

La actividad irá mejorando a lo largo del año pero los retos son importantes

Gestamp

Precio Objetivo:

6,0 €

Recomendación:

Neutral

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €): 3.016 M€
 Último: 5,24 €/acc.
 N° Acciones (M.): 576 M acc.
 Min / Max (52 sem): 4,86€ / 7,62€
 Cód. Reuters / Bloomberg: GEST.MC/GEST SM

Principales ratios	2018	2019e	2020e	2021e
PER*	11,1 x	10,3 x	9,1 x	7,7 x
Rent. dividendo*	2,4%	2,9%	3,3%	3,9%
BPA (€/acc)*	0,45	0,51	0,58	0,68
DPA (€/acc)	0,13	0,15	0,17	0,20
DN/FFPP	1,1x	0,9x	0,7x	0,6x
DN/EBITDA	2,5x	2,1x	1,9x	1,5x
ROE	11,8%	11,7%	11,9%	12,4%

*2018 con cierre de año. 2019/2021 con última cotización

Detalle cifras*	1T18	1T19	Var. %	Estimaciones**
Cifra Negocio	2.058	2.170	5,4%	2.172
EBITDA	231	249	7,5%	228
Margen EBITDA	11,2%	11,5%		
EBIT	129	110	-14,8%	118
Margen EBIT	6,2%	5,1%		
BNA	63	41	-35,2%	54
Deuda Neta	2.100	2.787	32,7%	

* Cifras en millones de €

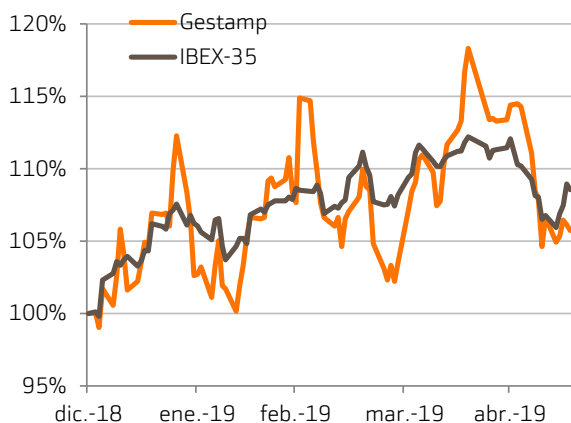
** Estimaciones según el consenso de Bloomberg

Detalle cifras*	2018	2019e	2020e	2021e	TAMI
Ingresos explot.	8.843	9.374	9.842	10.334	5%
EBITDA	961	1.028	1.085	1.173	7%
Margen EBITDA	10,9%	11,0%	11,0%	11,4%	
EBIT	527	567	617	696	10%
Margen EBIT	6,0%	6,1%	6,3%	6,7%	
BNA	258	294	333	392	15%
% incremento BNA		14%	13%	18%	

* Cifras en millones de euros

*TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento

Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



Las cifras de la Compañía muestran cierta debilidad durante el primer trimestre. La caída de volúmenes en mercado explica en gran medida esta evolución. Anticipamos cierta mejora conforme avance el ejercicio gracias a: (i) la entrada en funcionamiento de cuatro nuevas plantas; (ii) la creciente tendencia hacia la externalización por parte de los fabricantes; (iii) el dominio de la tecnología de estampación en caliente por parte de Gestamp que es clave para el desarrollo del coche eléctrico y (iv) la firma de acuerdos con compañías chinas centradas en la electrificación. Sin embargo, esta mejora no compensará totalmente la incertidumbre derivada de los importantes retos a los que se enfrenta el sector. Especialmente el proteccionismo. Conviene recordar que Gestamp tiene una importante exposición a China.

Por todo ello, mantenemos nuestra recomendación en Neutral y revisamos nuestro precio objetivo hasta 6,0€ desde 6,80€ anterior.

Resultados débiles afectados por la caída de volúmenes en el sector

Los ingresos crecen +5,4% a/a gracias a la buena evolución en Norteamérica, Europa Oriental y Mercosur que contrarrestan la debilidad en Europa Occidental. Excluyendo el efecto del tipo de cambio habrían avanzado +6,8%. Se trata de un comportamiento positivo si tenemos en cuenta las caídas de volúmenes en el sector. Todas las zonas en las que la Compañía opera sufrieron caídas de producción durante el 1T19. En concreto, en media en estos mercados cayeron -5,8%. A partir de este punto la cuenta de resultados muestra cierta debilidad. A primera vista el EBITDA avanza +7,5% a/a (+9,1% a tipo de cambio constante). Sin embargo, lo hace favorecido por un cambio contable en el tratamiento de los arrendamientos operativos (NIIF 16). Con ello, el margen EBITDA avanza hasta 11,5% (desde 11,2% en el 1T18). Excluyendo esta modificación, el EBITDA habría caído -2,7%, hasta 225,1M€, llevando el margen EBITDA hasta 10,4%. Tras este retroceso se sitúa el aumento de costes de materias primas y otros aprovisionamientos, junto con el repunte de los gastos de personal. Aunque lo realmente determinante es el cambio en la contribución de diferentes mercados (Europa Occidental y China sufren durante el trimestre) y las operaciones aún en *ramp up*, que contribuyen con fuerza a los ingresos pero aún no al EBITDA.

El aumento de amortización (+35,4%) pesa sobre el EBIT que cae -14,8% y, junto con el repunte de los minoritarios, provoca un retroceso del BNA de -35,2%.

Por el lado del balance, la deuda neta aumenta hasta 2.787M€ (+32,7%), 2,66x sobre EBITDA (vs. 2,32x a cierre de 2018). Excluyendo la NIIF 16 el aumento se modera hasta 2.379M€ (+6,5%), 2,49x sobre EBITDA.

Tras estas cifras mantenemos recomendación en Neutral con precio objetivo 6,0€ (vs. 6,80€ anterior)

Anticipamos una mejora de la actividad en próximos trimestres gracias a: (i) la incorporación de cuatro nuevas plantas a lo largo de este año. Como mencionábamos más arriba, las operaciones actualmente en *ramp up* aumentarán su contribución al EBITDA conforme avance el ejercicio. (ii) La tendencia de externalización por parte de los principales fabricantes seguirá favoreciendo a Gestamp. (iii) Una mayor apuesta por la electrificación llevará a buscar soluciones para disminuir el peso de los vehículos y eso pondrá en valor la técnica de estampación en caliente, donde Gestamp es líder. (iv) La firma de dos acuerdos con fabricantes locales chinos recientemente permitirá captar más negocio asociado al vehículo eléctrico.

Sin embargo, estos argumentos no conseguirán anular totalmente los importantes retos que pesan sobre el sector. Especialmente el proteccionismo, conviene recordar que China es un mercado relevante para la Compañía. En concreto, representa alrededor del 8% de sus ventas totales. Sin olvidar los cambios normativos, la ralentización del ciclo económico y las dudas e inversiones asociadas al cambio estructural en el sector (electrificación, coche autónomo, movilidad compartida).

Por todo ello, mantenemos recomendación en Neutral con precio objetivo 6,0€. Potencial +13%.

Equipo de Análisis de Bankinter:

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

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

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

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

Avenida de Bruselas, 14

28108 Alcobendas

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

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.

Cifras en millones de euros

Resumen Cta de Pérdidas y Ganancias

	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	TAMI'18-'23
Ingresos Explotación	7.202	7.674	8.391	8.843	9.374	9.842	10.334	10.748	11.070	5%
Margen Bruto	40,2%	41,2%	41,8%	41,7%	42,0%	42,3%	42,6%	42,9%	43,2%	
EBITDA	760	841	890	961	1.028	1.085	1.173	1.250	1.292	6%
Margen EBITDA	10,6%	11,0%	10,6%	10,9%	11,0%	11,0%	11,4%	11,6%	11,7%	
EBIT	400	463	485	527	567	617	696	762	793	8%
Margen EBIT	5,6%	6,0%	5,8%	6,0%	6,1%	6,3%	6,7%	7,1%	7,2%	
BAI	253	348	370	357	440	499	587	665	696	14%
BNA	161	221	240	258	294	333	392	444	488	14%
Tasa variación interanual		37,1%	8,3%	7,5%	13,9%	13,5%	17,6%	13,2%	9,9%	

* TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento

Resumen Balance de Situación

	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Activo No Corriente	3.550	3.922	4.158	4.709	4.830	4.972	5.135	5.314	5.502
Activo Circulante	2.196	2.508	3.067	2.991	3.061	3.209	3.363	3.490	3.590
Total Activo	5.746	6.430	7.225	7.701	7.890	8.181	8.498	8.804	9.092
FFPP	1.392	1.521	1.535	1.748	1.954	2.187	2.461	2.772	2.772
Minoritarios	407	428	436	431	554	620	698	786	786
Pasivo no corriente	257	265	240	327	331	343	356	369	381
Deuda financiera	2.125	2.419	3.043	3.199	2.940	2.816	2.658	2.460	2.663
Pasivo Corriente	1.565	1.797	1.972	1.996	2.112	2.216	2.325	2.418	2.491
Total Pasivo	5.746	6.430	7.225	7.701	7.890	8.181	8.498	8.804	9.092

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	VR
+BNA	294	333	392	444	488	6.812
+Amortizaciones	461	468	478	488	500	
+Gastos Financieros *(1-t)	93	86	79	70	69	
- Inversiones en activos fijos	562	591	620	645	664	
- Inversiones en circulante	11	12	13	10	6	
= CFL Operativo	275	285	315	347	386	

WACC	6,7%
g	1,0%
EV	6.234 M€
- Deuda Neta	2.378 M€
- Minoritarios	431 M€
EqV	3.425 M€
Nº acciones	575,51 M

Estimación DCF **6,0 €/acción**

Método de valoración:

Establecemos un precio objetivo de **6,0€/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 de **+13%** 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%
5,92%	6,3	6,8	7,3	7,8	8,4	9,0	9,7
6,12%	5,9	6,3	6,8	7,3	7,8	8,4	9,0
6,32%	5,6	5,9	6,4	6,8	7,3	7,8	8,4
6,52%	5,2	5,6	5,9	6,4	6,8	7,3	7,8
6,72%	4,9	5,2	5,6	6,0	6,4	6,8	7,3
6,92%	4,6	4,9	5,2	5,6	6,0	6,4	6,8
7,12%	4,3	4,6	4,9	5,2	5,6	6,0	6,4
7,32%	4,0	4,3	4,6	4,9	5,2	5,6	6,0
7,52%	3,8	4,0	4,3	4,6	4,9	5,2	5,6

Equipo de Análisis de Bankinter:

Ramón Forcada Rafael Alonso Pilar Aranda Ana de Castro Aránzazu Cortina Luis Piñas
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

* 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/>

Avda de Bruselas, 14

28108 Madrid