grupo ha mantenido su estrategia de crecimiento de su negocio al 50% entre crecimiento orgánico, desarrollando su principal área de negocio de Automoción en todos los mercados en los que opera, y crecimiento inorgánico, mediante la adquisición de distintas compañías que operan en su sector. Así destacamos las siguientes:

- **Aurangabad Electricals (AEL):** en marzo de 2019, la filial del Grupo Mahindra CIE adquirió la totalidad del capital de la compañía india Aurangabad Electricals, Inc. por un importe de 8.756 millones de rupias (aproximadamente EUR 110 millones), que incluye un pago contingente diferido de 622 millones de rupias (unos EUR 8 millones). AEL es un grupo familiar, con vocación industrial y que cuenta con 5 plantas productivas. AEL se encuentra presente en la fabricación de componentes y subconjuntos para el sector de automoción, en las tecnologías de inyección de aluminio de alta presión e inyección por gravedad. Su facturación asciende a 8.500 millones de rupias (aproximadamente EUR 108 millones), con un margen EBITDA sobre ventas cercano al 12%.
- **Inteva Roof Systems:** en mayo de 2019, CIE comunicó el cierre de la compra del negocio de diseño y producción de techos para automóviles propiedad del grupo norteamericano Inteva Products por un importe de \$ 755 millones (unos EUR 670 millones). Inteva Roof Systems cuenta con 4.400 empleados, 12 plantas productivas y 6 centros de I+D en 7 países (EEUU, México, Alemania, Eslovaquia, Rumania, China e India) y se encuentra entre los tres principales fabricantes de este segmento de productos a nivel mundial. Su facturación en 2018 ascendió a casi \$ 1.000 millones (unos EUR 850 millones), e incluyen el 50% de la facturación de \$ 350 millones (unos EUR 300 millones) de la JV china SAMAP, que CIE ha de consolidar por puesta en equivalencia. El margen EBIT proforma del negocio adquirido es del 8% de las ventas en 2018. Esta adquisición constituye la de mayor importe de CIE en su historia.
- **Maquinados de Precisión y Cortes de Precisión:** en septiembre de 2019 se produjo el cierre de la adquisición por parte de CIE de las compañías mexicanas Maquinados de Precisión S. de R.L. de C.V. y Cortes de Precisión S. de R.L. de C.V. Esta adquisición tiene como objetivo aprovechar el conjunto de activos productivos de las compañías adquiridas para que complementen la producción de mecanizado de CIE México y permitan la expansión física de esta filial en el futuro. Las instalaciones adquiridas están en Celaya (Guanajuato, México). El valor de las sociedades adquiridas asciende a \$ 65,5 millones (unos EUR 58 millones), que CIE abonó en metálico. CIE espera que el cash flow de explotación (EBITDA) de 2019 alcance los \$ 18 millones (unos EUR 16 millones).
- **Somaschini:** también en septiembre de 2019 CIE anunció la adquisición del 100% del capital de Somaschini S.p.A. El valor de la transacción asciende a EUR 79,6 millones, equivalente a menos de 5x (veces) el EBITDA de este año en curso. No obstante, el cierre de la operación está previsto que culmine en el 1T2020.

ESTIMAMOS QUE CIE AUTOMOTIVE SEGUIRÁ AUMENTANDO SUS RESULTADOS EN LOS PRÓXIMOS EJERCICIOS, IMPULSADO POR LA INTEGRACIÓN DE LAS NUEVAS ADQUISICIONES Y EL CRECIMIENTO ORGÁNICO DE LOS MERCADOS EN LOS QUE ESTÁ PRESENTE

Pasamos a continuación a desglosar nuestras estimaciones para el ejercicio 2019 y los siguientes ejercicios, aunque somos conscientes de que la propia CIE emitirá sus propias previsiones para estos últimos en los próximos meses, por lo que aún no se han hecho públicas sus propias estimaciones.

Antes de comenzar, tenemos que tener en cuenta una serie de hipótesis:

- El ejercicio 2018 incluye dentro de las actividades interrumpidas la división tecnológica Dominion (DOM) cuya propiedad ostentaba CIE con anterioridad, y cuyas acciones fueron distribuidas a los accionistas del Grupo como remuneración en especie. Esta inclusión distorsiona la comparativa del beneficio neto atribuible. Por ello, tenemos que señalar que si excluimos la partida de Dominion (DOM) de la cuenta de resultados de 2018, el crecimiento tacc del beneficio neto atribuible de CIE para el periodo 2018-2021 sería superior al 20%.
- Hemos incluido las adquisiciones que ha realizado la Compañía periodificadas en base al cierre de sus operaciones. De esta forma, en 2019 se incluyen 8 meses de las ventas y EBITDA de la compañía india Aurangabad, así como 4 meses de las mismas magnitudes de las compañías mexicanas Maquinados de Precisión y Cortes de Precisión y 7 meses de facturación y EBITDA de la compañía de techos Inteva Roof Systems. La adquisición de Somaschini se espera que se cierre en el 1T2020, por lo que hemos incluido 9 meses de las ventas esperadas y del EBITDA de la misma en el ejercicio 2020. Posteriormente, en 2020 y 2021 se incluyen los meses restantes de todas las adquisiciones, según corresponde.
- Además, estimamos un crecimiento orgánico de las ventas del 2% anual, en línea con el mantenido durante estos últimos trimestres, y unas partidas de amortizaciones y de inversiones productivas (capex) cercanas a 5% de la facturación.
- Dentro del resultado de sociedades participadas de 2019 se incluye el resultado positivo de EUR 3 millones procedente de la *joint-venture* que tiene Inteva en China al 50%, denominada SAMAP, sobre una facturación de unos EUR 300 millones, es decir, un 2% sobre los EUR 150 millones que suponen el 50% que le corresponde al Grupo.

Asimismo, reiteramos que el sector del Automóvil sigue condicionado por una serie de factores: i) conflicto comercial entre EEUU y China, ii) petróleo, iii) irrupción del vehículo eléctrico.

En relación a los conflictos comerciales que está abriendo EEUU tanto con China, como con la Unión Europea (UE), indicar que consideramos que en el primero, a pesar de que el impacto de exportaciones-importaciones entre ambos países es muy limitado en términos de automóviles, se contempla al sector como uno de los más afectados. Adicionalmente, se castiga a todas las compañías del sector de forma indiscriminada, sin atender a los fundamentales de las mismas, ni a la exposición que tienen al mismo. Creemos que la cotización de CIE ha sido castigada en exceso por este factor, ya que cualquier noticia negativa que afecte al sector, principalmente revisiones a la baja de los resultados de OEMs, como Volkswagen, Daimler y Renault, impactó de forma muy negativa sobre todo el sector de Automoción.

Aunque en términos de volúmenes podría ser más relevante para el sector del automóvil el conflicto comercial entre EEUU y la UE, creemos que el Gobierno Trump está impulsando más el incremento de tarifas sobre otro tipo de productos importados europeos, como los agrícolas, como herramienta de negociación.

En lo que respecta al factor del petróleo, señalar que en la actualidad la cotización del barril Brent está ligeramente por encima de los \$ 61, casi \$ 7 menos que hace un mes y medio, debido a los conflictos geopolíticos en Oriente Medio, lo que podría incentivar la compra de vehículos. No obstante, consideramos que la batalla que han librado los gobiernos occidentales contra los vehículos diésel, argumentando que contaminan más –algo que no es cierto, ya que está demostrado que los actuales contaminan menos que los vehículos de gasolina- tiene desconcertados a los compradores de vehículos, ya que la incertidumbre sobre la regulación de los distintos tipos de vehículo creemos que ha conllevado un aplazamiento en las decisiones de compra por parte de los clientes finales.

Finalmente, está el factor de la irrupción del vehículo eléctrico. Creemos que, a pesar de una apuesta inicial muy fuerte por este tipo de vehículo, no se han desarrollado las infraestructuras adecuadas para su implementación, lo que, unido al desarrollo de otras tecnologías como el uso del hidrógeno como combustible, ha derivado en una ralentización de su desarrollo. Indicar que la adquisición de Inteva por parte de CIE también tiene como una de sus ventajas el que los sistemas de techos son iguales tanto en vehículos gasolina, como diésel y eléctricos, por lo que creemos que esta compra puede suponer una importante palanca de crecimiento de los resultados futuros del Grupo.

Pasamos ahora a desglosar nuestras previsiones de resultados de CIE para el periodo 2018-2021. Esperamos que CIE alcance una facturación de EUR 3.558,5 millones en el 2019, lo que supone una mejora del 17,5% con respecto al importe alcanzado en 2018. Posteriormente, en 2020 el incremento será del 12,9%, hasta situar su cifra de ingresos en EUR 4.016,6 millones, finalizando 2021 con unas ventas de EUR 4.102,4 millones, un crecimiento del 2,1% interanual. Así, el crecimiento tacc estimado de las ventas para el periodo 2018-2021 es del 10,6%.

Antes de continuar, analizamos la producción y evolución reciente del 1S2019 de los distintos mercados en los que opera CIE y la previsión de los mismos para el cierre de este ejercicio y siguientes:

- **India:** En este mercado se ha dado la “tormenta perfecta” debido a tres factores: i) problemas financieros de las dos entidades principales financieras que financiaron la compra de vehículos en el país en 2018, en un mercado que suele financiar dicha compra, ii) la celebración en el país de elecciones generales en el periodo abril-mayo, cuyo resultado final creemos es favorable a CIE, pero que supuso un freno sustancial del consumo, y iii) la normativa de emisiones, con la regulación Bharat Stage number 6 (equivalente a la normativa europea 6) según la cual los productores tenían hasta abril de 2020 para implementarla. Esta normativa provocó que los fabricantes hicieran un mayor desestocaje de producto, para evitar vender vehículos que incumplen la normativa, lo que afectó a los precios, a la producción y a la facturación.

El ejercicio 2019 ha sido por tanto muy malo para India, y se espera una caída de las ventas del 14%, por lo que si hasta el 1S2019 llevan un -7%, en el 2S2019 se espera que empeore hasta un -20%. Para 2020 la situación mejorará, y la producción crecerá un 1%. Este mercado tiene, además, el impacto del tipo de cambio. Por último, indicar que el Gobierno indio está adoptando medidas para incentivar el consumo en el país.

- **China:** En este mercado también hay una serie de factores que influyen: i) la nueva normativa de emisiones, con China migrando desde China 5 a China 6, una migración más suave, e igual que en Europa. Aunque tenían un plazo hasta julio de 2020, 14 provincias chinas (que comprenden el 60% de la producción de vehículos del país) adelantaron la implementación de

la normativa a julio de 2019, por lo que también se han visto afectados los OEMs por el factor del desestocaje. Por ello, la producción del país se vio reducida en un 14% en el 1S2019, ii) en el 2S2019 las previsiones son mejores debido a que ese adelanto conlleva una mejor comparativa que la que se ha visto en el 1S2019 y, además iii) está el factor del conflicto comercial, aunque el impacto de éste es muy difícil de medir.

De hecho, el flujo de vehículos anual entre EEUU y China no es más de 400.000, de un total de una producción conjunta de 36 millones (25 millones China + 11 millones EEUU). Además, los vehículos que se exportan entre ambos países suelen ser de gama alta. En cuanto a la producción, se espera que China la reduzca un -9% en 2019 y en 2020 tenga un ligero crecimiento inferior al 1%. En los años posteriores, el crecimiento será mayor, entre un 4 - 5%. Hay que señalar que China supone sólo el 5% de las ventas de CIE, tratándose de piezas de mayor calidad y dirigidas a determinados nichos de mercado.

- **Europa Occidental:** Dentro de los factores que afectan a este mercado está i) el *brexit* o salida del Reino Unido de la UE. No obstante, tampoco nadie es capaz de saber con exactitud el impacto de este factor, ii) la normativa de emisiones, que entró en vigor en septiembre de 2018 conllevó que la producción de vehículos se acelerara con anterioridad, lo que conlleva que la comparativa de este 1S2019 haya sido también bastante negativa.

En el 1S2019 se ha registrado una caída de la producción del -6% y esperamos una caída del 3,5% para todo el ejercicio 2019, lo que implicaría un 2S2019 casi plano. Para 2020 esperamos un mercado también casi plano (-0,1%). En los años siguientes se espera un mercado muy maduro. Cuando se lleve a cabo la transición de las emisiones, se normalizarán más los mercados.

- **Mahindra CIE Europa (o Europa del Este):** Tenemos que volver a señalar que la idiosincrasia de este mercado es diferente, con un componente más de camión que de vehículos de pasajeros. Así, la diferencia principal es que el ciclo en los camiones es más corto, y en este caso toca caída del ciclo. La evolución ha sido bastante buena en los dos últimos años, y por eso CIE ha batido al mercado en esos ejercicios. En cuanto a las previsiones de producción para los ejercicios 2019 y 2020 es la misma, una contracción del 1%. No obstante, para 2021, esperamos que se incremente un 2 - 4% la producción. En cuanto a las emisiones de los camiones, de momento no hay previstas restricciones por emisiones. Señalar que este segmento no está sometido a electrificación.
- **NAFTA:** En este mercado se dan realidades muy distintas entre los distintos países (Canadá, EEUU y México). El mercado en términos globales espera una caída de producción del 4% en 2019, principalmente por la caída del mercado canadiense, y una mejora del 1,6% en 2020.

Canadá: CIE no está presente en Canadá, un mercado que se espera tenga una caída de producción del 4% en 2019 y del 16% en 2020. Para los años siguientes Canadá seguirá cayendo por la pérdida de competitividad con respecto a México.

México: Es uno de los mercados de gran éxito de CIE junto a EEUU, y el mercado registró así una mejora del 1% en el 1S2019, y esperamos una caída del 2,5% para todo el ejercicio 2019.

EEUU: Se espera una caída del 4,5% en 2019 y un crecimiento por encima del 5% en 2020 en términos de producción, en un país con pleno empleo. En los años siguientes se recuperará, y aun siendo un mercado maduro crecerá un 1 - 1,5%.

- **Brasil:** ha tenido un comportamiento mejor del esperado, recuperándose de la crisis de pasados ejercicios (2013-2016). El nuevo Gobierno parece que dará una mayor estabilidad. La

CIE Automotive (CIE), Octubre 2019

producción en 2018 creció un 5%, y en 2019 esperamos que crezca un 2,5% y en los ejercicios 2020 y siguientes entre un 3 – 7,0%, con recuperación de volúmenes, que es el factor que está impulsado al mercado. Indicar que el mercado global exporta a Argentina, mientras que CIE no lo hace y debido al mercado deprimido argentino CIE seguirá mejorando al mercado. Este es otro de los mercados en los que el tipo de cambio impacta de forma significativa.

Volviendo a la cuenta de resultados, estimamos que el margen bruto se sitúe cercano al 58% de la cifra de negocios del Grupo, por lo que crecerá un 12,9% tacc en el periodo de estudio, finalizando 2021 con un importe de EUR 1.743,52 millones. Asimismo, creemos que la incorporación de las nuevas compañías elevará tanto los gastos de personal (+11,8% tacc) como la partida de otros gastos (+11,2% tacc), por lo que el cash flow de explotación (EBITDA) crecerá, un 17,2% interanual en 2019 hasta los EUR 619,0 millones, para posteriormente limitar su crecimiento en los ejercicios siguientes (+12,4% interanual y +4,2% interanual, respectivamente).

Cuadro n. 2
ESTIMACIONES RESULTADOS CIE AUTOMOTIVE 2018-2021E

EUR millones	2018	2019E	2020E	2021E	Tacc (21/18)(%)
Ingresos Automoción	3.029,50	3.558,50	4.016,62	4.102,40	10,6%
Ingresos Dominión	0,00	0,00	0,00	0,00	-
Ingresos Totales	3.029,50	3.558,50	4.016,62	4.102,40	10,6%
Variación de Existencias	17,46	0,00	0,00	0,00	-
Coste de ventas	-1.836,66	-2.081,72	-2.329,64	-2.358,88	8,7%
Margen Bruto	1.210,30	1.476,78	1.686,98	1.743,52	12,9%
<i>Margen Bruto / Ingresos Totales</i>	40,0%	41,5%	42,0%	42,5%	-
Gastos de Personal	-557,84	-676,12	-763,16	-779,46	11,8%
Otros Gastos de Explotación	-283,06	-338,06	-381,58	-389,73	11,2%
Otros Ingresos de Explotación	159,62	156,43	153,30	150,23	-2,0%
EBITDA	529,02	619,03	695,54	724,57	11,1%
<i>Margen EBITDA / Ingresos Totales</i>	17,5%	17,4%	17,3%	17,7%	-
Amortizaciones	-163,74	-162,33	-183,23	-187,14	4,6%
EBIT	365,29	456,71	512,32	537,43	13,7%
<i>Margen EBIT / Ingresos Totales</i>	12,1%	12,8%	12,8%	13,1%	-
Resultado Financiero y Extraordinario	-46,81	-49,55	-59,48	-57,56	-
Beneficio antes de Impuestos (BAI)	318,47	407,15	452,84	479,88	14,6%
Impuesto de Sociedades	-90,14	-93,65	-104,15	-110,37	7,0%
Actividades interrumpidas	209,15	0,00	0,00	0,00	-
Beneficio neto	437,49	313,51	348,69	369,50	-5,5%
Minoritarios	-40,73	-41,55	-42,38	-43,22	2,0%
Beneficio neto Atribuible	396,75	271,96	306,31	326,28	-6,3%

Fuente: Estimaciones propias.

En términos sobre ventas, señalar que la integración de las compañías adquiridas, en su mayoría de menor margen que la media de CIE, conllevará un ligero empeoramiento de márgenes, hasta que el Grupo no culmine su proceso habitual de optimización de los recursos de las mismas. Por ello, estimamos una ligera caída del margen EBITDA sobre ventas desde el 17,5% del ejercicio 2018 al 17,4% en 2019 y al 17,3% en 2020, aunque prevemos que el mismo mejorará en 2021, hasta el 17,7%.

Adicionalmente, las adquisiciones de las compañías han supuesto un ligero repunte del nivel de endeudamiento bruto del Grupo, lo que se ha dejado notar en el incremento de la pérdida financiera, que ha sido mínimamente compensada por el resultado extraordinario derivado de la contabilización por puesta en equivalencia del resultado de la *joint-venture* de SAMAP, derivada de la adquisición de Inteva Roof Systems. Así, estimamos una

CIE Automotive (CIE), Octubre 2019

pérdida financiera de EUR 49,6 millones en 2019, y de EUR 59,5 millones en 2020, que se reducirá en 2021, hasta los EUR 57,6 millones.

El beneficio antes de impuestos (BAI) alcanzará los EUR 407,2 millones en 2019, con una mejora del 27,8% interanual, mientras que en los ejercicios posteriores seguirá creciendo hasta cerrar 2021 por encima de los EUR 470 millones. Hemos estimado una tasa impositiva del 23%, similar a la de ejercicios anteriores. Tenemos que recordar que en 2018 se incluye la actividad interrumpida de Dominion (DOM), mientras que en ejercicios posteriores no aparece la misma. Eliminando dicha partida, el beneficio neto atribuible crecerá a un 20,3% tacc en el periodo de estudio.

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 53,1% de 2018 hasta el 30,3% de 2019, principalmente por la caída de resultado de la desinversión de DOM, para finalizar 2021 en el 21,2%. Mientras, el ROCE se situará entre el 12,8 – 14,4% en el periodo 2018-2021. 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 2018-2021, 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 5,04%.

HEMOS VALORADO CIE AUTOMOTIVE POR DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA Y POR MÚLTIPLOS RELATIVOS, ALCANZANDO UNA VALORACIÓN MEDIA DE EUR 30,7 POR ACCIÓN. A PRECIOS ACTUALES, COTIZA CON UN POTENCIAL DE REVALORIZACIÓN DEL 36,1%

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 en 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 5,04%. Así, una vez llevada a cabo la desinversión de DOM, hemos alcanzado una valoración para CIE de EUR 5.352,21 millones, equivalente a un precio de EUR 41,49 por acción. Esta valoración supone que la acción de CIE cotiza con un potencial de revalorización del 83,9%. Consideramos que no corresponde aplicarle descuento por iliquidez del valor, dada la pertenencia de CIE al índice selectivo Ibex-35 desde mediados de 2018.

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 2020 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

CIE Automotive (CIE), Octubre 2019

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 estimados correspondientes al ejercicio 2020, dada la cercanía al comienzo de dicho ejercicio. 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. 3 la valoración de CIE realizada a través de este método.

Cuadro n. 3
VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS RELATIVOS CIE AUTOMOTIVE (25-10-2019)

Compañías comparables	País	Precio (25/10/2019)	Capitalización Compañía (EUR millones)	P/E 2020	Ev/EBITDA 2020	Price/Cash Flow 2020
Autoneum Holding AG	Suiza	103,46	483	14,3 x	5,6 x	2,9 x
BorgWarner Inc.	EEUU	35,81	7.396	9,9 x	5,4 x	7,1 x
Plastic Omnium SA	Francia	25,15	3.736	10,5 x	4,3 x	4,8 x
Georg Fischer AG	Suiza	854,03	3.502	16,1 x	8,8 x	9,1 x
Haldex AB	Suecia	4,77	211	12,5 x	6,2 x	5,2 x
Iochpe Maxion S.A.	Brasil	3,98	611	7,8 x	4,1 x	
Kendrion N.V.	Holanda	19,04	258	13,3 x	6,3 x	7,6 x
Kongsberg Automotive Hold	Noruega	0,48	213	4,0 x	4,4 x	
Landi Renzo S.p.a.	Italia	0,95	107	10,1 x	5,2 x	5,1 x
LEONI AG	Alemania	11,77	384	12,0 x	5,8 x	2,6 x
LISI SA	Francia	30,65	1.659	14,9 x	7,0 x	7,5 x
POLYTEC HOLDING AG	Austria	8,20	183	6,8 x	4,2 x	2,6 x
Rieter Holding AG	Suiza	123,25	576	18,0 x	5,2 x	10,1 x
SAF-HOLLAND S.A.	Alemania	6,60	300	6,7 x	5,0 x	4,0 x
SHW AG	Alemania	18,85	121	9,0 x	3,6 x	
Sogefi SPA	Italia	1,36	163	6,8 x	2,6 x	1,1 x
Mediana				10,3 x	5,2 x	5,1 x
Valoración (EUR)				24,5 x	16,1 x	19,2 x
Valoración Total (EUR)				19,92		
Valoración CIE ajustado (EUR millones)				2.569,19		

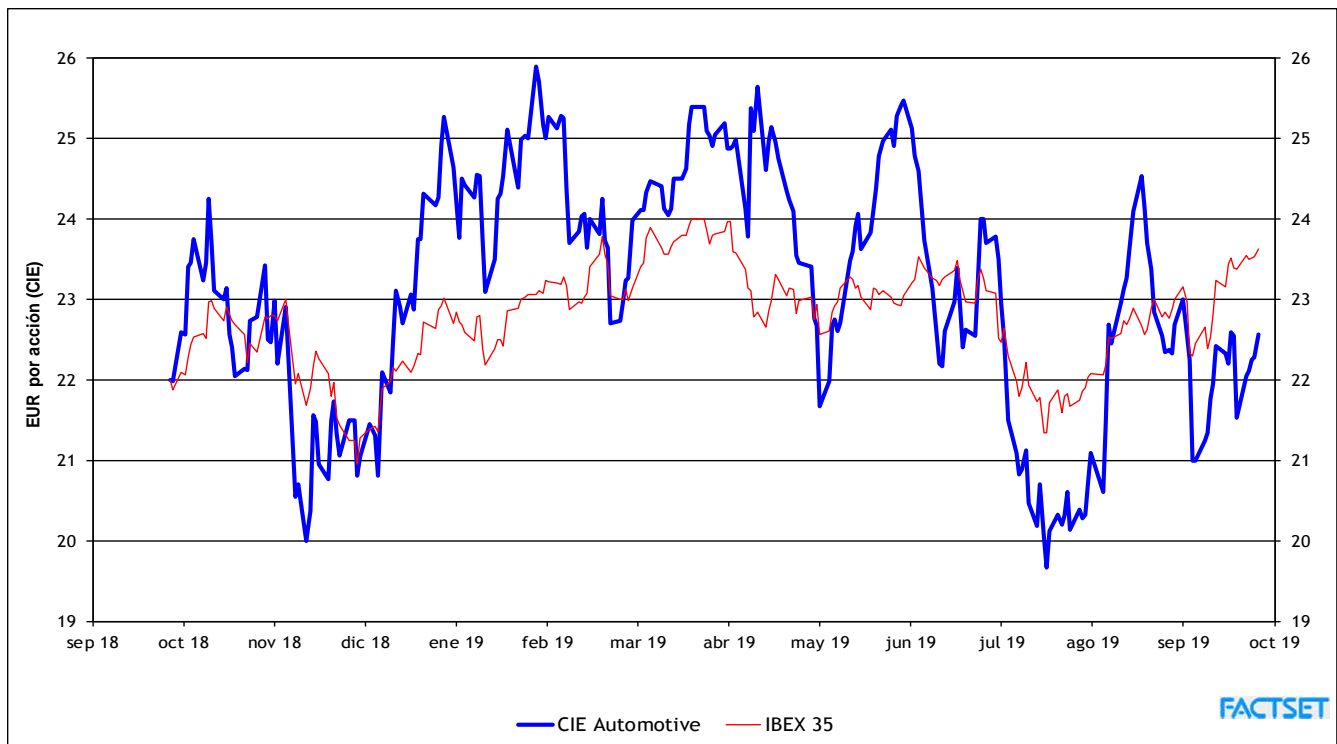
Fuente: FactSet. Elaboración propia.

De acuerdo a este método, hemos alcanzado una valoración de CIE de EUR 2.569,19 millones que, en términos por acción, equivale a EUR 19,92. Así, esta valoración supondría que, a precios actuales, la acción de CIE cotizaría con una prima del 11,7%, prima que consideramos adecuada por las mejores expectativas de crecimiento que presenta la Compañía.

La combinación de ambos métodos arroja una valoración media de EUR 3.960,70 millones, que equivale a un precio objetivo de EUR 30,7 por acción. A precios actuales, la acción cotiza con un potencial de revalorización del 36,1%.

Evolución bursátil

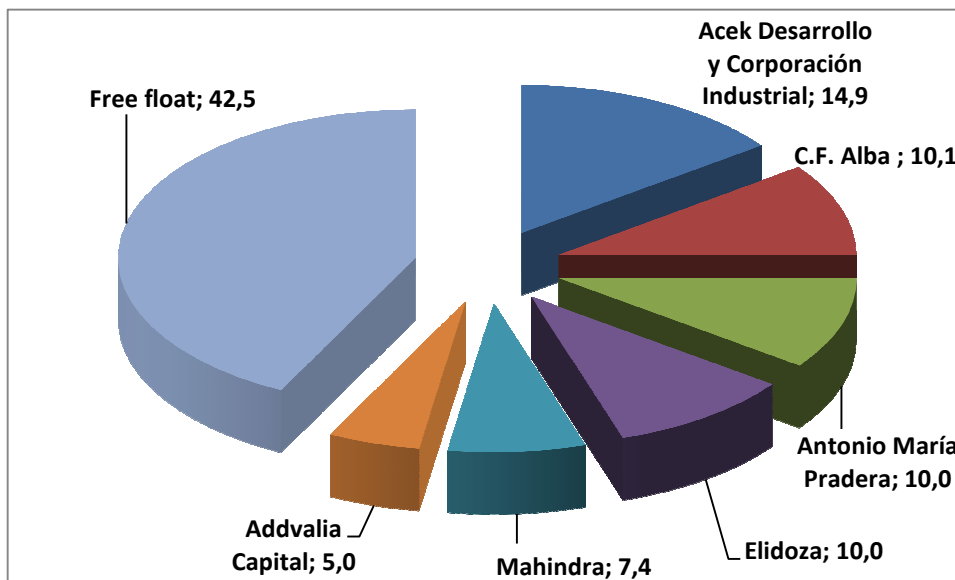
El Gráfico n. 4 muestra la evolución bursátil que ha tenido CIE en los últimos 12 meses, en los que, a pesar de la volatilidad que muestra el gráfico se ha mantenido estable en términos absolutos (+2,5%), aunque compara de forma negativa respecto a la subida registrada por el índice selectivo Ibex-35, del 7,3%.

Gráfico n. 4
EVOLUCIÓN BURSÁTIL CIE AUTOMOTIVE vs IBEX-35 (12 meses)


Fuente: FactSet.

Como hemos señalado con anterioridad, el sector del automóvil es uno de los que se ven más afectados por las noticias relativas al conflicto comercial entre EEUU y China, lo que justificaría la volatilidad de la cotización de CIE. Además, este sector es muy sensible también a cualquier noticia que tenga una especial incidencia sobre el mismo, por lo que las revisiones a la baja de estimaciones de resultados (*profit warning*) que han realizado en los últimos meses fabricantes como Daimler, Volkswagen, o más recientemente, Renault, han impactado muy negativamente en la cotización de la Compañía, a pesar de que ningún cliente de CIE excede del 7% de su facturación.

El volumen de contratación diario de CIE es de 250.704 títulos, equivalente a EUR 5,80 millones, casi un 45% más que el volumen que tenía la Compañía antes de entrar en el índice selectivo Ibex-35 a mediados del ejercicio 2018.

ACCIONARIADO CIE AUTOMOTIVE (25-10-2019)


Fuente: CIE Automotive.

EL CRECIMIENTO ORGÁNICO E INORGÁNICO ESTIMADO LE DAN A CIE AUTOMOTIVE, SEGÚN NUESTRAS ESTIMACIONES, UNA ELEVADA VISIBILIDAD DE RESULTADOS FUTUROS. ADEMÁS, NUESTRA VALORACIÓN LE DA UN ATRACTIVO POTENCIAL DE REVALORIZACIÓN AL VALOR. REVISAMOS AL ALZA NUESTRA RECOMENDACIÓN HASTA COMPRAR

CIE es un grupo industrial especializado en el proceso, diseño, fabricación y suministro de componentes y subconjuntos para el sector de automoción. El Grupo opera como un Tier 2 en el segmento de fabricación de componentes para el segmento de Automoción, con un modelo de negocio diversificado, tanto desde el punto de vista geográfico, como de tecnología, al ser capaz de fabricar en todas las disponibles (forja, aluminio, estampación, plásticos, fundición y mecanizado), lo que actúa de barrera de entrada en el sector. La tecnología es la principal barrera de entrada a este negocio por lo que CIE invierte aproximadamente el 2% de su facturación anual en I+D+i.

Además, el mercado de Tier 2 está muy fragmentado, con muchos de los competidores de pequeño tamaño y gran parte de ellos sin cotizar. Ello le permite a CIE, al tener un mayor tamaño y músculo financiero, realizar adquisiciones de compañías que operan en su sector. De esta forma, el Grupo basa su crecimiento, a partes iguales, entre orgánico, mediante el desarrollo de los productos y mercados en los que está presente, e inorgánico, a través de adquisiciones de compañías.

En los últimos meses, CIE ha adquirido la compañía india Aurangabad, que le permitirá expandir su negocio en el mercado asiático, las compañías mexicanas Mecanizado y Cortes de Precisión, S.L. que complementan su

CIE Automotive (CIE), Octubre 2019

negocio en México, así como la mayor adquisición de su historia, Inteva Roof Systems al grupo norteamericano Inteva. Además, el Grupo anunció en las pasadas semanas que había adquirido el grupo italiano Somaschini, aunque el cierre de la operación se prevé tenga lugar en el 1T2020.

Tras la escisión de su negocio tecnológico Dominion (DOM), los resultados del 1S2019 continuaron mostrando el buen desempeño gestor de CIE, registrando crecimientos interanuales en ventas (+10%), en cash flow de explotación (EBITDA) (+11%) y en beneficio neto atribuible (+14%) en un entorno de mercado muy complejo, lo que da valor a estas cifras.

Hemos estimado que tanto el desarrollo orgánico de su negocio como las adquisiciones realizadas seguirán impulsando a partes iguales el crecimiento de los resultados de la Compañía. De esta forma, hemos estimado que CIE aumentará su facturación en el periodo de estudio 2018-2021 a un ritmo del 10,6% tacc, mientras que su cash flow de explotación (EBITDA) aumentará, según nuestras previsiones, al 11,1% tacc y el beneficio neto atribuible, excluyendo el resultado de Dominion (DOM) por puesta en equivalencia de 2018, crecerá a una tasa del 20,3% tacc.

Hemos valorado CIE por dos métodos diferentes: i) descuento de flujos de caja futuros ajustados a impuestos, y ii) múltiplos relativos a los que cotiza un grupo de compañías de referencia que operan en el mismo sector del Grupo. La media aritmética de ambas valoraciones arroja una valoración de EUR 3.960,70 millones, equivalente a EUR 30,70 por acción. A precios actuales, ello otorga un potencial de revalorización al valor del 36,1%.

Consideramos a CIE como una de las compañías industriales cotizadas más atractivas de la Bolsa española, a pesar de que en los últimos 12 meses su cotización se ha mantenido prácticamente plana (+2,5% vs +7,3% 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. Además, el potencial de revalorización del 36,1% que le otorga nuestra valoración por fundamentales dota aún de recorrido al alza a la acción de CIE, por lo que revisamos al alza nuestra recomendación desde MANTENER a **COMPRAR**.

CIE Automotivo (CIE), Octubre 2019
ANEXO n. 1
PRINCIPALES RATIOS ECONÓMICO-FINANCIEROS
 (Evolución 2010/2018; Proyecciones 2019/2021)

	2021E	2019E	2019E	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
RATIOS DE LIQUIDEZ A CORTO PLAZO												
. Ratio de solvencia (acir/pcir)	0,67	0,71	0,70	0,94	0,86	0,93	0,84	0,96	0,97	1,13	1,07	0,73
. Activo disponible (ef+real)/pcirc	0,11	0,11	0,12	0,30	0,21	0,30	0,27	0,36	0,46	0,64	0,63	0,28
. Fondo de maniobra operativo (EUR mill.)	53,74	69,96	57,11	-22,86	-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	0,63	0,56	0,49	0,37	0,36	0,37	0,35	0,35	0,36	0,31	0,35	0,36
. F.Propios+int.min./pasivo l/p	2,06	1,75	1,45	0,98	1,24	1,12	1,06	0,92	0,96	0,82	1,03	1,24
. F.Propios+int.min./activo fijo	0,83	0,74	0,65	0,54	0,56	0,56	0,53	0,53	0,58	0,57	0,62	0,56
. Fondos accionista/activo fijo	0,83	0,74	0,65	0,53	0,56	0,56	0,53	0,53	0,57	0,55	0,64	0,59
. Recursos permanentes/activo fijo	1,24	1,16	1,09	1,10	1,01	1,06	1,04	1,11	1,19	1,27	1,25	1,04
. Recursos ajenos/activo total	0,66	0,66	0,67	0,71	0,70	0,69	0,72	0,72	0,75	0,76	0,75	0,78
. Deuda neta/fondos accionista	44%	56%	70%	73%	52%	53%	58%	64%	68%	58%	43%	76%
. EBIT/gastos financieros brutos	787%	736%	741%	605%	593%	652%	457%	215%	189%	174%	197%	169%
. Gastos financieros brutos/ventas n.	1,7%	1,7%	1,7%	2,0%	2,0%	1,5%	2,0%	3,6%	4,6%	4,9%	4,3%	4,2%
. EBITDA/gtos.financieros netos	11,95	11,13	12,07	10,39	12,56	12,5	9,4	6,8	3,9	5,6	5,0	3,4
. Endeudamiento neto (EUR mill.)	1482,11	1547,70	1576,89	979,03	854,84	816,24	670,12	710,12	564,53	392,79	341,50	507,50
RENDIMIENTO O INVERSIÓN												
. ROA	7,2%	7,3%	7,7%	10,7%	6,0%	5,2%	4,5%	3,5%	3,4%	3,4%	4,0%	2,6%
. ROE	21,2%	24,5%	30,3%	53,1%	27,3%	24,2%	22,7%	16,5%	15,7%	16,8%	17,3%	14,2%
. ROCE	12,7%	13,1%	14,4%	12,8%	12,8%	12,4%	11,6%	7,9%	11,8%	12,7%	11,8%	7,8%
. Fondos propios/capital social	52,6	43,1	34,6	21,1	25,3	23,6	17,9	14,4	14,2	12,2	13,4	11,2
. BAII/fondos accionista (A)	14,1%	16,3%	18,2%	23,8%	18,5%	16,4%	16,3%	12,3%	10,0%	14,3%	12,3%	9,8%
. EBIT/recursos permanentes (A1)	10,7%	11,7%	12,1%	13,3%	11,5%	9,7%	10,8%	7,3%	8,7%	9,1%	10,0%	9,5%
. A/A1	1,3	1,4	1,5	1,8	1,6	1,7	1,5	1,7	1,2	1,6	1,2	1,0
RESULTADOS EXPLOTACIÓN												
. Margen bruto	43%	42%	42%	40%	41%	44%	44%	43%	43%	41%	38%	38%
. Margen explotación	13,1%	12,8%	12,8%	12,1%	11,9%	9,7%	9,3%	7,8%	8,8%	8,6%	8,4%	7,0%
. EBITDA/ventas agregadas	17,7%	17,3%	17,4%	17,5%	16,6%	14,2%	13,9%	13,2%	13,8%	13,6%	13,0%	12,1%
. Bº Neto/ventas agregadas	9,0%	8,7%	8,8%	14,4%	9,1%	6,6%	5,5%	4,4%	4,5%	4,6%	4,4%	2,7%
UTILIZACIÓN DEL ACTIVO												
. Ventas netas/tesorería	41,8	51,2	51,0	12,2	9,8	7,7	10,1	7,4	5,3	3,5	3,5	9,9
. Ventas netas/cuentas a cobrar	10,5	11,1	11,3	10,4	4,7	6,0	7,2	7,5	9,3	9,1	11,0	8,3
. Ventas netas/existencias	7,3	7,3	7,3	7,5	6,3	8,1	9,0	7,6	7,8	8,7	9,8	9,66
. Ventas netas/activo total	77%	81%	79%	83%	63%	71%	80%	69%	73%	74%	83%	90%
DATOS POR ACCIÓN												
. Beneficio neto por acción (EUR) (*)	2,53	2,37	2,11	3,08	1,67	1,26	1,00	0,63	0,51	0,54	0,53	0,36
. Dividendo por acción (EUR) (*)	0,76	0,71	0,63	0,92	0,50	0,38	0,30	0,20	0,18	0,17	0,18	0,00
. Cash-flow por acción (EUR) (*)	3,98	3,79	3,37	4,32	2,67	2,24	1,93	1,57	1,25	1,26	1,36	1,09
. Valor contable por acción (EUR) (*)	13,01	10,64	8,54	4,96	5,86	5,53	4,07	3,92	3,33	2,63	3,31	2,71
. Precio/valor contable (veces) (**)	1,73	2,12	2,64	4,55	4,13	3,35	3,80	2,87	2,41	1,98	1,69	1,77
RATIOS BURSÁTILES												
. Precio (EUR) (**)	22,56	22,56	22,56	22,56	24,21	18,52	15,45	11,27	8,00	5,20	5,60	4,79
. PER	8,9	9,5	10,7	7,3	14,5	14,7	15,4	17,9	15,8	9,7	10,5	13,2
. Precio/cash-flow	5,7	5,9	6,7	5,2	9,1	8,3	8,0	7,2	6,4	4,1	4,1	4,4
. Rentabilidad por dividendo	3,4%	3,2%	2,8%	4,1%	2,1%	2,0%	1,9%	1,8%	2,3%	3,3%	3,1%	0,0%
. Pay-out	30%	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 2018 - 2021 es el actual.

Fuente: Memorias anuales de Compañía. Estimaciones propias.

CIE Automotive (CIE), Octubre 2019
ANEXO n. 2
CUENTA DE RESULTADOS
(Evolución 2010/2018; Proyecciones 2019/2021)

EUR millones	2021E	2020E	2019E	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Total Ventas	4.102,40	4.016,62	3.558,50	3.029,50	2.842,57	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	17,46	23,63	7,25	3,21	6,66	1,63	(4,57)	13,22	6,89
Coste de Ventas	(2.358,88)	(2.329,64)	(2.081,72)	(1.836,66)	(1.683,74)	(1.619,03)	(1.470,44)	(1.272,10)	(990,32)	(963,11)	(1.143,33)	(985,57)
MARGEN BRUTO	1.743,52	1.686,98	1.476,78	1.210,30	1.182,46	1.267,25	1.164,29	944,08	733,86	678,02	703,11	612,39
Gastos Explotación	(1.169,19)	(1.144,74)	(1.014,17)	(840,90)	(815,59)	(940,50)	(889,31)	(755,69)	(557,39)	(522,80)	(529,01)	(463,76)
Otros ingresos explotación	150,23	153,30	156,43	159,62	104,25	80,72	90,49	102,47	61,25	68,84	64,53	44,67
CASH-FLOW EXPLOTACION O EBITDA	724,57	695,54	619,03	529,02	471,12	407,47	365,47	290,86	237,72	224,06	238,63	193,30
Amortización inmovilizado	(187,14)	(183,23)	(162,33)	(163,74)	(132,03)	(128,14)	(121,17)	(118,68)	(86,76)	(82,68)	(84,94)	(81,23)
BENEFICIO EXPLOTACION	537,43	512,32	456,71	365,29	339,09	279,33	244,31	172,18	150,96	141,38	153,70	112,07
Rdos. financieros netos	(57,56)	(59,48)	(49,55)	(46,81)	(35,49)	(28,07)	(57,64)	(35,05)	(67,23)	(44,62)	(56,60)	(46,64)
BENEFICIO ANTES DE IMPUESTOS	479,88	452,84	407,15	318,47	303,60	251,26	186,67	137,14	83,73	96,76	97,09	65,43
Impuesto de sociedades (*)	(110,37)	(104,15)	(93,65)	(90,14)	(71,21)	(49,49)	(40,09)	(38,67)	3,78	15,69	(9,29)	(17,27)
Actividades interrumpidas	0,00	0,00	0,00	209,15	25,76	(11,57)	(0,76)	(0,36)	(9,62)	(36,48)	(7,63)	(5,76)
BENEFICIO NETO	369,50	348,69	313,51	437,49	258,16	190,20	145,82	98,11	77,89	75,97	80,18	42,40
Mnoritarios	(43,22)	(42,38)	(41,55)	(40,73)	(42,75)	(27,85)	(16,75)	(17,06)	(17,76)	(14,94)	(19,60)	(1,00)
BENEFICIO ATTRIBUIBLE Grupo	326,28	306,31	271,96	396,75	215,41	162,35	129,06	81,05	60,12	61,03	60,58	41,40
<i>EBITDA</i>	<i>724,57</i>	<i>695,54</i>	<i>619,03</i>	<i>529,02</i>	<i>471,12</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>537,43</i>	<i>512,32</i>	<i>456,71</i>	<i>365,29</i>	<i>339,09</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>513,42</i>	<i>489,54</i>	<i>434,29</i>	<i>557,85</i>	<i>343,96</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 2010/2018; Proyección 2019/2020)

EUR millones	2020E	2019E	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
INMOVILIZADO	3.772,56	3.465,95	2.536,43	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	1.196,85	1.064,35	1.127,42	1.552,07	1.337,65	1.072,14	1.041,25	866,68	951,18	972,72	639,89
TOTAL ACTIVO	4.969,41	4.530,30	3.663,85	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	2020E	2019E	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011E	2010
FONDOS PROPIOS	1.388,64	1.116,68	679,93	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	184,42	91,17	62,25	62,25	62,25
. Reservas	897,91	660,29	98,76	414,63	415,21	263,60	296,35	269,66	223,20	259,11	215,46
. Beneficio sociedad dominante	306,31	271,96	396,75	215,41	162,35	129,06	81,05	60,12	61,03	60,58	41,40
SOCIOS EXTERNOS	368,96	368,96	368,96	522,46	501,33	307,90	299,81	139,53	161,34	143,58	35,00
INGRESOS A DISTRIBUIR EN VARIOS EJERCICIOS	11,27	11,27	11,27	14,82	14,41	17,77	17,00	18,84	22,26	29,94	28,85
ACREEDORES LARGO PLAZO	1.591,41	1.543,54	1.380,83	1.314,83	1.354,83	1.092,50	1.219,97	874,93	843,31	739,31	514,46
ACREEDORES CORTO PLAZO	1.687,96	1.512,09	1.204,78	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	(78,82)	(22,23)	18,09	1,77	1,75	4,03	2,37	2,33	2,80	0,99	0,99
TOTAL PASIVO	4.969,41	4.530,30	3.663,85	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	129,0	118,8	114,0	114,0	114,0

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

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

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

Fuente: Memorias anuales de la Compañía. Estimaciones propias.

CIE Automotive (CIE), Octubre 2019
ANEXO n. 3
CÁLCULO DE LA TASA DE DESCUENTO APLICADA AL MODELO

WACC (Weighted average cost of capital)	recursos		proporción	coste (*)	tasa	coste	contribución
	empleados	empleados	recursos empleados	oportunidad	impositiva	después tasa imp.	tasa actualización
Fondos Propios 2018	679,93	41%	4,17%	--	4,17%	1,71%	
Deuda neta 2018	979,03	59%	7,88%	28,30%	5,65%	3,33%	
Total	1.658,96	100%					5,04%

(*) Coste oportunidad: i) FPPP: 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.)	397,01		
Valor residual	6.295,27		
Total	6.692,27	0,00 (1.340,06)	5.352,21
Valoración por acción - EUR			41,49

Tir bono 10 años:	0,27%
g (crecimiento perpétuo):	1,50%
Prima mercado:	3,94%
Beta:	0,99
Prima de riesgo	3,90%
FER Residual:	28,2

CÁLCULO DEL CASH-FLOW DE EXPLOTACIÓN AJUSTADO A IMPUESTOS

(Evolución 2010/2018; Proyecciones 2019/2021)

EUR millones	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Beneficio explotación (EBIT)	112,07	153,70	141,38	150,96	172,18	244,31	279,33	339,09	365,29	456,71	512,32	537,43
Impuestos imputables al EBIT	(33,46)	(13,84)	22,22	7,28	(50,76)	(54,93)	(55,66)	(80,00)	(104,54)	(105,44)	(118,52)	(124,31)
EBIT ajustado (NOPLAT)	78,61	139,86	163,59	158,24	121,43	189,37	223,66	259,09	260,74	351,26	393,80	413,12
Amortización	81,23	84,94	82,68	86,76	118,68	121,17	128,14	132,03	163,74	162,33	183,23	187,14
Otros cargos	(6,46)	0,00	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	391,12	424,48	513,59	577,02	600,26



CIE Automotive (CIE), Octubre 2019

