Gestamp

Sector: Autos

En el punto de inflexión. El segundo semestre traerá buenas noticias. Mantenemos en Neutral. Precio Objetivo 6,0€.

Precio Objetivo: 6,0 €
Recomendación: Neutral
Analista: Esther Gutiérrez de la Torre Coll, CFA

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €):	2.762 M€
Último:	4,80 €/acc.
Nº Acciones (M.):	576 M acc.
Min / Max (52 sem):	4,54€ / 6,95€
Cód. Reuters / Bloomberg:	GEST.MC/GEST SM

Principales ratios	2018	2019e	2020e	2021e
PER*	11,1 x	9,4 x	8,3 x	7,0 x
Rent. dividendo*	2,6%	3,2%	3,6%	4,3%
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. 2019/20/21 con última cotización*

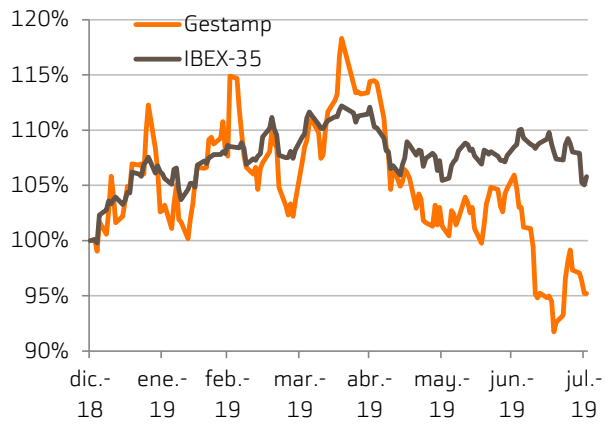
2ºTrimestre	2T18	2T19	Var. %	Estimaciones**
Cifra Negocio	2.203	2.344	6,4%	2.300
EBITDA	254	272	7,1%	272
Margen EBITDA	*11,5%*	*11,6%*		
EBIT	146	135	-7,5%	129
Margen EBIT	*6,6%*	*5,8%*		
BNA	69	59	-14,5%	73
Deuda Neta	*2.209*	*2.486*	*12,5%*	

** 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)



El segundo trimestre no ofrece grandes sorpresas. Es básicamente una continuación del primero. Los ingresos avanzan con fuerza pero el EBIT y el BNA sufren. El punto de inflexión llegará en el segundo semestre. En los próximos meses diversas plantas empezarán a contribuir al EBITDA y favorecerán una mayor generación de flujos de caja libre. Con ello, los márgenes se expandirán y el endeudamiento se reducirá gradualmente hasta caer por debajo de 2x (DFN/EBITDA) en 2020.

Por todo ello, mantenemos nuestra recomendación en Neutral y nuestro Precio Objetivo en 6,0€.

El segundo trimestre es una continuidad del primero. El punto de inflexión llegará en el segundo semestre

Las cifras del segundo trimestre evidencian una clara tendencia de continuidad. En concreto, muestran un importante avance de los ingresos (+6,4%). Algo notable teniendo en cuenta la difícil situación del sector y la caída de volúmenes en todos los mercados en los que Gestamp opera. De hecho, la Compañía consigue evolucionar mejor que el mercado en todas las áreas donde está presente.

A partir de este punto, la evolución de las principales partidas es de debilitamiento. El EBITDA avanza +7,1% y el margen EBITDA se expande hasta 11,6% (desde 11,5%). Ahora bien, excluyendo el efecto del nuevo tratamiento contable de los arrendamientos operativos (IFRS 16), su comportamiento sería plano y el margen de 10,8%. El aumento de la amortización y los minoritarios pesan sobre el EBIT y el BNA. Todo ello acompañado por un aumento del endeudamiento.

Sin embargo, **éste es el punto de inflexión antes de que los resultados de la Compañía se aceleren**. A lo largo del segundo semestre se incorporarán cuatro plantas nuevas que irán aumentando su contribución al EBITDA y al BNA. Las proyecciones de Gestamp apuntan a que su margen EBITDA avanzará hasta 12,5%/13,0% (desde 11,5% en el primer semestre). Con ello, la generación de flujos de caja libre también mejorará y el apalancamiento se reducirá gradualmente. Estimamos que el ratio de deuda financiera neta se moderará desde 2,8x actual hasta caer por debajo de 2x en 2020.

Además, el segundo semestre contará con una base comparativa más favorable. Las estimaciones apuntan a cierta estabilización de los niveles de producción y ventas. Entre otros factores, fue en el 2S2018 cuando el WLTP frenó las ventas del sector en Europa.

Por ello, pese a unas cifras puntualmente débiles, **mantenemos nuestra recomendación en Neutral y nuestro precio objetivo en 6,0€**.

A largo plazo seguimos pensando que Gestamp se verá favorecido por la creciente tendencia de externalización en el sector. Especialmente en lo referente a la electrificación. Aquí la estampación en caliente, técnica que domina la Compañía, es un punto determinante porque permite reducir el peso de los vehículos.

Por el lado de las amenazas, la exposición a China (aproximadamente el 8% de sus ingresos totales) es un factor que seguirá penalizando la cotización del valor cada vez que crezca la incertidumbre sobre el proteccionismo o se publiquen nuevos datos evidenciando la ralentización del crecimiento del país asiático.

Todo ello sin olvidar la difícil situación sectorial marcada por: (i) la ralentización económica global y su impacto negativo a nivel de ventas; (ii) los cambios normativos que dificultan la toma de decisiones de compra; (iii) la incertidumbre derivada del proteccionismo y (iv) el cambio estructural en el sector (electrificación, movilidad compartida, coche autónomo, etc).

Cifras en millones de euros

Resumen Cuenta 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 **+23%** desde los niveles actuales de cotización.

Matriz de Sensibilidad

	Crecimiento Sostenible Esperado (g)						
WACC	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

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

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 COMPAÑIAS

Todas nuestras notas están disponibles en: Link a los informes de compañías

EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada - Director
Javier Hombría - Telecos
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

Avda. de Bruselas, 14
28108 Alcobendas, Madrid