

Un mal *timing* para una buena Compañía

## CIE Automotive

Precio Objetivo: 25,5 €  
Recomendación: Neutral

### Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €):	2.993 M€
Último:	23,20 €/acc.
Nº Acciones (M.):	129 M acc.
Min / Max (52 sem):	20,9€ / 32,3€
Cód. Reuters / Bloomberg:	CIEA.MC/CIE SM

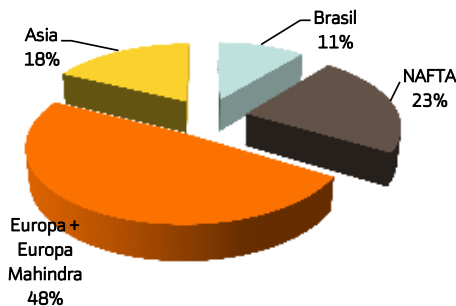
Detalle cifras*	3T18	3T17	Est.	Var. a/a
Ingresos	726	696	733	4%
EBITDA	127	114	126	12%
Margen EBITDA	17,5%	16,3%		
EBIT	97	82	93	18%
Margen EBIT	13,3%	11,8%		
BNA	67	56	55	19%
Margen Beneficio	9,2%	8,0%		

\* Cifras en millones de euros

Principales ratios	2017	2018e	2019e	2020e
PER*	15,5 x	12,8 x	11,5 x	10,2 x
Rent. dividendo*	2,4%	2,6%	2,9%	3,2%
BPA (€/acc)	1,57	1,81	2,02	2,28
DPA (€/acc)	0,57	0,60	0,67	0,75
DN/FFPP	0,7x	0,5x	0,4x	0,2x
DN/EBITDA	1,8 x	1,5 x	1,1 x	0,7 x
ROE	17,0%	16,6%	15,8%	15,3%

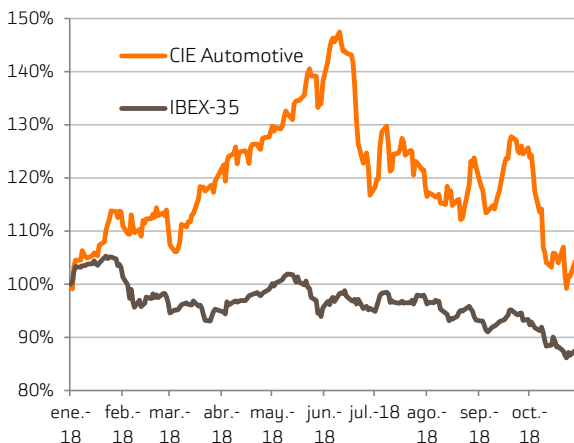
\*2017 con cotización de cierre de año. 2018/19/20 con última cotización

### Distribución ingresos del grupo



A cierre 2T18

### Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



Las cifras de CIE muestran de nuevo crecimientos sólidos y superiores a los del mercado en todas las geografías en las que opera. Los márgenes EBITDA y EBIT se aceleran y los objetivos del Plan Estratégico 2016/2020 son fácilmente alcanzables. Sin embargo, el escenario para el sector auto es realmente complicado en la actualidad. Nos encontramos en un momento crítico, de cambio estructural y los frentes de riesgo no hacen más que acumularse: el proteccionismo, el control de emisiones y castigo a los vehículos diésel, la carrera hacia la electrificación, la movilidad compartida, la conducción autónoma, etc... Todo ello ha derivado en múltiples *profit warnings* por parte de diferentes fabricantes (Daimler, BMW o Audi) y compañías de componentes (Valeo). Con el fin de reflejar este escenario, elevamos la prima de riesgo de nuestro modelo de manera sustancial (hasta 7,7% desde 6,2%). Como consecuencia nuestro precio objetivo cae hasta 25,5€ (desde 32,2€ anterior). Potencial +10%. Con ello, fijamos recomendación en Neutral desde Comprar. CIE es una compañía con sólidos fundamentales y una excelente gestión. Su diversificación geográfica, enfoque multiproducto y su capacidad para captar oportunidades de crecimiento inorgánico, le ayudarán a capear mejor la adversidad en mercado y justifican que siga siendo nuestra principal preferencia dentro del sector. Sin embargo, el *timing* no acompaña. Atravesamos un momento en que el mercado no discrimina por fundamentales y el castigo al sector es indiscriminado. Si estas circunstancias mejoraran, también lo haría nuestra valoración y la recomendación se situaría de nuevo en Comprar.

Recortamos recomendación a Neutral desde Comprar, por el *timing* no por los fundamentales:

Los resultados de CIE siguen mostrando una importante solidez operativa. Las principales partidas de la cuenta de resultados crecen a ritmos elevados (ingresos +4%, EBITDA +12%, EBIT +18% y BNA +19%), los márgenes EBITDA y EBIT se aceleran (hasta 17,5% desde 16,3% en el 3T'17 y hasta 13,3% desde 11,8%) acercándose a los objetivos del Plan Estratégico 2016/2020 (superior al 18% y superior al 14% respectivamente), la Compañía reitera su *guidance* y crece más que el mercado en todas las geografías en las que opera.

Con estas cifras, CIE sigue siendo nuestra principal preferencia dentro del sector auto. Sin embargo, el mercado de automoción se enfrenta a importantes retos y el mercado no discrimina según los fundamentales de las Compañías. En concreto, como principales riesgos:

- (i) El proteccionismo. La imposición de aranceles encarece las importaciones de vehículos y componentes de manera asimétrica entre diferentes geografías. Esta situación podría diferentarse en el caso de CIE con una reorganización entre la producción de diferentes plantas. Ahora bien, se trataría de un proceso lento y no exento de costes.
- (ii) El continuo escrutinio de las autoridades al nivel de emisiones de los vehículos. Las investigaciones y multas asociadas a las mismas continúa. Sin olvidar una legislación muy restrictiva a futuro que amenaza, especialmente, el futuro del diésel. Esta situación podría obligar a reducir el valor de muchas instalaciones relacionadas con el diésel que aún no están amortizadas.

(iii) Ingentes necesidades de capex destinadas a desarrollar tendencias estructurales en el sector como la electrificación, autoconducción o la movilidad compartida.

(iv) El miedo a una ralentización del crecimiento en China que reduzca los niveles de demanda en el país. Sin embargo, la esperada aprobación de estímulos fiscales a la compra de nuevos vehículos puede aliviar en próximos meses este frente de riesgo.

Todo ello ha derivado en múltiples *profit warnings* por parte de diferentes fabricantes (Daimler, BMW o Audi) y compañías de componentes (Valeo). Pese a que CIE ha reiterado su *guidance*, que cumplirá sin problemas, el mercado en momentos de miedo no pone en valor los fundamentales. Por ello, para reflejar esta situación, mantenemos sin cambios nuestras estimaciones de crecimiento para CIE pero elevamos la prima de riesgo de nuestro modelo, hasta 7,7% desde 6,2%. Como consecuencia nuestro precio objetivo cae hasta 25,5€ (desde 32,2€ anterior). Potencial +10%. Con ello, fijamos recomendación en Neutral (vs. Comprar).

En definitiva, la diversificación geográfica de CIE, su enfoque multiproducto y su demostrada capacidad para detectar e integrar negocios le ayudarán a sobrellevar las dificultades mejor que sus competidores. Sin embargo, por el momento, el *timing* no acompaña. Si las circunstancias mejoraran, también lo haría nuestra valoración y nuestra recomendación volvería a Comprar.

### Equipo de Análisis de Bankinter:

Esther Gutiérrez de la Torre Coll (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Jesús Amador Rafael Alonso Ana de Castro Pilar Aranda Aránzazu Cortina Aránzazu Bueno Elena Fernández-Traipiella Joao Pisco Susana André (Mktg & Support)

### Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

[https://webcorporativa.bankinter.com/www.z/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/analisis/responsabilidad\\_legal](https://webcorporativa.bankinter.com/www.z/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal)

\* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.

<http://broker.bankinter.com/>

<http://www.bankinter.com/>

Avenida de Bruselas, 14

28108 Alcobendas

Cifras en millones de euros

## Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	TAMI'17-'22
<b>Ingresos</b>	2.210	2.632	2.879	2.881	3.025	3.161	3.288	3.419	3.522	4%
Margen Bruto	42,7%	44,2%	44,0%	41,4%	41,6%	41,7%	41,9%	42,2%	42,4%	
<b>EBITDA</b>	291	365	407	473	508	550	594	628	648	7%
Margen EBITDA	13,2%	13,9%	14,2%	16,4%	16,8%	17,4%	18,1%	18,4%	18,4%	
<b>EBIT</b>	172	244	279	338	374	417	461	496	513	9%
Margen EBIT	7,8%	9,3%	9,7%	11,7%	12,4%	13,2%	14,0%	14,5%	14,6%	
<b>BAI</b>	137	187	251	302	333	372	420	472	510	11%
<b>BNA</b>	81	129	162	202	233	261	294	331	357	12%
Tasa variación interanual		59,2%	25,8%	24,4%	15,4%	11,9%	12,7%	12,4%	8,1%	

TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento

Cuentas pro forma excluyendo Dominion desde 2017

## Resumen Balance de Situación

	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
<b>Activo No Corriente</b>	2.150	2.198	2.739	2.628	2.746	2.843	2.951	3.035	3.122
<b>Activo Circulante</b>	1.041	1.072	1.338	987	1.158	1.209	1.253	1.300	1.337
<b>Total Activo</b>	<b>3.191</b>	<b>3.270</b>	<b>4.077</b>	<b>3.615</b>	<b>3.904</b>	<b>4.053</b>	<b>4.204</b>	<b>4.335</b>	<b>4.460</b>
FFPP	562	577	762	814	971	1.145	1.342	1.564	1.803
Minoritarios	300	308	501	373	432	505	578	673	776
<b>Pasivo no corriente</b>	389	286	355	295	266	272	265	274	281
Deuda financiera	1.104	1.017	1.231	1.159	1.088	933	774	533	269
<b>Pasivo Corriente</b>	836	1.082	1.227	974	1.147	1.197	1.244	1.292	1.330
<b>Total Pasivo</b>	<b>3.191</b>	<b>3.270</b>	<b>4.077</b>	<b>3.615</b>	<b>3.904</b>	<b>4.053</b>	<b>4.204</b>	<b>4.335</b>	<b>4.460</b>

Cuentas pro forma excluyendo Dominion desde 2017

## Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	VR
+BNA	233	261	294	331	357	4.949
+Amortizaciones	134	134	133	132	135	
+Gastos Financieros *(1-t)	32	34	31	18	2	
- Inversiones en activos fijos	242	221	230	205	211	
- Inversiones en circulante	-25	-3	-4	-5	-4	
<b>= CFL Operativo</b>	<b>181</b>	<b>211</b>	<b>232</b>	<b>280</b>	<b>287</b>	

WACC	6,9%
g	1,0%
EV	4.517 M€
- Deuda Neta	859 M€
- Minoritarios	373 M€
EqV	3.285 M€
Nº acciones	129,00 M
<b>Estimación DCF</b>	<b>25,5 €/acción</b>

### Método de valoración:

Establecemos un precio objetivo de **25,5€/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 **+10%** desde los niveles actuales de cotización.

## Matriz de Sensibilidad

Rp	WACC	Crecimiento Sostenible Esperado (g)						
		0,25%	0,50%	0,75%	1,00%	1,25%	1,50%	1,75%
5,7%	5,9%	28,1	29,6	31,2	33,0	35,0	37,2	39,7
6,2%	6,1%	26,5	27,8	29,3	30,9	32,7	34,6	36,8
6,7%	6,4%	24,9	26,2	27,5	28,9	30,5	32,3	34,2
7,2%	6,6%	23,4	24,5	25,6	27,0	28,4	29,9	31,6
7,7%	6,9%	22,2	23,2	24,3	25,5	26,8	28,2	29,7
8,2%	7,1%	21,0	21,9	22,9	24,0	25,2	26,4	27,8
8,7%	7,4%	19,8	20,7	21,6	22,6	23,7	24,9	26,1
9,2%	7,6%	18,7	19,5	20,4	21,3	22,3	23,3	24,5
9,7%	7,9%	17,8	18,5	19,3	20,1	21,0	22,0	23,1

### Equipo de Análisis de Bankinter:

Esther Gutiérrez de la Torre Coll (analista principal de este informe)

Ramón Forcada Jesús Amador Rafael Alonso Ana de Castro Pilar Aranda Aránzazu Cortina

Aránzazu Bueno Elena Fernández-Trapiella Joao Pisco Susana André (Mktg & Support)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/analisis/responsabilidad\\_legal](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal)

\* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.

La Compañía ha sido informada sobre esta recomendación antes de la publicación de esta nota.

<http://broker.bankinter.com/>

<http://www.bankinter.com/>

Avenida de Bruselas, 14

28108 Alcobendas