

Sector: Autos

Resultados sólidos en un entorno realmente complicado. La diversificación es la clave. Mantenemos recomendación en Comprar y Precio Objetivo en 31,9€.

Datos Básicos

Capitalización (M €):	3.006 M€
Último:	23,30 €/acc.
Nº Acciones (M.):	129 M acc.
Min / Max (52 sem):	19,9€ / 28,1€
Cód. Reuters / Bloomberg:	CIEA.MC/CIE SM

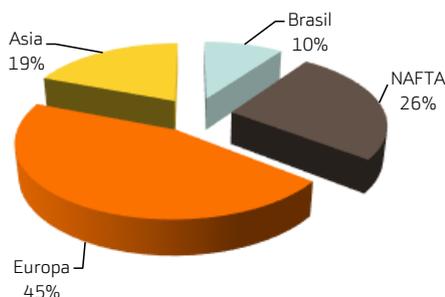
Detalle cifras	1S18	1S19	Var. a/a	Estimaciones
Ingresos	1.552	1.702	10%	1.463
EBITDA	278	308	11%	251
Margen EBITDA	17,9%	18,1%		
EBIT	211	227	7%	
Margen EBIT	13,6%	13,3%		
BNA	132	150	14%	68
Margen Beneficio	8,5%	8,8%		

Cifras en millones de euros
Estimaciones consenso Bloomberg

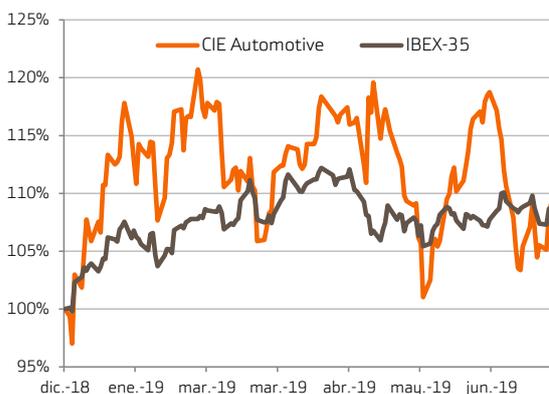
Principales ratios	2018r	2019e	2020e	2021e
PER*	7,0 x	9,9 x	9,2 x	7,9 x
Rent. dividendo*	2,9%	3,3%	3,6%	4,2%
BPA (€/acc)	3,08	2,36	2,53	2,95
DPA (€/acc)	0,62	0,78	0,83	0,97
DN/FFPP	0,9 x	1,1 x	0,8 x	0,5 x
DN/EBITDA	1,9 x	2,2 x	1,7 x	1,2 x
ROE	37,8%	23,4%	20,3%	19,2%

*2018 con cotización de cierre de año. 2019/20/21 con última cotización
BNA 2018 afectado por no recurrentes positivos: especialmente plusvalía por Dominion

Distribución ingresos del grupo



Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



CIE Automotive

Precio Objetivo: 31,9 €
Recomendación: Comprar
Analista: Esther Gutiérrez de la Torre, CFA

Los resultados siguen mostrando la fortaleza del negocio de CIE. Su diversificación y baja base de costes fijos le permiten amortiguar el difícil entorno de mercado mucho mejor que a sus competidores. Su estrategia de crecimiento inorgánico nos parece acertada y esperamos un impulso adicional con el anuncio de un nuevo Plan Estratégico, probablemente antes de final de año. El único punto débil de las cifras es el repunte de la deuda. Pero será puntual. La elevada capacidad de conversión de EBITDA a flujo de caja operativo reconducirá el ratio de deuda neta EBITDA a niveles inferiores a 2x de manera relativamente rápida. Por todo ello, mantenemos en Comprar con Precio Objetivo 31,9€.

Resultados sólidos en un entorno muy complicado:

Los ingresos cierran el semestre con un avance de +10%, el EBITDA de +11%, el EBIT +7% y el BNA +14%. Con ello, el margen EBITDA se expande un trimestre más hasta 18,1% (desde 17,9% en el 1S18) y el EBIT retrocede muy ligeramente (13,3% desde 13,6%). Además, CIE consigue crecer de nuevo por encima del mercado en todas las geografías donde opera.

Esta evolución es notable. Primero por el difícil entorno en el sector auto. Prueba de ello son los constantes *profit warnings* por parte de fabricantes y compañías de componentes. **Segundo, porque estas cifras incluyen ya dos de las tres adquisiciones** realizadas en los últimos meses por CIE. En concreto, incluyen siete semanas de Inteva Roof Systems (el negocio de techos adquirido recientemente) y todo el trimestre en el caso de la india Aurangabad Electricals Limited. Y ambos negocios presentan márgenes inferiores a los de CIE.

Pese a ello, tal y como comentamos en su momento, ambas adquisiciones nos parecen acertadas. En el caso de Inteva porque permite inmunizarse ante los cambios estructurales que experimenta el sector. Respecto a Aurangabad, porque implica seguir apostando por India como punto de entrada a Asia, en detrimento de China, que presenta unas perspectivas más débiles. Sin olvidar que permite a Mahindra CIE tener acceso a una nueva tecnología, la inyección de aluminio de alta presión e inyección por gravedad. En el escenario actual, estos asuntos nos parecen muy relevantes.

El sector se enfrenta a muchos e importantes retos: la ralentización del crecimiento económico, las dudas que provoca el proteccionismo sobre el comercio global, los cambios normativos que obstaculizan las decisiones de compra y las necesidades de invertir en las nuevas tendencias dentro del sector (electrificación, coche autónomo, etc). Por eso, **serán las compañías más diversificadas las que conseguirán amortiguar el impacto de estos factores en sus cuentas.** Diversificación que debe entenderse tanto desde el punto de vista geográfico como de producto. Estar presente en distintos países permite: (i) compensar los diferentes puntos del ciclo en cada región; (ii) estar cerca de los potenciales clientes para capturar la creciente tendencia de externalización en el sector. Las OEMs (fabricantes) se ven obligadas a invertir en tendencias como la electrificación o el coche autónomo. Eso lleva a externalizar servicios a los que no pueden dedicar sus recursos como venían haciendo. Ésas son las actividades que capturan las compañías de *autoparts* presentes en los mercados en los que se encuentra la OEM. (iii) Redirigir producciones en el caso de que la tensión proteccionista vaya a más.

Contar con un enfoque multiproducto, con distintas tecnologías, permite compensar caídas de demanda entre distintos segmentos de mercado y otorga flexibilidad para adaptarse a posibles cambios técnicos.

CIE presenta ambas ventajas: diversificación geográfica y de producto. Eso junto con una estructura de costes fijos reducida en términos relativos le permite defender sus márgenes con mayor eficiencia que sus competidores en momentos de estrés en el mercado. Sin olvidar una política comercial marcada por el rechazo a proyectos con baja rentabilidad.

El **punto negativo** a estos resultados sería el **aumento de la deuda.** Tras el fuerte crecimiento inorgánico, la deuda neta avanza hasta 1.574M€ (+66% desde cierre de 2018). Con ello, el ratio de deuda neta EBITDA queda en 2,39x. Nuestras estimaciones contemplan que este ratio superará el límite de 2x autoimpuesto por la Compañía de manera puntual. Sin embargo, su **capacidad de conversión de EBITDA en flujo de caja operativo** (alrededor de 40% según nuestras estimaciones) **favorecerá un desalancamiento rápido.**

Todo ello, junto con la expectativa del lanzamiento de un nuevo plan estratégico probablemente antes de fin de año, nos lleva a reiterar **nuestra recomendación de Comprar con precio objetivo 31,9€** (potencial +37%).

Cifras en millones de euros

Resumen Cuenta de Pérdidas y Ganancias

	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	TAMI'18-'23
Ingresos	2.632	2.879	2.843	3.029	3.772	4.149	4.398	4.618	4.802	10%
<i>Margen Bruto</i>	44,2%	44,0%	41,6%	40,0%	40,2%	40,4%	40,6%	41,1%	41,6%	
EBITDA	365	407	471	529	649	713	778	827	856	10%
<i>Margen EBITDA</i>	13,9%	14,2%	16,6%	17,5%	17,2%	17,2%	17,7%	17,9%	17,8%	
EBIT	244	279	339	365	477	518	586	638	670	13%
<i>Margen EBIT</i>	9,3%	9,7%	11,9%	12,1%	12,6%	12,5%	13,3%	13,8%	13,9%	
BAI	187	251	304	318	408	442	524	591	640	15%
BNA*	129	162	215	397	305	326	380	424	455	3%
<i>Tasa variación interanual</i>		25,8%	32,7%	84,2%	-23,2%	7,1%	16,6%	11,5%	7,3%	

TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento

Cuentas excluyendo Dominión desde 2017

* BNA 2017 incluye Dominión y 2018 afectado por no recurrentes positivos (154M€) por desinversión Dominión

Resumen Balance de Situación

	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Activo No Corriente	2.198	2.739	2.921	2.505	3.442	3.568	3.716	3.884	4.068
Activo Circulante	1.072	1.338	1.559	1.159	1.505	1.654	1.749	1.830	1.898
Total Activo	3.270	4.077	4.480	3.664	4.948	5.223	5.465	5.714	5.966
FFPP	577	762	814	680	884	1.103	1.357	1.641	1.946
Minoritarios	308	501	522	369	415	506	622	753	892
Pasivo no corriente	286	355	349	352	343	339	354	368	383
Deuda financiera	1.017	1.231	1.225	1.340	1.813	1.646	1.410	1.145	864
Pasivo Corriente	1.082	1.227	1.569	922	1.493	1.629	1.722	1.807	1.880
Total Pasivo	3.270	4.077	4.480	3.664	4.948	5.223	5.465	5.714	5.966

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	VR
+BNA	305	326	380	424	455	5.701
+Amortizaciones	172	195	192	189	187	
+Gastos Financieros *(1-t)	52	57	47	35	23	
- Inversiones en activos fijos	283	311	330	346	360	
- Inversiones en circulante	-60	-9	-7	-10	-10	
= CFL Operativo	306	276	296	312	314	

WACC	6,6%
g	1,0%
EV	5.465 M€
- Deuda Neta	979 M€
- Minoritarios	369 M€
EqV	4.117 M€
Nº acciones	129,00 M
Estimación DCF	31,9 €/acción

Método de valoración:

Establecemos un precio objetivo de **31,9€/acc** siguiendo el método de descuento de flujo de caja libre operativo empleando a tal efecto las hipótesis sintetizadas en las tablas adjuntas. Esta valoración implica un potencial de revalorización de alrededor del **+37%** desde los niveles actuales de cotización.

Matriz de Sensibilidad

WACC	Crecimiento Sostenible Esperado (g)						
	0,25%	0,50%	0,75%	1,00%	1,25%	1,50%	1,75%
5,9%	32,7	34,3	36,1	38,0	40,2	42,6	45,3
6,1%	30,8	32,3	33,9	35,7	37,6	39,8	42,1
6,4%	29,2	30,5	31,9	33,5	35,3	37,2	39,3
6,6%	27,4	28,6	29,9	31,4	32,9	34,6	36,5
6,6%	27,9	29,1	30,5	31,9	33,5	35,3	37,2
7,1%	24,8	25,8	26,9	28,1	29,4	30,8	32,3
7,4%	23,5	24,5	25,5	26,6	27,8	29,0	30,4
7,6%	22,3	23,2	24,1	25,1	26,2	27,4	28,6
7,9%	21,3	22,1	22,9	23,9	24,8	25,9	27,1

Todos nuestros informes disponibles en:

<https://bankinter.com/broker/analisis>

www.bankinter.com

<https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>

Avda. de Bruselas, 14
28108 Alcobendas, Madrid

INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website: <https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>
- Las metodologías de valoración más frecuentes aplicadas en nuestro análisis de compañías son las siguientes (lista no exhaustiva): VAN FCF, Descuento de Dividendos, Neto Patrimonial, Ratios Comparables, Valor Neto Liquidativo, Warranted Equity Value y PER Teórico

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos

NOTAS DE COMPAÑÍAS

Todas nuestras notas están disponibles en:

[Link a los informes de compañías](#)

EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada - Director
Javier Hombría - Telecomos
Pilar Aranda - Petróleo
Juan Moreno - Inmobiliarias
Marisa Mazo - Bancos
Aránzazu Bueno - Eléctricas
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos

Rafael Alonso - Bancos
Ana de Castro - Seguros
Aránzazu Cortina - Industriales
Luis Piñas - Consumo
Pedro Echeguren - Farma & Salud
Juan Tuesta - Construcción & Tecnología
Elena Fernández-Trapiella - Consumo

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por todo el Equipo:

- Macroeconomía
- Estrategia de Inversión
- Bonos
- Divisas
- Fondos de Inversión
- ETFs
- Carteras Modelo de Fondos de Inversión y de Renta Variable