

GRADO EN ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN DE EMPRESAS

Curso 2017/2018

VALORACIÓN DE EMPRESAS



Autor : Iñigo Rincón Altolaquirre
Responsable : Ana Beraza Garmendia

INDICE

1. Resumen Ejecutivo	9
2. Descripción de la Empresa.....	11
2.1. Antecedentes	11
2.1.1. Definición de la compañía	11
2.1.2. Misión, visión y valores corporativos	12
2.1.2.1. Misión	12
2.1.2.2. Visión	12
2.1.2.3. Valores corporativos	13
2.1.3. Historia de CIE Automotive	13
2.1.3.1. Grupo Acerías y forjas de Azcoitia S.A.....	14
2.1.3.1.1. Aceros y forjas de Azcoitia	14
2.1.3.1.2. Patricio Cirilo Echeverría Elorza	15
2.1.3.2. La Corporación Industrial Egaña	16
2.1.4. CIE automotive en Bolsa.....	17
2.1.4.1. Consejo de administración	18
2.1.5. Estructura del grupo.....	19
2.2. Productos ,Servicios y segmentación de negocio.....	20
2.2.1. Tecnologías	20
2.2.1.1. Estampación y conformado de tubo	21
2.2.1.2. Forja.....	22
2.2.1.3. Fundición	23
2.2.1.4. Inyección de aluminio.....	24
2.2.1.5. Mecanizado.....	25
2.2.1.6. Plásticos y composites	26
2.2.1.7. Roof Systems.....	27
2.2.2. Productos	28
2.2.2.1. Motor.....	28
2.2.2.2. Sistemas de Techo	29
2.2.2.3. Carrocería, Chasis & Dirección	29
2.2.2.4. Interior & Exterior Trim	30
2.2.2.5. Vehículos Comerciales	30
2.2.2.6. Transmisión y Caja de Cambios.....	31
2.2.3. Segmentos	31
2.2.3.1. Facturación	32
2.2.3.2. Generación de EBITDA.....	32
2.2.3.3. Margen bruto de explotación	33
2.2.3.4. Distribución geográfica.....	34
3. Análisis de los Factores de Entorno (PESTEL).....	35
3.1. Políticos	35
3.2. Económicos	35
3.3. Sociales.....	35
3.4. Tecnológicos	36
3.5. Factores medioambientales	36
3.6. Marco legal y regulatorio.....	36
4. Análisis del Sector	37
4.1. Características del sector	37
4.2. Subsector de la compañía en España.....	39
4.3. Fuerzas Competitivas de Porter	41

4.3.1. Poder de negociación de clientes	41
4.3.2. Poder de negociación de proveedores.....	41
4.3.3. Grado de rivalidad de competidores	41
4.3.4. Amenaza de nuevos competidores	41
4.3.5. Amenazas de productos sustitutivos	41
4.4. DAFO del subsector	42
4.5. Tipología de clientes	43
4.6. Competencia	44
4.6.1. Capitalización bursátil	44
4.6.2. Localización	44
4.6.3. Multitecnológicas	44
5. Factores de Riesgo	45
5.1. Riesgo de Mercado.....	45
5.1.1. Riesgo de tipo de cambio.....	45
5.1.2. Riesgo de precio	46
5.1.3. Riesgo de tipo de interés	46
5.2. Riesgo de liquidez	46
5.3. Riesgo de crédito.....	46
5.4. Riesgo de Materias Primas (MMPP)	46
6. Estados Financieros Históricos	47
6.1. CIE Automotive 2014-2017	47
6.1.1. Balance de Situación	47
6.1.1.1. Activo	47
6.1.1.2. Patrimonio Neto y Pasivo	49
6.1.2 Cuenta de resultados.....	52
6.1.3 Flujos de caja.....	54
6.1.3.1. Flujo de caja libre (Free Cash Flow).....	54
6.1.3.2. Flujo de caja de la deuda (Debt Cash Flow).....	55
6.1.3.3. Flujo de caja para el accionista (Equity Cash Flow)	56
6.2. Datos financieros EX Dominion.....	57
6.3. Datos competencia.....	58
A continuación incluimos una tabla con las empresas comparables, y con los múltiplos más utilizados en el sector	58
7. DAFO de la Compañía	59
8. Formulación Estratégica.....	60
9. Proyecciones Financieras	63
9.1. Hipótesis utilizadas	64
9.1.1. Cuenta de resultados.....	64
9.1.2. Balance de situación.....	65
9.1.2.1. CapEx de crecimiento inorgánico.....	65
9.2. Estados financieros proyectados.....	69
9.3. Ratios proyectados	70
10. Valoración de las Acciones	71

10.1. Valoración de las acciones de la empresa por descuento de flujos de caja	71
10.1.1. Flujos de caja proyectados	71
10.1.1.1. Flujo de caja libre	71
10.1.1.2. Flujo de caja de la deuda	72
10.1.1.3. Flujo de caja para el accionista	72
10.1.2. Cálculo WACC	73
10.1.2.1. Rentabilidad exigida por el accionista (K_e)	73
10.1.2.1.1. Tipo de interés sin riesgo (I_{sr})	74
10.1.2.1.2. Beta (β)	74
10.1.2.1.3. Prima de riesgo de mercado (PRM)	77
10.1.2.1.4. Prima de tamaño y Mid-term	77
10.1.2.2. Coste de la deuda (K_d)	77
10.1.2.3. Endeudamiento de mercado (e_m)	78
10.1.2.3.1. Valor del patrimonio neto a valor de mercado (Equity)	78
10.1.2.3.2. Valor de la deuda a valor de mercado	78
10.1.3. Valoración de las acciones de la empresa por descuento de flujos de caja	78
10.3.3.1. Valor de las acciones a precio de mercado	79
10.3.3.2. Valor de la deuda a valor de mercado	79
10.3.3.3. Valor de de mercado de la empresa a fecha	80
10.2. Valoración por Múltiplos de empresas comparables y de transacciones recientes	82
10.2.1. Transacciones recientes	82
10.2.2. Múltiplos de empresas comparables	83
11. Recomendación	85
Bibliografía	<i>Error! Bookmark not defined.</i>

INDICE DE ILUSTRACIONES

<i>Ilustración 1</i>	<i>Resumen ejecutivo</i>	<i>9</i>
<i>Ilustración 2</i>	<i>Historia CIE Automotive</i>	<i>11</i>
<i>Ilustración 3</i>	<i>Terrenos de Etxezaga</i>	<i>15</i>
<i>Ilustración 4</i>	<i>Patricio Echeverría S.A.</i>	<i>16</i>
<i>Ilustración 5</i>	<i>Evolución bursátil CIE Automotive</i>	<i>17</i>
<i>Ilustración 6</i>	<i>Distribución del accionariado</i>	<i>18</i>
<i>Ilustración 7</i>	<i>Distribución de facturación por tecnología</i>	<i>20</i>
<i>Ilustración 8</i>	<i>Localizaciones de estampación</i>	<i>21</i>
<i>Ilustración 9</i>	<i>CIE Egaña</i>	<i>21</i>
<i>Ilustración 10</i>	<i>Localizaciones de forja</i>	<i>22</i>
<i>Ilustración 11</i>	<i>CIE Galfor</i>	<i>22</i>
<i>Ilustración 12</i>	<i>Localizaciones de fundición</i>	<i>23</i>
<i>Ilustración 13</i>	<i>CIE Durametal</i>	<i>23</i>
<i>Ilustración 14</i>	<i>Localizaciones de Aluminio</i>	<i>24</i>
<i>Ilustración 15</i>	<i>CIE Celaya</i>	<i>24</i>
<i>Ilustración 16</i>	<i>Localizaciones de Mecanizado</i>	<i>25</i>
<i>Ilustración 17</i>	<i>CIE MecautoFuente - CIE Automotive</i>	<i>25</i>
<i>Ilustración 18</i>	<i>Localizaciones de plásticos y composites</i>	<i>26</i>
<i>Ilustración 19</i>	<i>Orbelan Fuente - CIE Automotive</i>	<i>26</i>
<i>Ilustración 20</i>	<i>Localizaciones de Roof Systems</i>	<i>27</i>
<i>Ilustración 21</i>	<i>ACS Shangai</i>	<i>27</i>
<i>Ilustración 22</i>	<i>Componentes de motor</i>	<i>28</i>
<i>Ilustración 23</i>	<i>Componentes de sistemas de techo</i>	<i>29</i>
<i>Ilustración 24</i>	<i>Componentes de carrocería , chasis y dirección</i>	<i>29</i>
<i>Ilustración 25</i>	<i>Componentes de interior& exterior Trim</i>	<i>30</i>
<i>Ilustración 26</i>	<i>Componentes de vehículos industriales</i>	<i>30</i>
<i>Ilustración 27</i>	<i>Componentes de transmisión y caja de cambios</i>	<i>31</i>
<i>Ilustración 28</i>	<i>Peso de ventas por segmentos en 2017 en millones de euros</i>	<i>32</i>
<i>Ilustración 29</i>	<i>Evolución peso sobre ventas por segmentos</i>	<i>32</i>
<i>Ilustración 30</i>	<i>Distribución de EBITDA por segmentos</i>	<i>33</i>
<i>Ilustración 31</i>	<i>Evolución EBITDA sobre ventas</i>	<i>33</i>
<i>Ilustración 32</i>	<i>Mapa de localizaciones</i>	<i>34</i>
<i>Ilustración 33</i>	<i>Distribución de ventas en millones de euros por zonas</i>	<i>34</i>
<i>Ilustración 34</i>	<i>Cadena de valor sector automoción</i>	<i>37</i>
<i>Ilustración 35</i>	<i>Export diciembre 2017 y abril 2018</i>	<i>39</i>
<i>Ilustración 36</i>	<i>Distribución de ventas en Europa diciembre 2017 y abril 2018</i>	<i>40</i>
<i>Ilustración 37</i>	<i>DAFO del subsector</i>	<i>42</i>
<i>Ilustración 38</i>	<i>Clientes CIE Automotive</i>	<i>43</i>
<i>Ilustración 39</i>	<i>DAFO CIE Automotive</i>	<i>59</i>
<i>Ilustración 40</i>	<i>Formulación estratégica I</i>	<i>60</i>
<i>Ilustración 41</i>	<i>Formulación estratégica II</i>	<i>61</i>
<i>Ilustración 42</i>	<i>Valor CIE con múltiplos de la competencia</i>	<i>84</i>

INDICE DE TABLAS

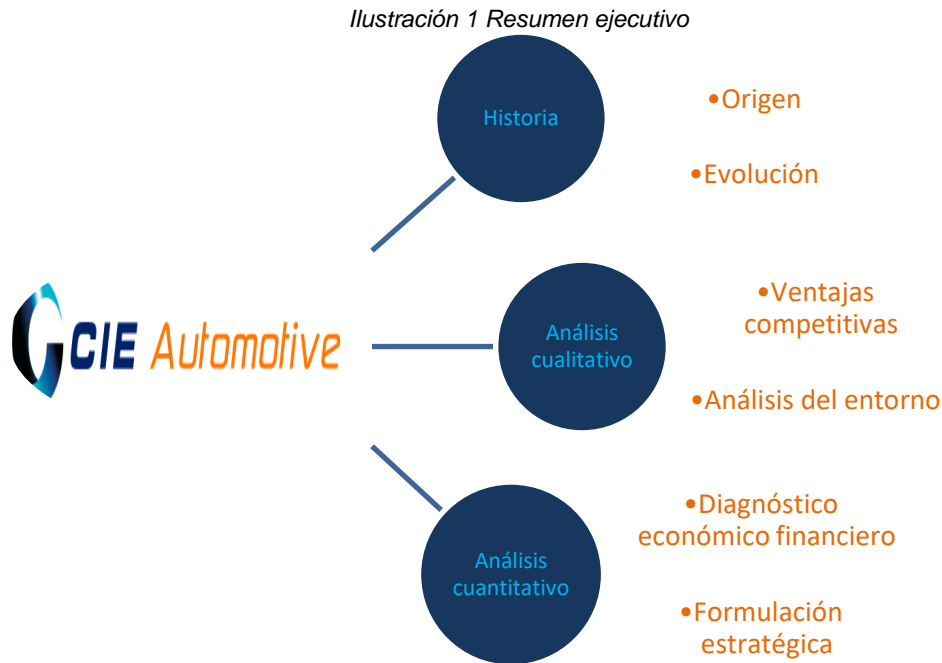
Tabla 1 Consejo de Administración	18
Tabla 2 EBITDA por segmentos 2018-2016	33
Tabla 3 Activo no corriente CIE Automotive 2014 -2017.....	47
Tabla 4 Activo corriente CIE Automotive 2014-2017	48
Tabla 5 Peso de activo circulante sobre ventas 2014 - 2017	48
Tabla 6 Periodo medio de ventas y cobro 2014-2017.....	48
Tabla 7 Variación en % del PN y Pasivo 2014 - 2017 I.....	49
Tabla 8 Patrimonio neto CIE Automotive 2014 -2017	49
Tabla 9 Capitales permanentes 2014-2017 en miles de euros	49
Tabla 10 Pasivo no corriente CIE Automotive 2014 -2017.....	50
Tabla 11 Periodo medio de pago 2014-2017.....	50
Tabla 12 Pasivo corriente CIE Automotive 2014 -2017.....	50
Tabla 13 Ratios de liquidez 2014-2017	51
Tabla 14 NOF 2014-2017 en miles de euros	51
Tabla 15 PyG 2014-2017	52
Tabla 16 Variación ventas, EBIT y Beneficio 2014-2017	52
Tabla 17 Ratios 2014-2017	53
Tabla 18 RONA y ROE 2014-2017.....	53
Tabla 19 Ratios de cobertura 2014-2017.....	54
Tabla 20 Free cash flow 2014-2017	55
Tabla 21 Debt cash flow 2014-2017.....	55
Tabla 22 Equity cash flow 2014-2017.....	56
Tabla 23 Balance de situación Ex Dominion.....	57
Tabla 24 Cuenta de resultados Ex Dominion.....	58
Tabla 25 Comparables	58
Tabla 26 Escenarios de ventas	63
Tabla 27 Principales hipótesis I	64
Tabla 28 Principales hipótesis II	65
Tabla 29 Múltiplos sector automoción	66
Tabla 30 Múltiplos sector automoción	67
Tabla 31 Inteva.....	67
Tabla 32 Balance de situación CIE Automotive 2019	67
Tabla 33 Balance de situación aproximado Inteva.....	67
Tabla 34 Asiento de compra de participaciones de Inteva.....	68
Tabla 35 Consolidación de Inteva en CIE Automotive	68
Tabla 36 Balance de situación CIE Automotive 2018-2022	69
Tabla 37 PyG CIE Automotive 2018-2022	69
Tabla 38 Ratios CIE Automotive 2018-2022.....	70
Tabla 39 FCL CIE Automotive 2018-2022	71
Tabla 40 FCD CIE Automotive 2018-2022.....	72
Tabla 41 FCA CIE Automotive 2018-2022.....	72
Tabla 42 FCA Vs FCdA	72
Tabla 43 WACC	73
Tabla 44 Rentabilidad exigida por el accionista.....	73
Tabla 45 Tipo de interés sin riesgo(Ke)	74
Tabla 46 Betas competencia	74
Tabla 47 Beta de la deuda	75
Tabla 48 Beta apalancada CIE Automotive	75
Tabla 49 Beta de CIE Automotive.....	75
Tabla 50 Betas observadas en páginas web	76
Tabla 51 Betas informadas en BME en su informe anual	76
Tabla 52 Prima de riesgo de mercado (PRM).....	77

<i>Tabla 53 Prima de tamaño y Mid-term.....</i>	<i>77</i>
<i>Tabla 54 Coste de la deuda (Kd).....</i>	<i>77</i>
<i>Tabla 55 Spread de la deuda</i>	<i>78</i>
<i>Tabla 56 Endeudamiento de mercado (em).....</i>	<i>78</i>
<i>Tabla 57 Flujos de caja terminales</i>	<i>79</i>
<i>Tabla 58 Descuento de flujos de caja para el accionista</i>	<i>79</i>
<i>Tabla 59 Descuento de flujos de caja de la deuda</i>	<i>80</i>
<i>Tabla 60 Descuento de flujos de caja libre</i>	<i>80</i>
<i>Tabla 61 Comprobación de flujos</i>	<i>80</i>
<i>Tabla 62 Capitalización teórica y real.....</i>	<i>81</i>
<i>Tabla 63 Diferencia del valor y precio calculado.....</i>	<i>81</i>
<i>Tabla 64 Múltiplos implícitos de la valoración.....</i>	<i>82</i>
<i>Tabla 65 Múltiplos informados por Norgestion.....</i>	<i>82</i>
<i>Tabla 66 Múltiplos competencia</i>	<i>83</i>
<i>Tabla 67 Valor CIE con múltiplos de la competencia</i>	<i>83</i>

1. Resumen Ejecutivo

El presente trabajo fin de grado, tiene como objetivo la valoración del grupo CIE Automotive, proveedor de subprocesos y componentes de nivel 2, o TIER 2 del sector de la automoción, con sede en Bizkaia.

La base de la valoración se sustenta en 3 pilares fundamentales:



Fuente : Elaboración propia

Hemos recorrido toda la historia del grupo, proveniente de la fusión de dos grupos de empresas desde la creación de ambas para poder entender sus orígenes y pilares fundamentales.

Una vez entendido su origen y su evolución hemos realizado un análisis de la actividad de la empresa y de su entorno, detectando los puntos fuertes y débiles de la empresa y de la relación con el mismo.

Hemos analizado los estados financieros de la empresa para determinar su posición financiera y basándonos en la formulación estratégica de la empresa, hemos proyectado posibles escenarios futuros.

Con todo esto, y por medio del método del descuento de flujos de caja, obtenemos un valor por acción de 30,67€, frente a un valor de cotización actual aproximado de 27€.

Nuestra recomendación es de comprar con un precio objetivo de 30,67€ y un potencial de revalorización del 13,59%.

2. Descripción de la Empresa

El punto dos prácticamente en su totalidad ha sido recuperado de la página web de la empresa (Sitio web de CIE Automotive, 2018).

2.1. Antecedentes

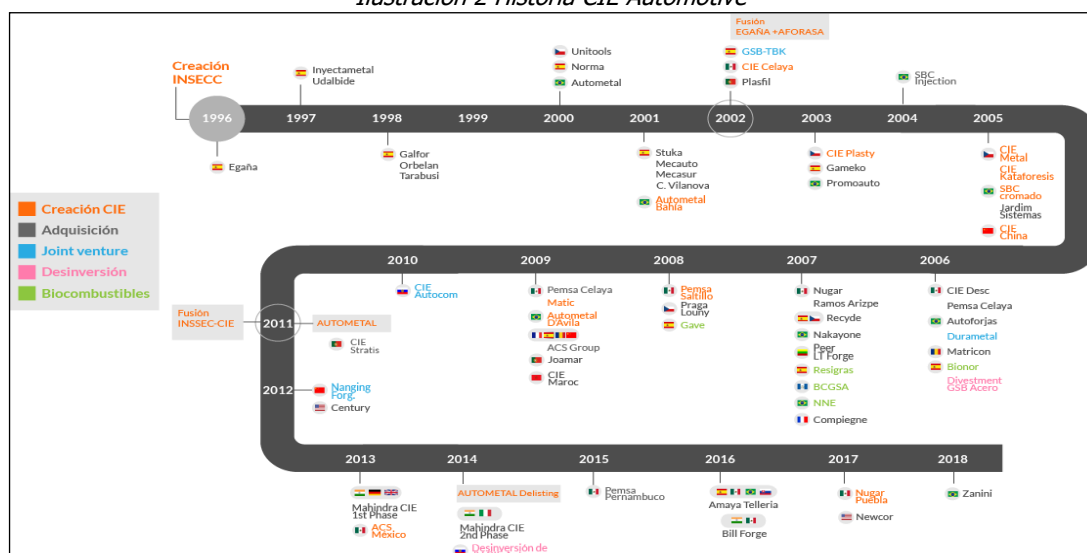
2.1.1. Definición de la compañía

CIE Automotive es un grupo industrial internacional especialista en procesos de alto valor añadido para el diseño, fabricación y venta de componentes y subconjuntos para el mercado global de Automoción en tecnologías complementarias. Tiene un modelo de negocio sostenible y comprometido con el entorno. Actualmente, está enfocado únicamente al sector de la automoción, tras su salida de la también cotizada Dominion en este año 2018. Dominion desarrolla su actividad en el sector de soluciones y servicios.

CIE esta posicionado como proveedor de segundo nivel o TIER 2, donde suministra productos tanto a los proveedores de primer nivel o TIER 1, y a los propios fabricantes de vehículos u OEM (De sus siglas en ingles, Original equipment manufacturer).

Se trata de una empresa que opera a nivel mundial, posicionado en 40 países a través de 90 plantas, y con aproximadamente 27.000 profesionales. Se trata de un grupo industrial, donde ha desarrollado la actividades de fusiones y adquisiciones (M&A, por sus siglas en ingles de Mergers and acquisitions) con una disciplina estricta en cuanto a retornos mínimos exigidos de la inversión a las adquiridas. Han llevado a cabo más de 70 transacciones de M&A desde 1996 integrando a más de 20.000 personas.

Ilustración 2 Historia CIE Automotive



Fuente : CIE Automotive

CIE presenta un Portfolio multitecnológico para ofrecer una amplia gama de productos con alto valor añadido ,para ofrecer una propuesta de valor única. Domina las tecnologías de forja, inyección de aluminio, fundición, mecanizado,

inyección de plástico y estampación, lo que le permite ofrecer una gama de productos muy amplia, entre los que destacan:

- 1) Componentes para motor
- 2) Componentes para transmisión y caja de cambio
- 3) Componentes para chasis y dirección
- 4) Componentes de interior y exterior

CIE mantiene una estrategia basada en 5 pilares fundamentales:

- Multilocalización que les permite llegar a los diferentes mercados de sus clientes
- Diversificación comercial que les permite mitigar riesgos
- Multitecnología para poder ofrecer una amplia gama de productos de alto valor añadido
- 7 tecnologías en constante evolución que les permite dominar y optimizar los diferentes procesos y apostar por la innovación y hacer los más eficientes
- Disciplina financiera que les permite crecer de forma sostenible y rentable, focalizada en la generación de caja y la gestión descentralizada a través de estructuras "Lean".
- Modelo único de gestión descentralizado, pero enfocado a los objetivos del grupo y no de cada una de las sociedades.

2.1.2. Misión, visión y valores corporativos

2.1.2.1. Misión

"CIE Automotive es un proveedor de componentes y subconjuntos para el mercado global de automoción, con una actuación basada en la utilización de tecnologías complementarias y diversos procesos asociados.

En ambos proyectos crecemos de forma sostenida y rentable para posicionarnos como partner de referencia a través de la satisfacción de nuestros clientes con soluciones integrales, innovadoras y competitivas de alto valor añadido.

Buscamos la excelencia sobre la base de los siguientes compromisos:

La mejora continua de los procesos y su gestión eficiente.

La promoción de la participación, la implicación y el trabajo en equipo en un entorno agradable y seguro.

La transparencia y la integridad en todas nuestras actuaciones.

El respeto y mejora del medio ambiente. (Sitio web de CIE Automotive, 2018)

2.1.2.2. Visión

"Aspiramos a convertirnos en el grupo industrial de referencia especialista en gestión de procesos de alto valor añadido.

Buscamos convertirnos en el paradigma de empresa socialmente responsable por nuestro compromiso con:

- *Las personas y sus derechos fundamentales.*
- *El medio ambiente, fomentando iniciativas que promuevan una mayor responsabilidad ambiental.*

- *La creación de valor.*
- *La colaboración con grupos de interés.*
- *La excelencia en la gestión.*

Nos proponemos ser:

Referencia dentro de la cadena de valor por calidad, tecnología y servicios.

Referencia en eco innovación y eco diseño. (Sitio web de CIE Automotive, 2018)

2.1.2.3. Valores corporativos

“En CIE Automotive damos importancia a las personas:

Respetando sus derechos fundamentales.

Proveyéndoles de unas condiciones laborales justas.

Fomentando su capacidad de iniciativa, creatividad e innovación, la participación y el trabajo en equipo, su capacidad de conseguir objetivos y añadir valor, la actitud positiva al cambio y a la mejora continua.

En CIE Automotive damos importancia al medio ambiente:

Manteniendo un enfoque preventivo.

Trabajando para minimizar cualquier impacto negativo.

En CIE Automotive damos importancia a la transparencia en la gestión:

Promoviendo la responsabilidad, la integridad y el compromiso con el trabajo bien hecho.

Haciendo públicos de forma clara todos los datos relevantes de nuestra actividad para que éstos sean conocidos y comprendidos.

En CIE Automotive damos importancia a los grupos de interés:

Promoviendo unas relaciones honestas.

Respetando sus derechos.

En CIE Automotive damos importancia a la legalidad:

Respetando la normativa nacional e internacional.”

“Honestidad, equidad e integridad son la base de todos nuestros valores (Sitio web de CIE Automotive, 2018)

2.1.3. Historia de CIE Automotive

La empresa CIE automotive, nace de la fusión del Grupo Acerías y forjas de Azcoitia S.A. y de la Corporación Industrial Egaña S.A. llevada a cabo en el año 2002. La fusión por absorción de Egaña por AFORASA se aprobó por los consejos de administración en abril de 2002 las sociedades se valoraron igual, por lo que la distribución del accionariado fue al 50%. Las negociaciones las llevaron a cabo por medio de los presidentes de ambas compañías y sus consejeros delegados. Por parte de Egaña, cabe destacar que el presidente era Antón Pradera, durante muchos años presidente ejecutivo de CIE Automotive. (Sitio web de CNMV)

Aforasa, que controlaba al 100% el grupo siderúrgico Vasco (GSB), aportó 4 divisiones (Acero , Forja, Aluminio y mecanizado) y 7 empresas. Por su parte, CIE aportó el dominio de las tecnologías del metal, aluminio y plástico y estaba compuesta por 13 sociedades (Sitio web de cinco días, 2002).

Cada una de las empresas, que unieron fuerzas para formar el Grupo CIE automotivo, tiene su particular historia. Si bien es cierto que la fusión se llevo a cabo entre las dos compañías, vamos a profundizar en los diferentes movimientos societarios que se llevaron a cabo hasta 2002 , y a enfatizar en dos nombre propios por encima del resto: Javier Egaña y Patricio Echeverría.

2.1.3.1. Grupo Acerías y forjas de Azcoitia S.A.

Para llegar hasta el grupo AFORASA que unió sus fuerzas con CIE S.A., debemos centrarnos principalmente en una sociedad con origen en Oñate, Ferrería Zubillaga, y en un nombre propio con Origen en Legazpi, Patricio Echeverría, que tras muchos años de evolución, llegaron a formar el Grupo siderúrgico Vasco (GSB) junto con el gobierno vasco, a través de SOCADE (Sociedad capital Desarrollo de Euskadi S.A.) en 1993.

El grupo GSB, que en un inicio se iba a repartir a partes iguales entre AFORASA y Patricio Echeverría, con un porcentaje del 47% para cada parte, y el 6% restante quedaría en la propiedad del Gobierno Vasco, finalmente quedó en un 75% para AFORASA, 10% Patricio Echeverría y 15% SOCADE.

En 2002, el grupo GSB, ya controlado al 100% por AFORASA, fue disuelta sin liquidación, ya que AFORASA, único accionista, absorbió todo sus activos y pasivos. (Sitio web de CNMV)

2.1.3.1.1. Aceros y forjas de Azcoitia

El origen de AFORASA está en el siglo XVIII, concretamente en el año 1890 en la localidad de Oñati, donde empezó su actividad con el nombre de Ferrería Zubillaga, ya que se encontraba en el barrio de Zubi. La ferrería fue creada por los señores Altube, Elorza y Moyua, pero tras disputas empresariales, quedó únicamente en manos del señor Elorza. En el año 1939 la empresa fue vendida a 3 socios, los señores Arrúe, Chacón y Errasti, que formaron la sociedad Forjas de Zubi S.A. (*Gobierno Vasco, 2016*)

En los años 50, por las dificultades surgidas para la producción de aceros especiales en Oñati, la empresa tuvo que buscar un nueva localidad para desarrollar su actividad. En un inicio parecía que la producción se iba a llevar a la localidad fronteriza de Irún, pero finalmente fue Azkotia, con el esfuerzo de su ayuntamiento, y la compra de los terrenos de Etxezaga, y su posterior cesión a la que por aquel entonces, se llamaba Forjas Zubillaga, quien consiguió llevarse el gato al agua. (*El Diario Vasco, 2015*)

El 30 de agosto de 1955 se empezó la construcción de los 3 pabellones que albergarían la llamada forja de herramientas donde se empezaron a fabricar herramientas primarias como azadas , mazas, rastrillos, etc.

En un inicio, la empresa se llamaba forjas de Azkoitia y forjas de Zubillaga hasta el año 1960, donde pasó a llamarse Acerías y Forjas de Azkoitia hasta su fusión con la Corporación industrial Egaña S.A. Por el año 60 la plantilla superaba los 700 trabajadores, y cumplió con el propósito del alcalde, que los habitantes de Azkoitia, no se desplazaran a las localidades vecinas a trabajar. En el año 80, los propios

trabajadores, compraron la sociedad, optimizando la producción y relanzando la actividad hasta su fusión con Patricio Echeverría, formando el grupo GSB. (Sudupe, 2015)

Ilustración 3 Terrenos de Etxezaga



Fuente : www.euskadi.es

2.1.3.1.2. Patricio Cirilo Echeverría Elorza

Empresario vasco nacido en Legazpi en el año 1882, miembro de una familia de tradición papelera, pronto decidió no continuar con la tradición familiar y orientarse hacia la forja, y después de cursar sus estudios primarios en su localidad natal, empezó su vida laboral en unos talleres de Arrasate, en concreto los talleres Vergarajauregi.

En 1904 al regresar a Legazpi, abrió una pequeña herrería para cuatro años más tarde acabar fundando la empresa " Segura, Echeverría y Cía.", un taller con 12 empleados dedicado a la fabricación de herramientas agrícolas y mineras principalmente. 15 años más tarde de la creación de la compañía, que contaba ya con 100 empleados aproximadamente, y tras varias disputas con sus socios por temas estratégicos y de objetivos, la sociedad se disolvió. Es cuando se crea "Fabrica de herramientas de Patricio Echeverría".

En el año 1920 Patricio creó y patentó (no pudo hacerlo hasta al año 30) la todavía a día de hoy conocida marca "Bellota". Entre los productos *Bellota* se encontraban principalmente herramientas para el mundo agrícola. Patricio basó el crecimiento de su empresa en la innovación (propia e importada), de la que surgieron técnicas de producción que son las bases de técnicas actuales, la reinversión de los beneficios y la integración vertical de la empresa.

En 1938 surgió así, la empresa llamada Patricio Echeverría S.A. con un capital social de 15 millones de pesetas 100% propiedad de la familia, siendo una de las referencias española en la producción de aceros y aceros especiales, y el primer fabricante de herramienta manual.

En el año 1992 se creó la Corporación Patricio Echeverría S.A y las filiales Patricio Echeverría Aceros, Patricio Echeverría Forja, Bellota Herramientas, Comercial Bellota y P. Echeverría Inversiones.

Finalmente, en el año 1993, surge el Grupo Siderúrgico Vasco (GSB) con un capital de 8.000 millones de pesetas y como accionistas, dos filiales de la corporación Patricio Echeverría, en concreto Patricio Echeverría Aceros y Patricio Echeverría Forja, Acerías y forjas de Azcoitia y el Gobierno Vasco. (González García, 2007)

Ilustración 4 Patricio Echeverría S.A.



Fuente : Auñamendia Euskal Enziklopedia

2.1.3.2. La Corporación Industrial Egaña

Para conocer lo que es la corporación Egaña, hay que remontarse hasta el año 1961, cuando Javier Egaña crea una empresa que se dedicaba a producir piezas estampadas y embutición para frenos y filtros del sector de la automoción principalmente. No es hasta el año 1973 cuando crea la sociedad Egaña S.A. en la localidad Bizkaina de Zaldívar. Con el paso de los años, y viendo que no contaba con un relevo para tomar las riendas de su empresa, que no quería vender a cualquier persona su creación, y que el sector de la automoción requería de mayor competitividad, recibió una oferta del INSECC (Instituto sectorial de promoción y gestión de Empresas), un grupo inversor, que contaba con la participación de empresarios de renombre. La idea era crear una empresa más grande, con más fuerza para poder competir mejor en un sector de la automoción cada vez más exigente y profesional. Es por eso que en el año 1996 Egaña e INSECC juntaron sus fuerzas creando la Corporación industrial Egaña S.A. (Zabala & Zubiaurre)

El plan estratégico de esta unión, se basaba en 4 pilares fundamentales :

1. Proveedor que abarcara diferentes tecnologías.
2. Se decide ser proveedor de segundo rango, o TIER 2, es decir, proveedor de proveedores directos de los fabricantes originales (OEM de sus siglas en ingles " Original Equipment manufacturer ")
3. Aportar un alto valor añadido.
4. Tener una posición financiera sólida.

En un inicio, el crecimiento se financió en gran medida, por el mayor poder económico del instituto y por medio del M&A, con la intención de tener un crecimiento más rápido, y disponer de una gama de productos más diversificado. De hecho, el crecimiento de la actual CIE automotive, se centra en la combinación del crecimiento orgánico de la empresa, y en el mencionado M&A. Las dos primeras adquisiciones fueron Udalbide S.A. e Inyectametal S.A. en el año 1972.

Como bien hemos dicho, el crecimiento de la sociedad también se basaba en crecimientos orgánicos, como por ejemplo la creación de Autokomp en el año 99, que es la base del actual centro tecnológico que da soporte a las empresas del grupo CIE automotive. Por exigencias de los clientes, la corporación tuvo que optar por la estrategia de internacionalización, e implantarse cerca de los mismo clientes, así fue como en el año 2000, adquirió las empresas Unitools (República Checa) y el 50% de Autometal, para implantarse en Brasil.

2.1.4. CIE automotiva en Bolsa

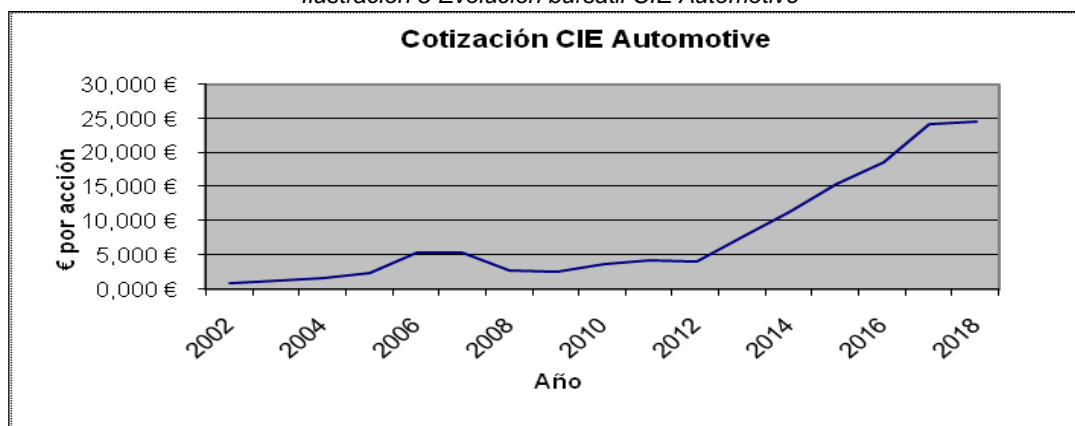
Si bien es cierto que CIE como tal, debutó en la bolsa de Madrid en el año 2002, uno de los grupos ya venía haciéndolo años atrás, en concreto Acerías y forjas de Azkoitia S.A. El año que debutó en la bolsa de Madrid, CIE contaba con 22,8 millones de acciones, y cerró el año en 0.8476€ por acción, por lo que tenía una capitalización bursátil de 19,3 millones de euros. El valor nominal de las acciones era de un cuarto de euro.

En el año 2006, CIE realizó una ampliación de capital con cargo a reservas, multiplicando por 5 el valor nominal de las acciones, pasando a ser 1,25 euros, para posteriormente realizar un Split¹ en proporción de 5 a 1, volviendo el valor nominal al cuarto de euro inicial. A cierre de ejercicio, el capital social estaba formado por 114 millones de acciones con un valor de mercado de 5,38 euros.

Tanto en el año 2013 como en el 14, se produjo una ampliación de capital, dejando el nuevo capital social en 129 millones de acciones con el mismo valor nominal inicial. El valor de mercado de la acción era de 11,265 euros, lo que suponía que la sociedad ya tenía un valor de mercado de más de 1450 millones de euros. Como accionista mayoritario de CIE automotiva, quedaba la corporación Gestamp con casi un 23%.

Como hecho más importante en los últimos años, cabe destacar la entrada a formar parte del IBEX 35 en junio de este 2018. La entrada en el selectivo español ha sido para ocupar el sitio dejado por Abertis. A cierre de Agosto, la acción tenía un valor que rondaba los 30 euros. En la ilustración 2 se puede ver la evolución de CIE desde su cambio de nombre.

Ilustración 5 Evolución bursátil CIE Automotiva

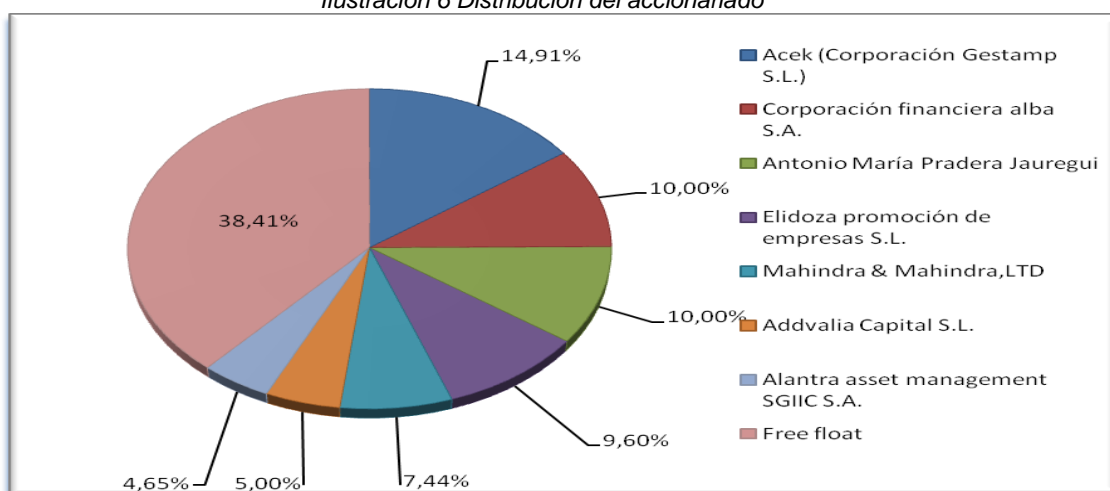


Fuente - Elaboración propia a partir de BME

En la ilustración 6 se puede ver la distribución de los principales accionistas de la sociedad. Acek, antigua corporación Gestamp es el mayor accionista con casi un 15%. Detrás de estas sociedades se encuentran los hermanos Riberas Mata, dos de las mayores fortunas del país, que forman parte del Consejo de Administración como se muestra en la tabla 1. Con el 10% de las acciones están Antón Pradera, presidente de CIE, y la corporación financiera Alba, propiedad de la familia March. El free float de la sociedad, o lo que es lo mismo, las acciones que cotizan en la bolsa de Madrid, es del 38%.

¹ Desdoblamiento de una acción en varias, sin ampliación de capital.

Ilustración 6 Distribución del accionariado



Fuente : Elaboración Propia según datos de CIE Automotive.

2.1.4.1. Consejo de administración

El consejo de administración de CIE automotive está formado por 15 personas. De esas 15 personas, 13 son consejeros, 9 de ellos dominicales², dos son independientes, y otros dos de ellos son consejeros ejecutivos, destacando Jesús María Herrera, CEO del grupo CIE. También destaca como consejero dominical, Antón Pradera, hasta este año presidente ejecutivo

Tabla 1 Consejo de Administración

Consejo de Administración		
Nombre	Cargo	Tipo de consejero
Dº Antonio Pradera Jáuregui	Presidente	Dominical
ELIDOZA promoción de empresas S.L.	Vicepresidente	Dominical
Dº Jesús María Herrera Barandiaran	Consejero delegado	Ejecutivo
Dº Ángel Ochoa Crespo	Vocal	Independiente
Dº Carlos Solchaga Catalán	Vocal	Independiente
Dº Francisco Riberas Mata	Vocal	Dominical
Dº Juan María Riberas Mata	Vocal	Dominical
Dº Fermín del Río Sanz de Acedo	Vocal	Ejecutivo
Dº Shriprakash Shukla	Vocal	Dominical
Dº Vankipuram Parthasarathy	Vocal	Dominical
Acek (Corporación Gestamp S.L.)	Vocal	Dominical
Addvalia Capital S.L.	Vocal	Dominical
QMC Directorships S.L.	Vocal	Dominical
Dº Roberto José Alonso Ruiz	Secretario	No consejero
Dº José Ramón Berecibar Mutiozabal	Vicesecretario	No consejero

Fuente - Elaboración propia a partir de la información de CIE automotive.

² Los consejeros dominicales forman parte del Consejo de Administración por ser accionistas mayoritarios o por representar a uno de ellos.

2.1.5. Estructura del grupo

CIE Automotive controla las sociedades dependientes a través de 4 filiales principalmente, de las que tiene el 100% de la propiedad:

- CIE Berriz SL de la que cuelgan 57 filiales.
- Advanced Systems Ibérica SLU .
- Advanced comfort systems France SAS de la que cuelgan 3 sociedades.
- Autokomp ingeniería S.A.U. de la que cuelgan 4 sociedades.

2.2. Productos ,Servicios y segmentación de negocio

CIE Automotive diseña y fabrica componentes y subconjuntos para el sector de la automoción con procesos de alto valor añadido. La empresa presenta un portfollio Multitecnológico que le permite producir una gran gama de productos por lo que le permite dar una servicio más amplio a sus clientes. La producción de complementos la realizan en 4 continentes. Están en constante evolución y tratan de desarrollar nuevos procesos, en el lugar del mundo que lo requiera, siempre y cuando el retorno cumpla con sus requisitos de disciplina financiera. *A continuación vamos a presentar las tecnologías y productos de CIE Automotive recuperados de (Sitio web de CIE Automotive, 2018)*

2.2.1. Tecnologías

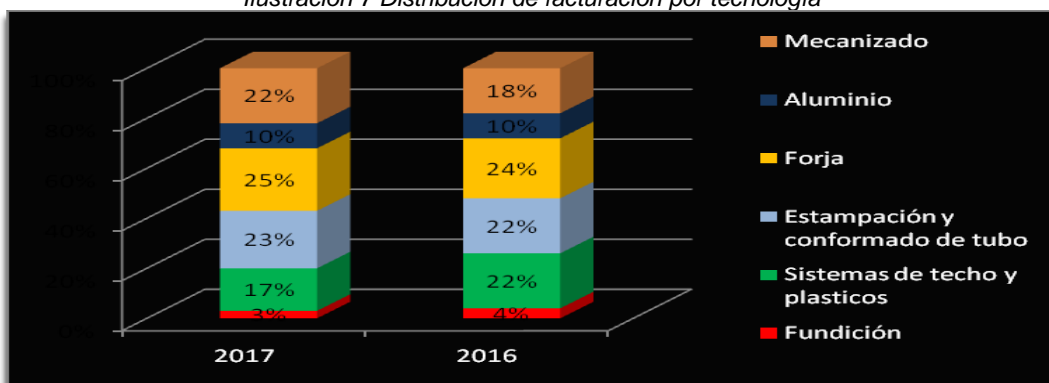
CIE Automotive en la actualidad produce componentes con las siguientes tecnologías:

1. Inyección de Aluminio
2. Estampación Metálica y Conformado de Tubos
3. Fundición de Hierro
4. Mecanizado
5. Plástico
6. Forja
7. Sistemas de Techo.

CIE Automotive es un especialista en la producción con varias tecnologías, pero su mayor fortaleza está en Forja, Mecanizado y Aluminio, tecnologías clave para piezas de transmisión y caja de cambios.

Como podemos ver en la ilustración 7, en lo que a la distribución de la facturación se refiere, la tecnología que más peso tuvo en el año 2017 fue la forja, de la que son líderes mundiales en automoción ,seguido muy de cerca por las tecnologías de estampación y mecanizado, de las que son referencia a nivel mundial. Cabe destacar el peso del Mecanizado, que crece 400 puntos básicos en el peso de la facturación total, en detrimento de los sistemas de techo e inyección de plástico.

Ilustración 7 Distribución de facturación por tecnología



Fuente - Elaboración propia según CIE Automotive

2.2.1.1. Estampación y conformado de tubo

CIE es una de las empresas líder en componentes de estampación metálica, soldadura y conformado de tubos en el sector de automoción. Suministra componentes a la mayoría de proveedores TIER 1 y de fabricantes del mercado. Son capaces de estampar mediante diferentes procesos multilocalizados. CIE desarrolla esta tecnología en 19 plantas de producción distribuidas en 6 países con los que factura 694 millones de euros. Como podemos ver en la ilustración 8, se produce en el continente americano, México y Brasil, en Europa, España y República Checa, y en Asia, India y China.

Ilustración 8 Localizaciones de estampación



Fuente - CIE Automotive

Los productos que se desarrollan con la tecnología de la estampación se producen por medio de 5 procesos como son los de, embutición, Estampación transfer y progresivo, soldadura láser y remachado , conformado de tubos e instalaciones de cataforesis propias. De estos procesos, producen componentes clave para la automoción como son los sistemas de inyección de gasolina, columnas de dirección y asientos , conjuntos soldados para chasis y piezas estructurales con montajes.

Tipo de Maquinaria

Prensas de 250 a 2500 Toneladas y capacidad de pintado KTL.

Ilustración 9 CIE Egaña



Fuente - CIE Automotive

2.2.1.2. Forja

CIE es líder mundial en la forja de componentes en el sector de la automoción. Han desarrollado competencias para poder cubrir todas las necesidades de sus clientes en un entorno globalizado. Están en constante movimiento, adaptándose y mejorando sus procesos para ser un proveedor integral. CIE desarrolla esta tecnología en 18 plantas de producción distribuidas en 8 países con los que factura más de 700 millones de euros. Como podemos ver en la ilustración 10, se produce en el continente americano, México y Brasil, en Europa, España y Lituania, y en Asia, India y China.

Ilustración 10 Localizaciones de forja



Fuente CIE Automotive

Los productos que se desarrollan con la tecnología de la forja se producen por medio de 6 procesos como son los de forja en prensas verticales y horizontales de componentes para Passenger Car y Camión, forja en caliente y semicaliente, matriz abierta y cerrada, automático y manual, piezas brutas, premecanizadas o mecanizadas completas y procesos complementarios de calibrado en frío y similares. De estos procesos, producen componentes para la automoción como son para turismos: cigüeñales, pistones, common rail, piezas CVT, bridas escape, árboles brida, coronas diferencial y piñones, tulipas y manguetas, cubos y soportes chasis y para camiones y otros: ejes delanteros, portamanguetas, árboles de levas, mangas, palieres, levas de freno y otros.

Maquinaria

Prensas de 700 a 12.800 Toneladas ,tratamientos térmicos y recaladoras & electro-recaladoras

Ilustración 11 CIE Galfor



Fuente - CIE Automotive

2.2.1.3. Fundición

CIE Automotive funde piezas de hierro para los sectores de automoción y vehículo industrial. Sus componentes de fundición pueden ser mecanizados en sus plantas si el cliente así lo quiere. CIE desarrolla esta tecnología en 3 plantas de producción distribuidas en 2 países con los que factura cerca de los 100 millones de euros. Como podemos ver en la ilustración 12, se produce tanto en Brasil como en India. Cuentan con plantas con más de 150 años de experiencia.

Ilustración 12 Localizaciones de fundición



Fuente - CIE Automotive

Los productos que se desarrollan con la tecnología de la fundición se producen por medio de 2 procesos como son los fundición de metal ferroso y no ferroso (Hierro gris y nodular) y mecanizado. Suministran una gran cantidad de piezas de freno para vehículo comercial, así como cuerpos de turbocompresores, colectores de escape y cuerpos de diferencial, entre otros.

Maquinaria

Líneas de fundición Disamatic y capacidad de Mecanizado

Ilustración 13 CIE Durametal



Fuente - CIE Automotive

2.2.1.4. Inyección de aluminio

CIE es un referente de la tecnología de inyección de aluminio de alta presión. Cuentan con más de 50 años de experiencia en la inyección de aluminio y dan servicio a sus clientes a nivel global. CIE desarrolla esta tecnología en 9 plantas de producción con capacidad para 38.200 toneladas distribuidas en 5 países con los que factura más de 270 millones de euros. Como podemos ver en la ilustración 14, se produce en el continente americano (México y Brasil) y en el viejo continente (España, Rusia y Rumania).

Ilustración 14 Localizaciones de Aluminio



Fuente - CIE Automotive

Los productos que se desarrollan con la tecnología de la inyección de aluminio se producen por medio de 6 procesos como son los de inyección a alta presión de aluminio, inyección de aluminio por gravedad, rebarbado y granallado, controles de estanquidad y dimensionales, Mecanizado y montaje. De estos procesos, producen componentes para la automoción como chasis, embragues, pistones.

Maquinaria

Máquinas de Inyección de Aluminio en alta presión (360-2.800Tns) y células de Mecanizado Células de Montaje.

Ilustración 15 CIE Celaya



Fuente CIE Automotive

2.2.1.5. Mecanizado

Dominan todos y cada uno de los procesos de mecanizado con arranque de viruta en la industria de la automoción. Utilizan las últimas tecnologías de mecanizado y automatización de procesos para garantizar un alto nivel de calidad. Mecanizan una amplia variedad de productos de acero, hierro y aluminio. CIE desarrolla esta tecnología en 27 plantas de producción distribuidas en 10 países con los que factura más de 640 millones de euros. Como podemos ver en la ilustración 16, se produce en el continente americano (Estados Unidos, México y Brasil) en Europa (España, Francia, Italia, Eslovaquia, República Checa) y Asia (India y China).

Ilustración 16 Localizaciones de Mecanizado



Fuente - CIE Automotive

Los productos que se desarrollan con la tecnología del mecanizado se producen por medio los siguientes procesos:

- Torneado
- Brochado
- Fresado
- Rectificado
- Tratamiento Térmico por ementado y por inducción
- Taladrado Profundo
- Laminado
- Forja en Frío
- Pulido
- Tallado
- Corte por Hilo (Electrochemical Machining)
- Recubrimiento superficial Anodizado, de Níquel y de pintura.

Los productos que se desarrollan con la tecnología de mecanizado son principalmente, componentes para caja de cambios, dirección, motor y transmisión.

Ilustración 17 CIE Mecauto



Fuente - CIE Automotive

2.2.1.6. Plásticos y composites

CIE cuenta con una experiencia de más de 40 años en la inyección de plástico en el sector de la automoción. Cuentan con diseños creativos e innovadores, para lograr procesos de producción eficientes. Puede brindar apoyo a sus clientes desde el diseño inicial de los componentes, dirigiendo y asumiendo el diseño, la validación, la construcción de herramientas y la producción final, con una gran variedad de tecnologías que combinan elementos técnicos y estéticos. CIE desarrolla esta tecnología en 15 plantas de producción distribuidas en 8 países con los que factura más de 350 millones de euros. Como podemos ver en la ilustración 18, se produce en el continente americano (Estados Unidos, México y Brasil) en Europa (España, Portugal y República Checa), África (Marruecos) y Asia (China).

Ilustración 18 Localizaciones de plásticos y composites



Fuente - CIE Automotive

Los productos que se desarrollan con la tecnología de la inyección de aluminio se producen por medio de los siguientes procesos :

- *Inyección en plástico, Bimaterial y con gas.*
- *Cromado*
- *Extrusión*
- *Vacuum forming*
- *Retro inyección textil*
- *IMD (In mold decoration)*
- *Flocado*
- *Mucell*

Mediante estos procesos, se producen componentes como Reposabrazos, Compartimento de Almacenamiento, Piezas Trim, Consola Central, Cenicero, Guantero, Componentes Eléctricos, Decoración in Mould, Componentes Técnicos, Retrovisores, Mangos Puerta. La empresa dispone de máquinas *de inyección de 41 hasta 3,000 toneladas*

Ilustración 19 Orbelan



Fuente - CIE Automotive

2.2.1.7. Roof Systems

CIE domina la tecnología de sistemas de techo incluyendo vidrio y sombreado con productos innovadores por medio de la empresa Advanced Comfort Systems (ACS). Este Septiembre, se ha anunciado la adquisición de Inteva Roof Systems tiene 6 plantas productivas y seis centros de I+D en siete países diferentes (Estados Unidos, México, Alemania, Eslovaquia, Rumanía, China e India). CIE desarrolla esta tecnología en 5 plantas de producción distribuidas en 5 países con los que factura más de 140 millones de euros. Como podemos ver en la ilustración 20, se produce en el continente americano (México) en Europa (España, Francia y Rumania) y Asia (China).

Ilustración 20 Localizaciones de Roof Systems



Fuente - CIE Automotive

Los productos resultante de esta tecnología son por ejemplo: Techos panorámicos y deslizables, ventanas especiales, sistemas de oscurecimiento, sistemas de mantenimiento de carga.

Ilustración 21 ACS Shanghai



Fuente - CIE Automotive

2.2.2 Productos

Como hemos visto en el apartado anterior, CIE divide su facturación en tecnologías, y como se trata de una empresa integrada, sus adquisiciones son para complementar esas tecnologías. No obstante, también realizan una segmentación de los productos generados de las diversas tecnologías.

La idea de CIE es producir la mayor parte de los componentes más demandados por el sector de automoción, siempre manteniendo la calidad y la innovación para aportar siempre un alto valor añadido, de esta forma ser el mejor partner que puedan tener los TIER 1 y OEM-s.

CIE Automotive supervisa continuamente la evolución de las nuevas tecnologías en productos y procesos, así como los cambios en los factores clave del mercado de la automoción; así se aseguran que su cartera de productos se adecua a las necesidades actuales y venideras de la industria.

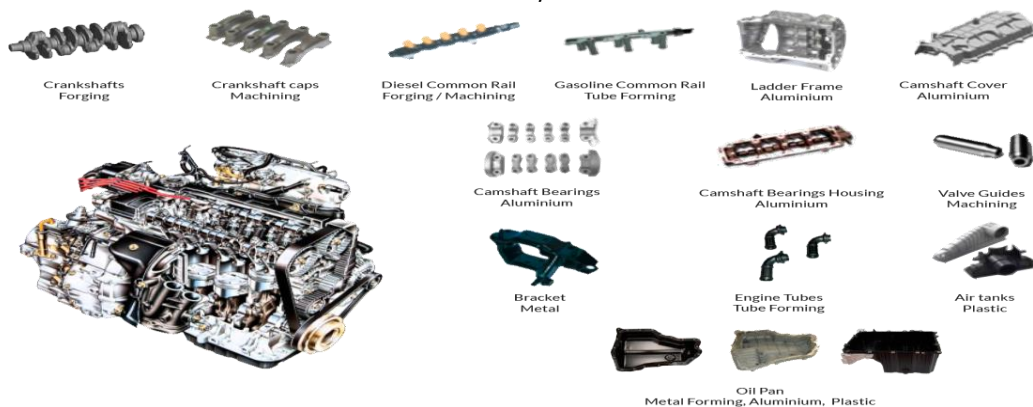
Los segmentos creados en lo que a productos se refiere son los siguientes:

1. Motor -
2. Sistemas de Techo
3. Carrocería, Chasis & Dirección
4. Interior & Exterior Trim
5. Transmisión y caja de cambios
6. Vehículos comerciales

2.2.2.1. Motor

Los productos de este segmento son cigüeñales, Tapetas de Cigüeñal, Rail de Inyección de Diesel, Rail de Inyección de Gasolina, Cáster Intermedio, Tapa de Árbol de Levas, Tapetas del Árbol de Levas, Carcasa del Árbol de Levas, Guías de Válvula, Soportes, Tubos de Conducción de Aire, Depósitos de Agua y Aire, Cáster de Aceite. Las tecnologías utilizadas para los componentes de motor son la forja, inyección de aluminio, mecanizado, fundición y Plástico.

Ilustración 22 Componentes de motor



Fuente - CIE Automotive

2.2.2.2. Sistemas de Techo

Se ha desarrollado el nuevo e innovador sistema de techos Eclips' air. Los productos de este segmento son panoramic Roof, Sistemas de Ocultación, Sistemas Acristalados. Estos componentes son producidos en Europa , Asia Y América.

Ilustración 23 Componentes de sistemas de techo



Fuente CIE Automotive

2.2.2.3. Carrocería, Chasis & Dirección

Los productos de este segmento son piezas de Carrocería, Cubos, Aros y Pivotes, Soportes de Columna de Dirección, Carcasa de EPS, Tuerca para Dirección, Componentes de EPS, Marco de Airbag, Carter de Dirección, Carcasa de Servofreno, Tubo de Columna de Dirección, Eje Trasero, Estructura de Asiento. Los suministros de componentes de carrocería se producen principalmente en las plantas de América, y las de chasis y dirección globalmente, trasladando el know-how de una planta a otra siempre que sus clientes lo requieran para minimizar costes y homologaciones.

Las tecnologías utilizadas para los componentes de este segmento son Inyección de Aluminio, forja, mecanizado, fundición y estampación y Conformado de Tubo.

Ilustración 24 Componentes de carrocería , chasis y dirección

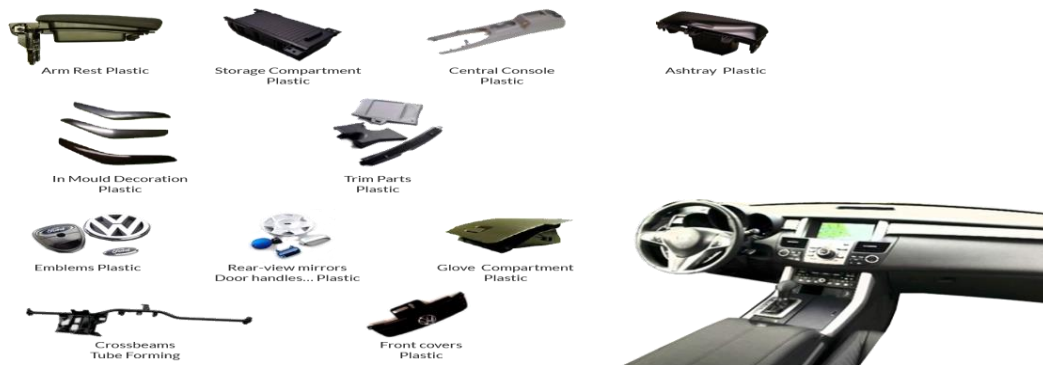


Fuente - CIE Automotive

2.2.2.4. Interior & Exterior Trim

Los productos de este segmento son Apoya Brazos, Guarda Objetos, Consola Central, Cenicero, Decoración con Film, Piezas Estéticas, Logos y Emblemas, Retrovisores, Guanteras, Travesía de Salpicadero, Front Covers. Dichos componentes se producen en diferentes materiales, con Flocking, Mucell, Extrusión, Compresión e Inyección de dos materiales en Europa, América, Asia y África. Las tecnologías utilizadas para los componentes de este segmento son plástico, estampación y conformado de tubo.

Ilustración 25 Componentes de interior& exterior Trim



Fuente - CIE Automotive

2.2.2.5. Vehículos Comerciales

Los productos de este segmento son Eje de Suspensión Delantero, Mangones, Levas de Freno, Palieres, Submontajes de Eje de Suspensión Trasero, Pistón, Palanca, Air suspension Bracket, Pivote, Barra Estabilizadora, Leva de Dirección.

CIE Automotive suministra una gran variedad de componentes y subconjuntos realizados en forja y mecanizado para el mercado europeo de camiones. Su portfolio tiene una amplia variedad, desde una pequeña leva de dirección hasta un enorme eje delantero, y nuestra producción cubre casi todas las necesidades de forja y mecanizado de nuestros clientes. Las tecnologías utilizadas para los componentes de este segmento son la forja y el Mecanizado .

Ilustración 26 Componentes de vehículos industriales



Fuente - CIE Automotive

2.2.2.6. Transmisión y Caja de Cambios

Los productos de este segmento son Carcasa de Motor, Carcasa de Caja de Cambios, Carcasas de Embrague y Transmisión, Pistones, Componentes de Cajas de Cambios, Cáster de Caja de Cambios, Carcasa de Diferencial, Carcasa de Diferencial, Bridas, Palieres, Componentes para Caja de Cambio CVT & Híbridos, Flanges, Caja de Diferencial, Coronas, Forjas para Juntas Homocinéticas.

Las tecnologías utilizadas para los componentes de este segmento son prácticamente todas, es decir, la forja, inyección de aluminio, Fundición, estampación y el Mecanizado .

Ilustración 27 Componentes de transmisión y caja de cambios



Fuente - CIE Automotive

2.2.3. Segmentos

CIE Automotive, tras su salida de Dominion, está centrado exclusivamente en el sector de la automoción como proveedor TIER 2 en la mayoría de los casos, siendo suministrador directo con determinados OEM. CIE, tiene sus plantas distribuidas en 90 localizaciones repartidas en 17 países y 4 continentes.

Debido a estos dos hechos, CIE basa la segmentación de negocio en la distribución geográfica, no al 100%, pero sí en un porcentaje alto como vamos a ver a continuación.

CIE divide su actividad en 4 segmentos:

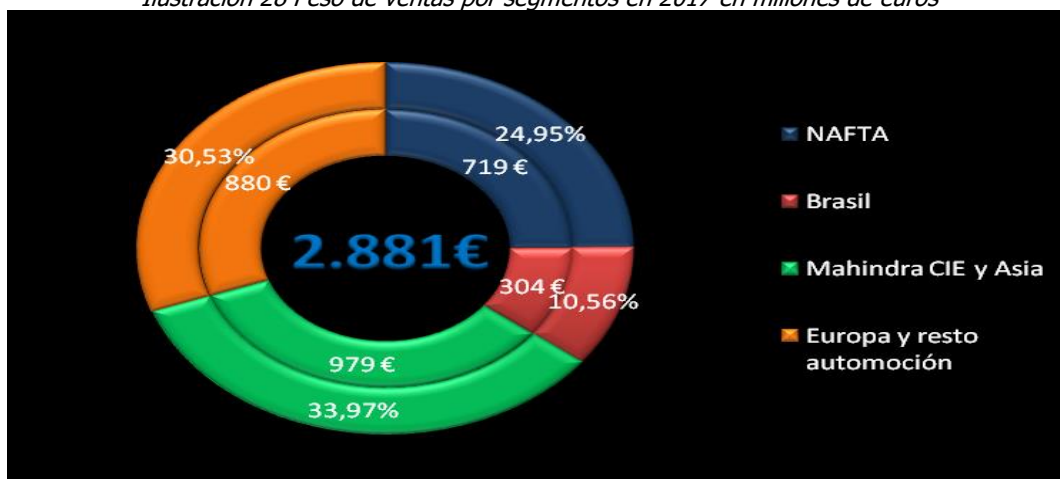
- NAFTA - Lo forman las sociedades ubicadas en México y Estados Unidos.
- Brasil - Lo forman las sociedades ubicadas en Brasil.
- Mahindra CIE y Asia - Lo forman las sociedades pertenecientes al grupo que fabrican componentes de forja ubicadas en España (CIE Legazpi y CIE Galfor) y una lituana, y las sociedades provenientes del grupo Mahindra CIE con sociedades en Europa e India principalmente, y una parte residual en china.
- Europa - Lo forman las sociedades ubicadas en Europa que no pertenezcan al grupo Mahindra CIE.

A continuación vamos a analizar tanto las ventas, el peso sobre las ventas totales y sus variaciones, como la generación de resultado bruto de explotación, el peso que tiene sobre el total de la compañía y sus variaciones.

2.2.3.1. Facturación

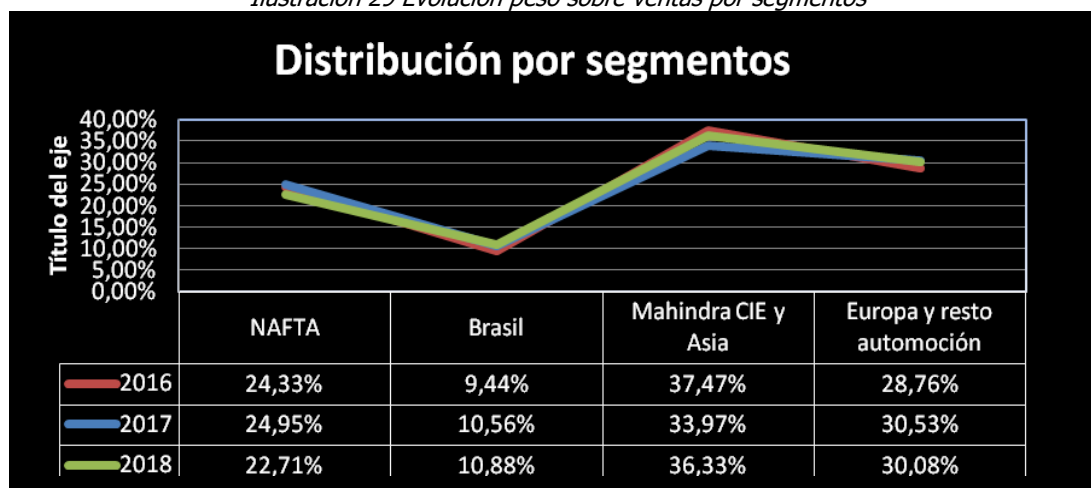
Como podemos ver en las ilustraciones 28 y 29, el segmento que más peso tiene sobre la facturación del grupo, es Mahindra CIE y Asia, seguido por Europa y el resto de automoción. Sin embargo, el segmento de Brasil crece año a año, y va ganando peso en la facturación del grupo, si bien es cierto que el porcentaje respecto a la facturación suponen un crecimiento cercano al 2%, el crecimiento del 2016 al 2017 en Brasil es del 50%, y anualizando el primer semestre de 2018, el crecimiento sería cercano al 12% en este 2018.

Ilustración 28 Peso de ventas por segmentos en 2017 en millones de euros



Fuente - Elaboración propia basado en datos de CIE Automotive

Ilustración 29 Evolución peso sobre ventas por segmentos



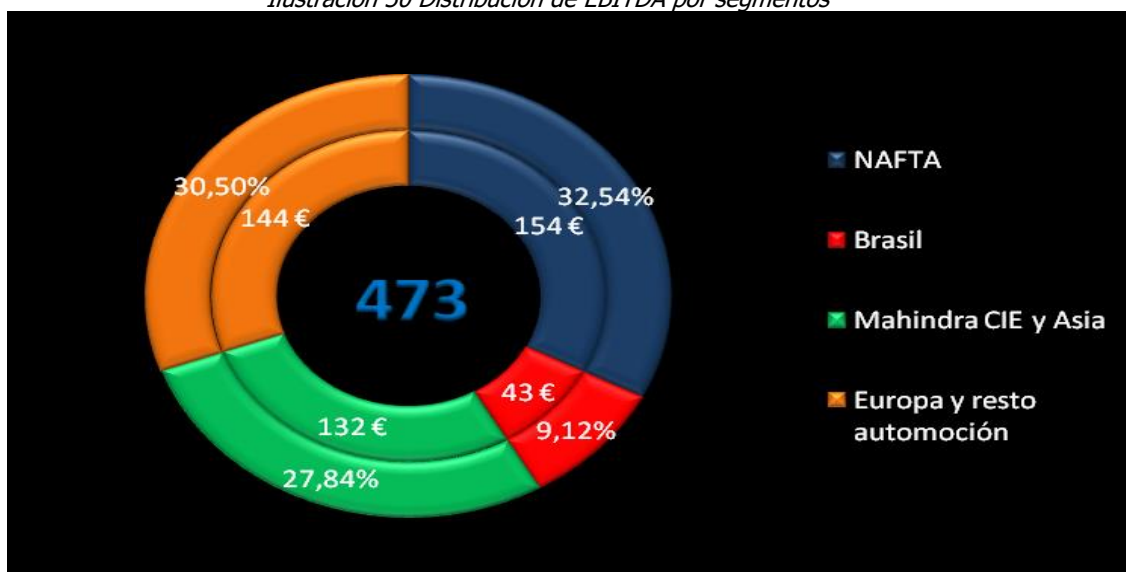
Fuente - Elaboración propia basado en datos de CIE Automotive

2.2.3.2. Generación de EBITDA

En lo que a la aportación al margen se refiere, podemos observar que la distribución de pesos varía, ya que pese a que el mayor peso de la facturación lo tiene las sociedades pertenecientes al segmento Mahindra CIE y Asia con un 36% aproximadamente, su peso en la generación de EBITDA siempre ha sido inferior a este 36%, en concreto de algo inferior al 28% en 2017.

Son Europa y NAFTA los que aportan recurrentemente un porcentaje mayor al grupo, en concreto más de un 60% en 2017, 298 millones de los 473 generados (Ilustración 30 y Tabla 2).

Ilustración 30 Distribución de EBITDA por segmentos



Fuente – Elaboración propia basado en datos de CIE Automotive

Tabla 2 EBITDA por segmentos 2018-2016

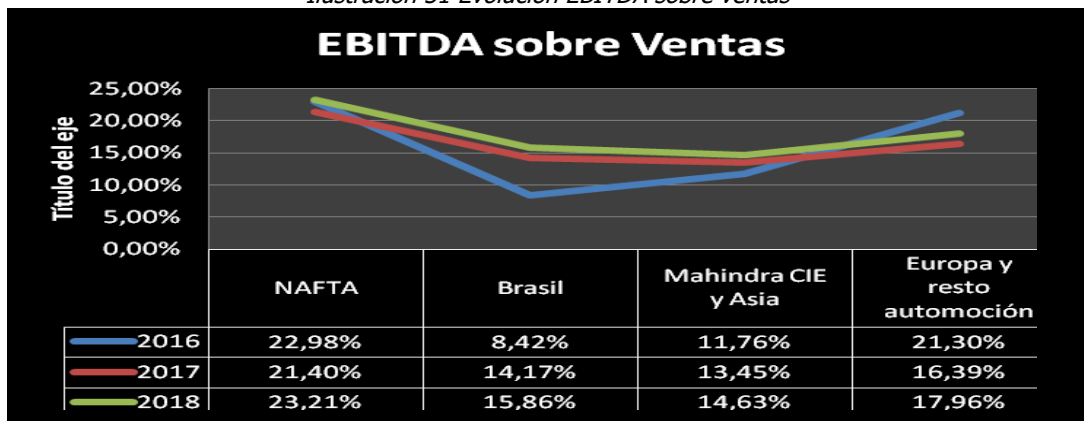
EBITDA en millones de euros	1s 2018		2017		2016	
	€	%	€	%	€	%
Subsegmentos						
NAFTA	83 €	29,76%	154 €	32,54%	119 €	33,05%
Brasil	27 €	9,74%	43 €	9,12%	17 €	4,70%
Mahindra CIE y Asia	83 €	29,99%	132 €	27,84%	94 €	26,05%
Europa y resto automoción	85 €	30,50%	144 €	30,50%	130 €	36,20%
TOTAL	278 €	100,00%	473 €	100,00%	360 €	100,00%

Fuente – Elaboración propia basado en datos de CIE Automotive

2.2.3.3. Margen bruto de explotación

Derivado de lo comentado anteriormente, conviene analizar el beneficio bruto generado por cada uno de los segmentos respecto a ventas, donde, como podemos ver en el ilustración 31, el segmento más rentable es el de NAFTA (23%) con una evolución favorable, siendo el menos rentable Mahindra CIE (14%). Al igual que con las ventas, se puede observar la evolución tan positiva que está experimentando Brasil en cuanto a margen, pasando del 8 al 15%, y el deterioro que está sufriendo Europa pasando del 21% al 18%.

Ilustración 31 Evolución EBITDA sobre ventas



Fuente - Elaboración propia basado en datos de CIE Automotive

2.2.3.4. Distribución geográfica

Si bien es cierto que los segmentos son derivados en gran medida por su distribución geográfica, no es así al 100%, ya que el grupo Mahindra CIE contiene varias plantas que están ubicadas en Europa, y el segmento de Europa y resto de automoción también mezcla localizaciones. El grupo, también informa en sus cuentas anuales e informe de gestión, las ventas provenientes de las diferentes zonas geográficas. A continuación añadimos una ilustración donde se muestran las diferentes localizaciones de las plantas productivas:

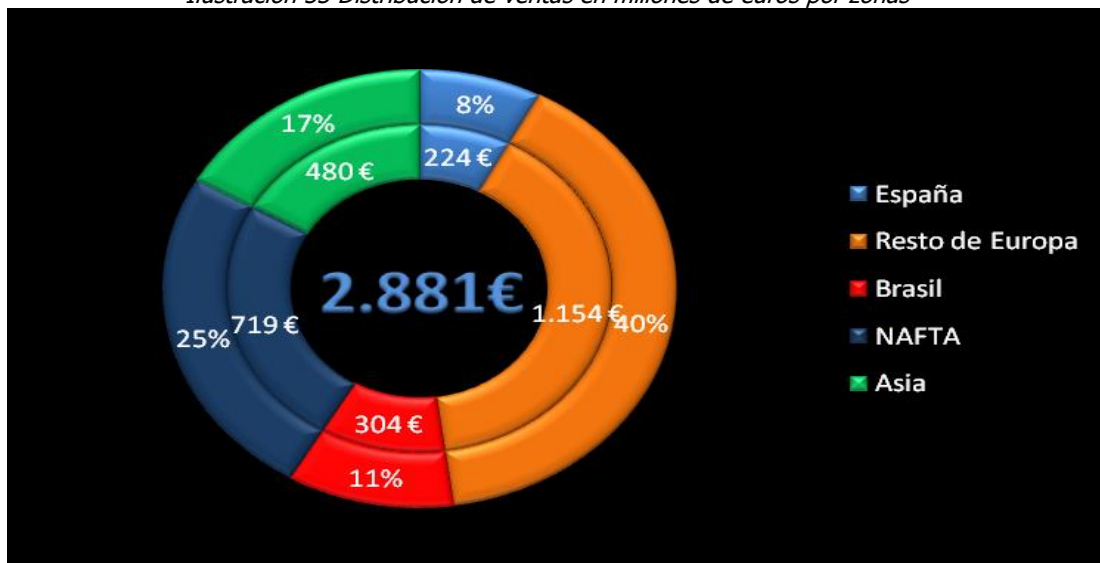
Ilustración 32 Mapa de localizaciones



Fuente – CIE Automotive

La distribución que realiza la empresa geográficamente la podemos ver en el ilustración 33, donde la zona europea se lleva prácticamente la facturación del 50%, con una importe de cifra de negocio de casi 1.400 millones de euros, de los que 224 millones pertenecen al territorio español, un cuarto en Estados Unidos y México, y el 28% restante se distribuye entre Brasil y Asia. La zona europea, su mercado tradicional, genera un EBITDA de 16,4% sobre ventas.

Ilustración 33 Distribución de ventas en millones de euros por zonas



Fuente – Elaboración propia basado en datos de CIE Automotive

3. Análisis de los Factores de Entorno (PESTEL)

A continuación vamos a analizar el entorno específico de la empresa para poder hacer un mejor análisis de la situación de cara a ver la competitividad de la empresa. Con este análisis trataremos de determinar que tendencias marca el entorno y ver qué factores externos pueden influir en CIE Automotive .

3.1. Políticos

El sector de la automoción es un sector estratégico para la economía española, significando aproximadamente el 10% del PIB español, por lo que el apoyo que recibe el sector del gobierno español es fuerte. (Trigueros, 2017)

A nivel internacional, entra en juego el presidente de Estados Unidos Donald Trump, y su amenaza de incrementar los aranceles de los metales importados en EEUU, en concreto se habla de un incremento del 25% en el acero y de un 10% en aluminio, y el Brexit, donde no queda claro si van a seguir dentro de la unión aduanera para eliminar los aranceles a las importaciones, y que la depreciación de la libra ha frenado las compras de Reino Unido por su pérdida de capacidad. (Agencia EFE, 2018)

La ley europea de emisiones que entran en vigor en 2019, podría tener una repercusión de una caída de ventas del 10% según indica ANFAC (Asociación nacional de fabricantes de automóviles y camiones) recuperado de (Granda, 2018)

3.2. Económicos

En el aspecto económico, la nueva generación de vehículos que se prevé va a requerir gastos en infraestructuras para adaptarnos a la nueva realidad, lo que entiendo incrementará el gasto público.

Se trata de un sector con un margen históricamente bajo respecto a su coste de capital que sitúa en torno al 8% y con poco retorno para los inversores, que tienen otros sectores con más retorno. (Parkin, Wilk, Hirsh, & Singh, 2017)

La distribución de la cifra de negocio se está invirtiendo, creciendo mucho el mercado asiático, y por lo tanto, la necesidad de implantarse cerca del consumidor, para lo que se desarrollan muchas alianzas y fusiones por medio de la valoración de empresas.

Entran en juego nuevos jugadores, y si las empresas establecidas no evolucionan favorablemente, corren el riesgo de desaparecer.

Los canales de distribución, o lo que es lo mismo, los integrantes de la cadena de valor, son susceptibles de variar, entrando en juego la venta on-line, la elección de si alquilar o comprar vehículos, ...etc.

3.3. Sociales

La sociedad está cada vez más concienciada con la responsabilidad social, y con el cuidado del medio ambiente, lo que claramente está afectando al sector con los vehículos de gas o eléctricos y compartiendo vehículos para la reducción de la contaminación.

La seguridad es un tema que preocupa bastante a los consumidores finales, al igual que el confort y el espacio interior del vehículo, donde las exigencias a las marcas cada vez son mayores.

3.4. Tecnológicos

El sector de la automoción, es un sector en constante evolución, y actualmente, tiene varios frentes abiertos en materia de innovación y tecnología.

Es por eso que se están llegando a acuerdos con empresas tecnológicas de cara a poder gestionar mejor y más rápido los cambios que se avecinan, como pueden ser la conducción autónoma, la conectividad de los vehículos, la industria 4.0 los coches eléctricos, y la ciberseguridad. Es un campo, donde las empresas que tomen buenas decisiones, generarán ventajas competitivas importantes.

3.5. Factores medioambientales

Al hilo de lo comentado en los factores sociales, los consumidores, y por consiguiente las marcas, se centran en la búsqueda de transportes alternativos unos, y en la búsqueda de trenes de potencia alternativos para poder vender vehículos socialmente responsables, para poder tener un mundo menos contaminado.

3.6. Marco legal y regulatorio

Tal y como hemos comentado antes, los impuestos y tasas se pretenden incrementar para controlar las emisiones, lo que puede encarecer la producción, y la demanda de los consumidores.

La ley arancelaria estadounidense y británica, son factores clave que también pueden afectar negativamente al sector.

4. Análisis del Sector

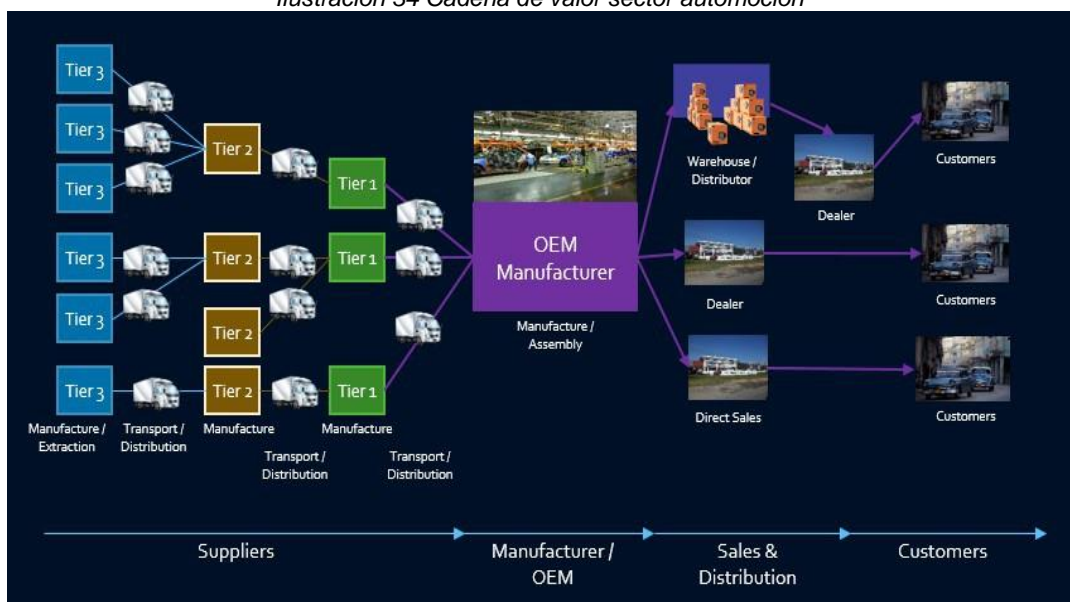
4.1. Características del sector

Como bien hemos comentado antes, la actividad de CIE Automotive está ubicada en el sector de la automoción. CIE interviene en el sector como proveedor TIER 2, aunque también suministra directamente a los fabricantes, por lo que podríamos catalogarlo como TIER 1,5.

Para conocer bien el sector, vamos a empezar por describir a los intervinientes principales en la cadena de valor del sector de la automoción actual, recuperados de (*sitio web de Asociación Española de Proveedores de Automoción*)

1. Fabricantes de equipos y componentes TIER 3, son fabricantes de productos semielaborados o de materias primas. Son el tercer escalón de suministro en la cadena de valor, aunque en ocasiones suministren directamente a proveedores TIER 1 y OEM.
2. Fabricantes de equipos y componentes TIER 2, son fabricantes de sistemas, subsistemas y componentes con alta tecnología para su montaje en sistemas y subsistemas de los TIER 1. . Son el segundo escalón de suministro en la cadena de valor, aunque en ocasiones suministren directamente a los OEM.
3. Fabricantes de equipos y componentes TIER 1, son fabricantes de sistemas, subsistemas y componentes de alta tecnología completamente terminados en su mayoría. Suministran directamente a los OEM.
4. Fabricantes de vehículos , también llamados OEM (De sus siglas en ingles Original Equipment Manufacturer).
5. Concesionarios, distribuidores, talleres de reparación y servicios post-venta.

Ilustración 34 Cadena de valor sector automoción



Fuente – www.adrian-king.com

En la fabricación de vehículos en el momento actual, el 75% del total del vehículo, es valor añadido aportado por los proveedores, y el 25% restante lo aporta el fabricante. En esa distribución de trabajo, el proveedor que está más abajo en la cadena de valor, en este caso el proveedor TIER 3, es, el que menor margen se lleva, ya que las marcas, a medida que se va acercando el fin del ciclo del modelo, va reduciendo lo que le paga por el producto, achacándolo a la curva de aprendizaje en la producción.

Según el informe de 2017 de Price Waterhouse Coopers "*2017 automotive Industry trends & the future depends on improving returns on capital*" el sector de la automoción es un sector que históricamente ha tenido unos márgenes bajos, y actualmente, estos márgenes de OEM y proveedores están en máximos, ya que es un sector maduro, que viene creciendo a ritmos elevados desde el año 2008. Los retornos totales obtenidos (revalorización del valor, mas los dividendos recibidos) en índices como el S&P500 y DJ industrial fueron del 14,08% y del 10.1% respectivamente, mientras que la media del retorno total de los accionistas de los OEM fue solo del 5.5%, lo que hace un sector menos atractivo para invertir que otros. Se trata de un mal endémico del sector, donde la rentabilidad sobre el capital invertido (ROIC de sus siglas en inglés Return on capital invested) de los fabricantes de automóviles es del 4% y el coste de capital cercano al 8%, esto les ha hecho tratar de ahorrar cada céntimo en cada coche para poder sobrevivir, ya que solo sobrevivirán los que se adaptan y sean creativos. El coste de capital tiene pocas posibilidades de bajar, ya es bajo y ajustado a la inflación. (Parkin, Wilk, Hirsh, & Singh, 2017)

El sector va a requerir de una inversión en capital (CapEx de sus siglas en inglés apital expenditures) y en innovación elevadas ampliando los costes y la dificultad de fabricar coches. Debido a esto, los coches son un 20% más caros que las generaciones anteriores. Los 3 principales cambios a los que tienen que hacer frente los integrantes del sector son :

1. El coche autónomo
2. La conectividad de los vehículos.
3. La electrificación de los vehículos.

Estas 3 principales variaciones, donde se va a buscar la combinación de las 3 por los consumidores, va a crear una movilidad más sostenible con la exigencia de grandes inversiones. Toda esta tecnología, lleva a los OEM a buscar especialistas en Silicon Valley, aunque el problema es que muchos de los especialistas, ven más atractivo otros sectores que el de la automoción.

Esta innovación está cambiando el reparto de los márgenes de las empresas proveedoras de componentes de la cadena de valor, dando entrada a nuevas empresas de tecnología. Estas entradas de nuevos competidores, va a generar que la actividad de M&A se incremente (Alianzas tecnológicas) por parte de las compañías existentes, o desaparecerán.

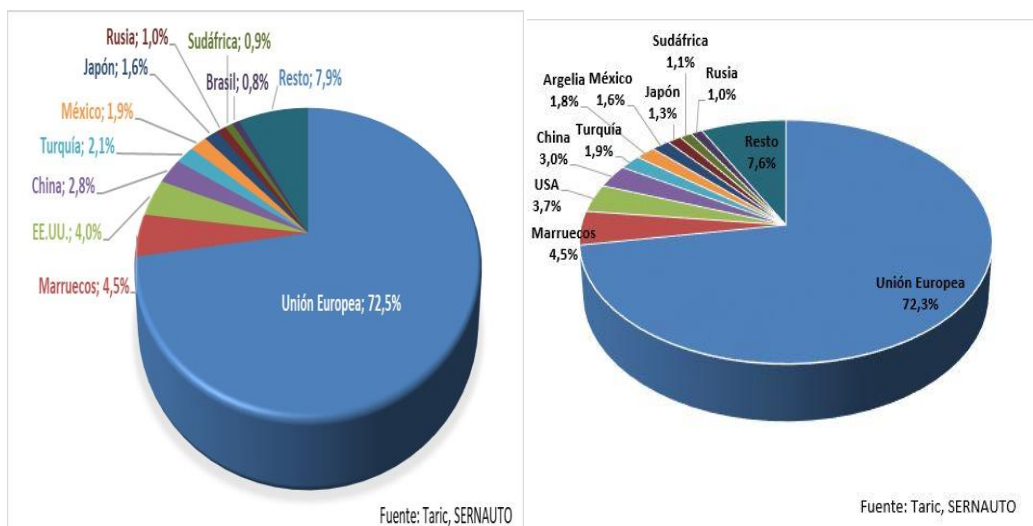
4.2. Subsector de la compañía en España

CIE, al tratarse de un proveedor de componentes y procesos que hace las veces de TIER1 y otras de TIER 2, lo hemos catalogado antes TIER de 1,5 ya que sus clientes no son otros que los OEM y los TIER 1, y sus proveedores los TIER que se encuentren más lejos en la cadena de valor.

Según hemos recuperado de (*sitio web de Asociación Española de Proveedores de Automoción*) el sector de componentes y procesos español, tiene como principal cliente a la Unión Europea, de donde obtuvo el 72% de sus cifra de negocios en el año 2017, con más de 14.500€ millones de euros de cifra de negocio y un 72,3% hasta abril de 2018, algo inferior al mismo periodo en 2017, que suponía casi el 74%.

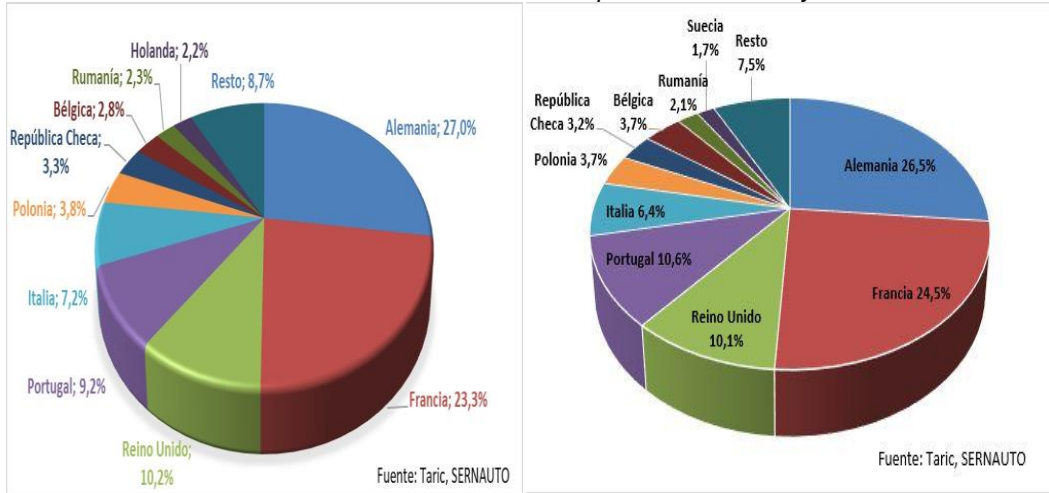
Como hemos visto en el capítulo 2, CIE tiene también su negocio principal en Europa, pero con un porcentaje más reducido, ya que en 2017 exportó el 43% a la Unión Europea y hasta junio de este año casi el 44%. Fuera de la Unión Europea el país con más cifra de negocio es Marruecos, seguido por Estados Unidos y China.

Ilustración 35 export diciembre 2017 y abril 2018



Como podemos ver en la ilustración 36, dentro de las exportaciones, Alemania es la que tiene más peso en las exportaciones de las empresas españolas, con un 27% aproximadamente, seguido por Francia y Reino Unido. A destacar de este 2018, que las exportaciones a Portugal han crecido pasando a suponer el 10,6%, respecto al 9,2% del 2017.

Ilustración 36 distribución de ventas en Europa diciembre 2017 y abril 2018



4.3. Fuerzas Competitivas de Porter

A continuación vamos a analizar las 5 fuerzas de Porter del subsector CIE

4.3.1. Poder de negociación de clientes

El poder que tiene CIE con sus clientes, varía en función de si actúa como TIER 1 o TIER 2, lo que sí es cierto, es que sus ingresos son costes para sus clientes, y en un entorno donde cada euro cuenta sus clientes tratan, y van a tratar, cada vez más de reducir costes. La realidad es que la posición de CIE, al presentar un portfolio multitecnológico, es más fuerte que la que puedan tener el resto de competidores más específicos, ya que les permite ofrecer valor añadido en mas procesos al mismo cliente, reduciendo los costes. Por lo tanto, el poder de negociación de los OEM es superior a la de los TIER 1, pero inferior a la que CIE tiene con sus proveedores. Al tener una diversidad de clientes alta, CIE no tiene dependencia de ninguno de ellos.

4.3.2. Poder de negociación de proveedores

El poder de negociación con sus proveedores es alto, debido a su tamaño y al nivel en el que está en la cadena de valor. Al ser un empresa multitecnológica, la diversidad de proveedores es alta y no tiene concentración, por lo que tiene más capacidad de negociación.

CIE es muy selecto en la selección de proveedores, siempre buscando la calidad cuidando al detalle el coste. Busca relaciones a largo plazo tratando de buscar el beneficio mutuo y aprovechándose del efecto experiencia.

4.3.3. Grado de rivalidad de competidores

Se trata de un sector en origen atomizado, pero cada vez mas tendente a crear compañías más grandes, por la gran actividad de M&A que se viene llevando a cabo. Solo en Europa el pasado año 2017, se realizaron 217 ofertas de compra, según el informe de junio de 2018 de Norgestion recuperado de http://www.norgestion.com/uploads/publicaciones/pdf/NORGESTION._Informe_Secor_de_Automocion._Junio_2018.pdf

4.3.4. Amenaza de nuevos competidores

Con el cambio de las preferencias de los usuarios, la responsabilidad social en lo que a contaminación se refiere, las empresas que están actualmente en el sector corren el peligro de que nuevos actores entren en escena. Actores como empresas tecnológicas y telecomunicaciones, que puedan diseñar dispositivos y soluciones para los vehículos del futuro. Por tanto, la amenaza de entrada de nuevos competidores es alta.

4.3.5. Amenazas de productos sustitutivos

Debido a la evolución tecnológica ya comentada, al igual que la amenaza de que entren nuevos competidores, la amenaza de entrada de productos sustitutivos también es alta, ya que la demanda de vehículos en los próximos años va a variar mucho, y va a dar entrada a diferentes productos.

4.4. DAFO del subsector

Ilustración 37 DAFO del subsector

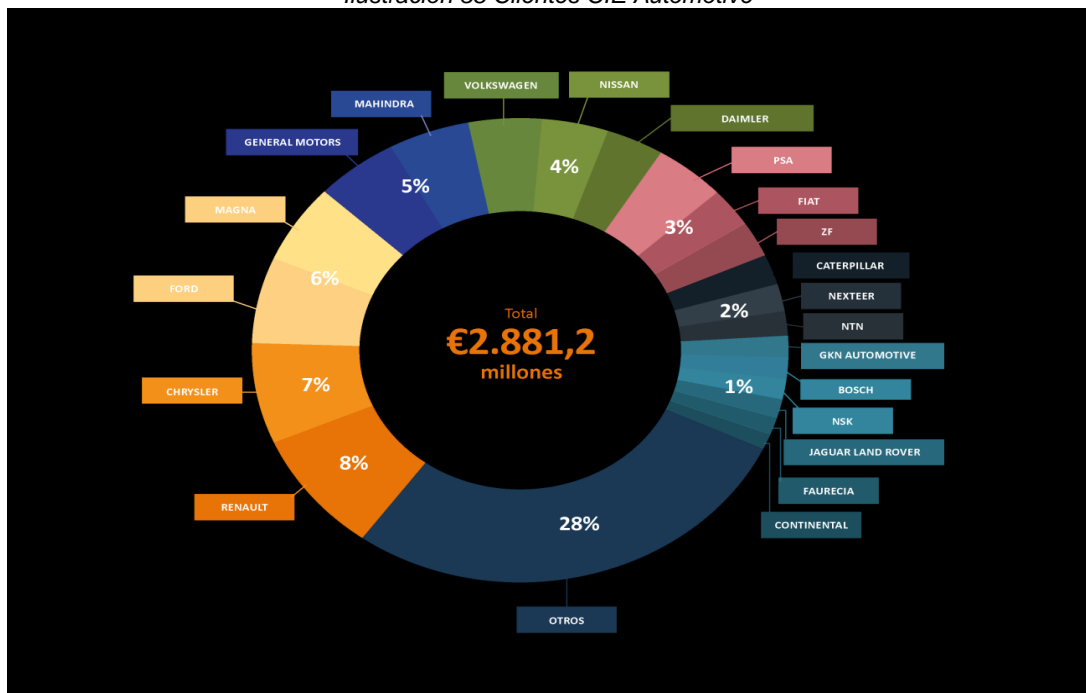


Fuente: Elaboración propia

4.5. Tipología de clientes

CIE, como se ha comentado en puntos anteriores, es un proveedor que puede dar servicio a la inmensa mayoría de los OEM y TIER 1 del sector, debido a su portfolio multitecnológico y a la diversidad geográfica. Entre sus principales clientes están VW, GM, Renault, Ford, Fiat, PSA, TRW, Continental, Faurecia, Visteon, Kayaba, NSK, Nexteer, Delphi, Jtek, Autoliv, Bosch, GKN.

Ilustración 38 Clientes CIE Automotive



Fuente : CIE Automotive

4.6. Competencia

Para la selección de las empresas comparables, y debido a la diversidad de las empresas que forman parte de la cadena de valor, hemos creado 3 criterios de segmentación:

4.6.1. Capitalización bursátil

Por volumen de capitalización bursátil, nos encontramos a las empresas según los datos recuperados de (*Sitio web de Morningstar, 2018*)

- Leoni AG (Alemania) – 1.170 millones de euros de valor bursátil
- Brembo SpA (Italia) – 3.860 millones de euros de valor bursátil
- Gestamp (España) - 3.793 millones de euros de valor bursátil

4.6.2. Localización

Por origen de la empresa, en este caso España, nos encontramos a las empresas, según los datos recuperados de (*Sitio web de Morningstar, 2018*)y (*Sitio web de CNMV*)

- Lingotes especiales(España) – 167 millones de euros de valor bursátil
- Gestamp (España) - 3.793 millones de euros de valor bursátil
- Grupo Antolín (España) – No cotizada

4.6.3. Multitecnológicas

Por tratarse de empresas que presentan un portfolio multitecnológico según la información del *boletín de corporate finance del sector auxiliar de automoción del mes de junio de 2018 de Norgestion recuperado de* (*Sitio web de Norgestion, 2018*)

- APTIV PLC (EEUU) -23.112 millones dólares de valor bursátil
- ZF friedrichshafen (Alemania)– No cotizada
- Magna internacional (EEUU) -18.872 millones de euros de valor bursátil

En puntos posteriores analizaremos con algo más de detalle las empresas cotizadas, comparándolas con CIE Automotive para ver similitudes y diferencias entre ellas.

5. Factores de Riesgo

Según el informe de gestión incluido en las cuentas anuales recuperadas de (Sitio web de CNMV) y el informe anual de 2017 recuperado de (*Sitio web de CIE Automotive, 2018*), la compañía ha establecido una metodología de evaluación y clasificación de riesgos, de menos probables y con menos impacto a más probables y con más impacto, siguiendo la misma política en todo el grupo pero con control operativo o local en base al mapa de procesos que ha creado la empresa. Para esto, cada planta, realiza diferentes análisis de los impactos de los riesgos con diferentes herramientas como:

- AMFE (Análisis Modal de Fallos y Efectos) de productos y procesos productivos.
- Identificación y evaluación de impactos medio ambientales.
- Evaluación de riesgos de seguridad y salud de las personas.
- Evaluación del cumplimiento legal.
- DAFO.

El sistema de gestión de riesgos de CIE tiene como función prevenir, identificar y evaluar, todos los riesgos significativos, ya sean estratégicos, operacionales o financieros. El máximo responsable del sistema de control de gestión implantado, es el consejo de administración, quien delega en la comisión de auditoría y cumplimiento. La empresa marca 3 líneas de defensa en la gestión de riesgos, la gestión operativa, de la que son responsables los altos directivos y la dirección de la empresa, el control interno, a cargo del departamento de Cumplimiento, y la auditoría interna.

La gestión de riesgos de CIE se basa en la metodología ISO 31000 un proceso que tiene 9 fases: Comunicación; establecimiento del contexto; identificación, análisis, evaluación y tratamiento de riesgos; supervisión, actualización y actuaciones ante incumplimientos.

Anualmente la compañía elabora un mapa de riesgos donde identifica los diferentes riesgos que pueden afectar a la marcha de la empresa. Dentro de esos riesgos, CIE en su informe de gestión se centra principalmente en 4 grandes bloques como son, riesgo de mercado, riesgo de liquidez, riesgo de crédito y el riesgo que soporta con la variación de precio de las materias primas.

5.1. Riesgo de Mercado

El primero de los riesgos que identifica la compañía es el de mercado, que lo subdivide en 3 grandes bloques principalmente.

5.1.1. Riesgo de tipo de cambio

CIE Automotive es una empresa internacionalizada con una fuerte exposición a la divisa, por lo que ha necesitado y ha desarrollado, un control de gestión del riesgo por la variación en el tipo de cambio.

La empresa se cubre con diferentes instrumentos financieros como pueden ser seguros de cambio e instrumentos derivados que requieren aprobación expresa del órgano de dirección.

En los países donde la moneda no es el euro, tratan de, en la manera de lo posible, financiarse en la divisa local para evitar la fluctuación del tipo de cambio, y minimizar el riesgo de un impacto en la cuenta de resultados.

5.1.2. Riesgo de precio

La sociedad considera que, debido a la poca exposición que tienen los títulos de capital respecto al balance total, no resulta significativo este riesgo.

5.1.3. Riesgo de tipo de interés

La deuda financiera de CIE automotiva, en su mayoría, está referenciada a la variación de los tipos de interés, teniendo un poco porcentaje de la financiación con tipo fijo. Esta financiación a tipo variable, provoca que la empresa tenga incluido en su control de riesgos, la variación de los tipos, por la influencia que pueda tener esta variación en la cuenta de resultados.

Al igual que con los tipos de cambios, la sociedad combate la variación de los tipos por medio de Swaps de tipo de interés o con instrumentos derivados

5.2. Riesgo de liquidez

La empresa controla con extremo cuidado la liquidez con la que cuenta, contando con líneas de financiación del circulante por si la situación lo requiere, siempre respetando la política de que, la disposición de las líneas no supere un tercio del saldo de clientes. CIE por medio de su departamento financiero lleva con un control estricto de la deuda financiera neta.

CIE realiza provisiones de las generaciones de caja y de sus necesidades operativas de fondos, para asegurarse de que cuenta con la liquidez suficiente sin disponer en exceso las líneas de circulante y no incumplir los *covenants* marcados por sus proveedores financieros.

5.3. Riesgo de crédito

Lo consideran un riesgo insignificante debido a las entidades bancarias con las que trabajan en lo que a efectivo y equivalentes se refiere. Su política de no concentrar en un más de 10% los clientes y al periodo medio de cobro de 60 días establecido con sus clientes.

5.4. Riesgo de Materias Primas (MMPP)

CIE no tiene una exposición considerable a la variación del precio de las materias primas ya que repercuten a sus clientes los incrementos de los precios.

6. Estados Financieros Históricos

6.1. CIE Automotive 2014-2017

Las cuentas anuales de los ejercicios que van desde 2014 a 2017, han sido todos ellos auditados por la multinacional Price Waterhouse Coopers (PWC). En los 4 años analizados, PWC ha informado que las cuentas presentadas y auditadas reflejan la imagen fiel de la empresa sin salvedad alguna.

Vamos a analizar los estados financieros consolidados históricos que CIE Automotive ha presentado en sus 4 últimos ejercicios, y posteriormente, vamos a mostrar la foto aproximada de como hubiesen sido los últimos dos ejercicios excluyendo a Dominion y sus sociedades.

6.1.1. Balance de Situación

6.1.1.1. Activo

El activo está distribuido en un 65-35%, teniendo la mayoría del peso, el activo no corriente, circunstancia que se ha mantenido en esos niveles durante el periodo analizado. Esta es una situación lógica en una empresa intensiva en capital como es CIE, que desarrolla su actividad en el sector de la automoción, que exige unas inversiones fuertes en capital y como hemos comentado en puntos anteriores, con un actividad intensa de M&A. La evolución del sector, requiere de posicionamiento cerca de las marcas, y por lo tanto, requiere de una fuerte inversión en plantas de producción o en compra de empresas ya instaladas.

Como se puede observar, el inmovilizado material neto ha crecido 354 millones de euros con una amortización de 400 millones de euros en estos últimos 3 años (Tabla 15), o lo que es lo mismo, el CapEx³ de CIE, tanto de reposición como de crecimiento, en lo que a inmovilizado tangible se refiere, es de 700 millones de euros en estos últimos ejercicios. Otro dato a destacar, característico del sector de automoción, es la partida de fondo de comercio, que crece 400 millones de euros en 3 años debido a la gran actividad en M&A que tiene CIE y que ha tenido durante toda su historia.

Sumando la inversión en estas dos partidas, y la del resto de partidas del activo no corriente, la inversión neta de CIE en los últimos 3 años es de 1.200 millones de euros.

Tabla 3 Activo no corriente CIE Automotive 2014 -2017

CIE AUTOMOTIVE En millones de €	2014		2015		2016		2017	
	€	%	€	%	€	%	€	%
ACTIVO NO CORRIENTE	2.125	67%	2.173	66%	2.732	67%	2.921	65%
Fondo de comercio	897	28%	906	28%	1.240	30%	1.303	29%
Inmovilizado Intangible	49	2%	46	1%	57	1%	66	1%
Inmovilizado Material	933	29%	977	30%	1.178	29%	1.288	29%
Activos financieros L/P	15	0%	22	1%	22	1%	33	1%
Activos por impuestos diferidos	231	7%	223	7%	234	6%	231	5%
ACTIVO CORRIENTE	1.066	33%	1.097	34%	1.344	33%	1.559	35%
TOTAL ACTIVO	3.191	100%	3.270	100%	4.077	100%	4.480	100%

Fuente - Elaboración propia a partir de CNMV

³ Capital Expenditures, son las inversiones en capital o inmovilizado

Centrándonos en la inversión en circulante, en la tabla 4 vemos que va ganando peso sobre la inversión total debido al crecimiento de ventas que analizaremos luego. El peso de todas las partidas del circulante respecto al balance ha crecido, excepto el de la tesorería.

Tabla 4 Activo corriente CIE Automotive 2014-2017

CIE AUTOMOTIVE En millones de €	2014		2015		2016		2017	
	€	%	€	%	€	%	€	%
ACTIVO NO CORRIENTE	2.125	67%	2.173	66%	2.732	67%	2.921	65%
ACTIVO CORRIENTE	1.066	33%	1.097	34%	1.344	33%	1.559	35%
Existencias	289	9%	294	9%	355	9%	450	10%
Deudores comerciales	376	12%	450	14%	548	13%	714	16%
Otros activos corrientes	7	0%	6	0%	12	0%	16	0%
Efectivo	394	12%	347	11%	430	11%	379	8%
TOTAL ACTIVO	3.191	100%	3.270	100%	4.077	100%	4.480	100%

Fuente - Elaboración propia a partir de CNMV

La partida de existencias, se mantiene prácticamente constante respecto a ventas, suponiendo un 12% de las mismas, lo que nos indica que las marcas o proveedores TIER 1 no le han obligado a mantener un stock superior para poder abastecerles sin tener roturas de stock. (Tabla 5).

La partida de clientes sin embargo, crece más en proporción a las ventas, pasando a suponer un 16% sobre ventas en el 2017, del 12% que suponía en el 2014. Esto nos indica, como vemos en la tabla 5, que el periodo medio de cobro se ha ampliado en 12 días en concreto, si bien es cierto que actualmente está en 60 días, dentro de las políticas comerciales que marca CIE.

La empresa mantiene unos saldos en tesorería de 378 millones de euros en el 2017, esto supone un 10% sobre ventas, porcentaje que se ha ido reduciendo desde el 2014 progresivamente. Entendiendo como un porcentaje razonable el rango del 2% al 5% sobre ventas, la empresa cuenta con excedentes de tesorería, no obstante, en un análisis más financiero posterior, analizaremos esta partida junto con la deuda financiera.

Tabla 5 Peso de activo circulante sobre ventas 2014 - 2017

Partidas sobre ventas	2014	2015	2016	2017
Existencias	13%	11%	12%	12%
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	17%	17%	19%	19%
Clientes	13%	14%	17%	16%
Otros deudores	1%	1%	0%	0%
Activos por impuestos y financieros corrientes	3%	2%	2%	3%
Otros activos corrientes	0%	0%	0%	0%
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	18%	13%	15%	10%
ACTIVO CORRIENTE	48%	42%	47%	42%

Fuente - Elaboración propia a partir de CNMV

Tabla 6 Periodo medio de ventas y cobro 2014-2017

GESTION OPERATIVA	2014	2015	2016	2017
Período medio de ventas ⁴	82,464	72,758	79,754	75,420
Período medio de cobro ⁵	48,345	50,635	60,586	59,814

Fuente - Elaboración propia a partir de CNMV

⁴ Período medio de ventas - (Existencias / Aprovisionamientos)*365

⁵ Período medio de cobro - (Clientes / Ventas)*365

6.1.1.2. Patrimonio Neto y Pasivo

Centrándonos en el patrimonio neto y el pasivo, vemos que la empresa va capitalizándose año a año, presentando 1.300 millones de euros de FFPP⁶, de los que un 39% aproximadamente pertenecen a propietarios minoritarios de las sociedades que componen el perímetro de consolidación. Los FFPP de la sociedad se han incrementado 320 millones de euros en este período (Tabla 8), lo que supone un incremento anual del 16%.(Tabla 7)

Tabla 7 Variación en % del PN y Pasivo 2014 - 2017 I

CIE AUTOMOTIVE	2015	2016	2017	TACC ⁷
PATRIMONIO NETO	3%	43%	6%	16%
Fondos propios	7%	19%	18%	15%
Minoritarios	3%	63%	4%	20%
PASIVO NO CORRIENTE	-10%	23%	-3%	2%
PASIVO CORRIENTE	17%	13%	26%	18%
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	2%	25%	10%	12%

Fuente - Elaboración propia a partir de CNMV

Tabla 8 Patrimonio neto CIE Automotive 2014 -2017

CIE AUTOMOTIVE	2014		2015		2016		2017	
	€	%	€	%	€	%	€	%
PATRIMONIO NETO	862	27%	885	27%	1.263	31%	1.337	30%
PN Dominante	562	18%	577	18%	762	19%	814	18%
Minoritarios	300	9%	308	9%	501	12%	522	12%
PASIVO NO CORRIENTE	1.237	39%	1.110	34%	1.369	34%	1.330	30%
PASIVO CORRIENTE	1.093	34%	1.275	39%	1.444	35%	1.813	40%
TOTAL PN y Pasivo	3.191	100%	3.270	100%	4.077	100%	4.480	100%

Fuente - Elaboración propia a partir de CNMV

CIE presenta unos fondos propios respecto a la inversión total del 30%, y de casi un 60% sobre el capital empleado, es decir, CIE, financia con FFPP el 60% de la inversión que no se financia con la propia actividad. Tal y como hemos comentado en el punto 2.1.5, el mayor accionista de la empresa es la corporación Gestamp a través de otras sociedades con un 14%.

Tabla 9 Capitales permanentes ⁸2014-2017 en miles de euros

ESTRUCTURA FINANCIERA	2014	2015	2016	2017
FFPP	861.632	884.990	1.263.306	1.336.913
Deuda financiera neta(DFN) ⁹	897.396	751.874	920.859	948.045
FFPP / Activo Total	27,000%	27,063%	30,988%	29,843%
Endeudamiento (e)	0,836	0,757	0,646	0,639
Deuda sobre capital empleado ¹⁰	45,544%	43,091%	39,251%	39,003%
Activo Neto ¹¹	1.582.241 €	1.555.109 €	2.079.549 €	2.191.752 €
Capital Empleado	1.582.241 €	1.555.109 €	2.079.549 €	2.191.752 €

Fuente - Elaboración propia a partir de CNMV

⁶ Fondos Propios

⁷ Tasa anual de crecimiento compuesto, CAGR de sus siglas en inglés Compounded Annual Growth Rate

⁸ FFPP + Pasivo no corriente

⁹ Deuda con coste explícito - Efectivo y equivalentes

¹⁰ FFPP + DFN

¹¹ Activo total - Financiación espontánea - efectivo y equivalentes

Como bien hemos analizado en el párrafo anterior, CIE tiene una deuda financiera neta del 40% sobre la financiación con coste explícita total, cubriendo su deuda a corto plazo con el disponible que presentan en las cuentas anuales. Si nos fijamos en la pasivo no corriente, vemos que el mayor peso lo tiene la deuda con coste que suponen un 24% aproximadamente, ya que en la partida otros pasivos a largo plazo, está incluida deuda con coste explícito para la empresa. No obstante, vemos como año a año va perdiendo peso sobre el balance total.

Tabla 10 Pasivo no corriente CIE Automotive 2014 -2017

CIE AUTOMOTIVE	2014		2015		2016		2017	
	€	%	€	%	€	%	€	%
PATRIMONIO NETO	862	27%	885	27%	1.263	31%	1.337	30%
PASIVO NO CORRIENTE	1.237	39%	1.110	34%	1.369	34%	1.330	30%
Provisiones LP	117	4%	111	3%	147	4%	154	3%
Deuda con entidades bancarias	850	27%	828	25%	1.016	25%	982	22%
Ingresos diferidos	17	1%	18	1%	14	0%	15	0%
Imp. diferidos	76	2%	72	2%	87	2%	85	2%
Otros pasivos LP	177	6%	82	3%	105	3%	93	2%
PASIVO CORRIENTE	1.093	34%	1.275	39%	1.444	35%	1.813	40%
TOTAL PN y Pasivo	3.191	100%	3.270	100%	4.077	100%	4.480	100%

Fuente - Elaboración propia a partir de CNMV

La distribución del pasivo circulante está compuesta en el 70% por acreedores comerciales y solo en un 13% de deuda bancaria. Leyendo detenidamente las cuentas anuales, vemos que CIE cuenta con líneas de financiación del circulante sin disponer, ya que llevan un control exhaustivo de la tesorería, y como se puede observar en la tabla 11, el periodo medio de pago a sus proveedores, bastante más amplio que su periodo medio de cobro, le permite no tener que disponer de las líneas comentadas.

Tabla 11 Periodo medio de pago 2014-2017

GESTION OPERATIVA SIN IVA	2014	2015	2016	2017
Periodo medio de pago ¹²	170,937	201,280	206,951	195,541

Fuente - Elaboración propia a partir de CNMV

Tabla 12 Pasivo corriente CIE Automotive 2014 -2017

CIE AUTOMOTIVE	2014		2015		2016		2017	
	€	%	€	%	€	%	€	%
PATRIMONIO NETO	862	27%	885	27%	1.263	31%	1.337	30%
PASIVO NO CORRIENTE	1.237	39%	1.110	34%	1.369	34%	1.330	30%
PASIVO CORRIENTE	1.093	34%	1.275	39%	1.444	35%	1.813	40%
Provisiones CP	11	0%	11	0%	21	1%	64	1%
Deuda con coste	254	8%	172	5%	215	5%	243	5%
Deudas corrientes	10	0%	16	0%	15	0%	9	0%
Acreedores	630	20%	815	25%	957	23%	1.218	27%
Impuestos corriente	186	6%	260	8%	236	6%	279	6%
TOTAL PN y Pasivo	3.191	100%	3.270	100%	4.077	100%	4.480	100%

Fuente - Elaboración propia a partir de CNMV

Debido a todo lo que hemos ido comentando en las diferentes partidas del corto plazo del balance, CIE presenta un fondo de maniobra ¹³negativo, representativo de empresas que cobran en un plazo al que pagan a sus clientes.

¹² Proveedores / Compras * 365

¹³ Activo corriente - Pasivo corriente

Como es lógico, si el fondo de maniobra es negativo, sus ratios de liquidez, liquidez inmediata y de tesorería son inferiores a uno.

Si nos centramos en una análisis más financiero, vemos que sus NOF¹⁴ son también negativas, en mayor proporción, ya que consideramos la tesorería operativa ¹⁵cero, y por lo tanto el activo circulante se reduciría en 378 millones de euros.

Tabla 13 Ratios de liquidez 2014-2017

LIQUIDEZ	2014	2015	2016	2017
Liquidez General (AC/PC)	0,976	0,860	0,931	0,860
Test ácido(AC-Existencias)/PC	0,711	0,630	0,685	0,611
Tesorería (Efectivo /PC)	0,361	0,272	0,297	0,209

Fuente - Elaboración propia a partir de CNMV

Con esto, y centrándonos en el modelo necesidades NOF-Fondo de maniobra (NOF-FM), donde determinamos que la empresa tiene una necesidad de recursos a negociar¹⁶ de 127 millones de euros en el año 2017.

Tabla 14 NOF 2014-2017 en miles de euros

	2014	2015	2016	2017
Activo circulante (sin tesorería)	671.928 €	750.204 €	914.755 €	1.179.798 €
Financiación espontánea	827.968 €	1.086.331 €	1.214.213 €	1.561.820 €
NOF	-156.040 €	-336.127 €	-299.458 €	-382.022 €
NOF/VTAS	-7,06%	-12,77%	-10,40%	-10,26%
Fondo Maniobra	-26.752 €	-177.981 €	-99.802 €	-254.614 €
NRN	-129.288 €	-158.146 €	-199.656 €	-127.408 €

Fuente - Elaboración propia a partir de CNMV

¹⁴ Necesidades operativas de fondos - Activo circulante - financiación espontanea

¹⁵ Tesorería operativa , o la necesaria para que la empresa funcione

¹⁶ (NRN) Recursos a negociar con los proveedores financieros para cubrir las tensiones de liquidez

6.1.2 Cuenta de resultados

Una vez analizado el balance de situación, vamos a centrarnos en la cuenta de resultados, la relación con el balance, y los márgenes que genera la sociedad:

Del año 2014 al cierre del 2017, CIE ha incrementado su facturación en 1,5 millones de euros, lo que supone un 19% de crecimiento anual (Tabla 16). Durante este periodo, los márgenes han ido incrementándose, siendo el EBIT¹⁷ del 2014 el 8% respecto a ventas, al 10% conseguido en el año 2017. Este incremento de márgenes se debe principalmente a la reducción de gastos de personal y las menores amortizaciones como podemos ver en la tabla 15.

Tabla 15 PyG 2014-2017

CIE AUTOMOTIVE	2014		2015		2016		2017	
	€	%	€	%	€	%	€	%
Importe neto de cifra de negocios	2.210	100%	2.632	100%	2.879	100%	3.724	100%
Variación de existencias	7	0%	3	0%	7	0%	24	1%
Aprovisionamientos	-1.272	-58%	-1.470	-56%	-1.619	-56%	-2.155	-58%
Otros ingresos de explotación	102	5%	90	3%	81	3%	108	3%
Gastos de personal	-514	-23%	-600	-23%	-632	-22%	-776	-21%
Otros gastos de explotación	-119	-5%	-289	-11%	-309	-11%	-394	-11%
Amortización del inmovilizado	-242	-11%	-121	-5%	-128	-4%	-154	-4%
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	172	8%	244	9%	279	10%	376	10%
Ingresos financieros	37	2%	16	1%	13	0%	34	1%
Gastos financieros	-83	-4%	-84	-3%	-43	-1%	-65	-2%
Diferencias de cambio	11	0%	10	0%	2	0%	-11	0%
RESULTADO FINANCIERO	-35	-2%	-58	-2%	-28	-1%	-43	-1%
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	137	6%	187	7%	251	9%	333	9%
Impuesto sobre beneficios	-39	-2%	-40	-2%	-49	-2%	-75	-2%
%	28,20%	4%	21,48%	7%	19,70%	3%	22,56%	1%
RESULTADO EJERCICIO	98	4%	147	6%	202	7%	258	7%

Fuente - Elaboración propia a partir de CNMV

Tabla 16 Variación ventas, EBIT y Beneficio 2014-2017

CIE AUTOMOTIVE	2015	2016	2017	TACC
Importe neto de cifra de negocios	19,10%	9,41%	29,36%	19%
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	41,89%	14,33%	34,67%	30%
RESULTADO CONSOLIDADO DEL EJERCICIO	48,86%	37,65%	27,98%	38%

Fuente - Elaboración propia a partir de CNMV

Durante estos 4 años, tal y como vemos en la tabla 17, los márgenes se han ido incrementando progresivamente, hasta llegar a obtener un retorno de sobre el capital empleado del 17,54% desde el 8,74% que generaba en el 2014. El ratio DFN/EBITDA¹⁸, estrictamente controlado por los proveedores financieros, se ha ido reduciendo del 2,17 en 2014 al 1.94 en 2017 siempre reduciéndose hasta el ratio de 1 que tiene la compañía como objetivo. Todos los márgenes que presentamos a continuación han ido mejorando, excepto el EBITDA que ha caído del 17% en el 2014, al 13% que se ha mantenido constante durante los 3 ejercicios debido a una amortización y deterioro extraordinarios en 2014.

¹⁷ Earnings Before Interest and Taxes, Resultado de explotación.

¹⁸ Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization, Beneficio de explotación + amortización + depreciación.

Tabla 17 Ratios 2014-2017

Principales Ratios	2014	2015	2016	2017
ROCE ¹⁹	8,74%	13,30%	13,51%	17,54%
DFN/EBITDA	2,17	2,06	2,45	1,94
EBITDA / Ventas	17,89%	13,43%	13,77%	13,84%
EBIT / Ventas	7,45%	8,98%	9,44%	9,82%
Rdo. neto / Ventas	4,26%	5,38%	6,82%	6,67%

Fuente - Elaboración propia a partir de CNMV

Centrándonos en la rentabilidad del activo neto, y en la rentabilidad financiera de la empresa, vemos que:

- En términos de la rentabilidad económica del activo neto, es decir, neteando el activo con la financiación sin coste, ha mejorado en un 57%, pasando del 10.88% en 2014 al 17.16% en el 2017. Esta mejora del margen, se ha producido tanto por el incremento del margen, como por la rotación del activo.
- Analizando al detalle la rentabilidad financiera o ROE, donde ha pasado del 11,43% al 19,32%, es decir, mejorando un 69%, podemos determinar qué; una parte muy importante viene fomentado por la mejora del margen obtenido de la inversión, que como ya hemos comentado en el punto anterior crece un 57%, una reducción en la tasa impositiva del 20% y por el efecto apalancamiento, ya que CIE cuenta con un margen financiero positivo.

Este efecto apalancamiento, teniendo en cuenta el control del riesgo, y sin descuidar los covenants²⁰ de los proveedores financieros, puede proporcionar a los accionistas una mayor rentabilidad, siempre y cuando la rentabilidad del capital empleado sea superior al coste de financiación después de impuestos.

Tabla 18 RONA y ROE 2014-2017

RENTABILIDAD	2014	2015	2016	2017
Margen s/ventas	7,79%	9,28%	9,70%	10,10%
Rotación de Activo Neto	1,396	1,692	1,384	1,699
RONA ²¹	10,88%	15,71%	13,43%	17,16%
Endeudamiento (e)	0,836	0,757	0,646	0,639
Coste financiación (i)	4,86%	8,60%	3,44%	5,00%
Margen financiero (RONA - i)	6,02%	7,11%	9,99%	12,17%
Margen financiero después i	4,32%	5,58%	8,02%	9,42%
ROE²²	11,43%	16,56%	15,97%	19,32%

Fuente - Elaboración propia a partir de CNMV

A continuación vamos a analizar varios ratios que los proveedores financieros tienen en cuenta para establecer sus covenants de cara a marcar un diferencial al tipo de interés, excepto Flujo de caja libre / EBITDA, añadiendo el ratio, deuda financiera neta/EBITDA analizado anteriormente.

¹⁹ Return On Capital Employed, Resultado de explotación / Capital empleado (Rentabilidad económica).

²⁰ Son indicadores que exigen los proveedores financieros para asegurarse del control financiero a cambio de unas condiciones más ventajosas.

²¹ Return On Net Assets, Resultado de explotación / Activo neto, o Margen por rotación del activo neto (Rentabilidad económica).

²² Return On Equity, Es la rentabilidad financiera calculada como RONA +e(RONA -i) después de impuestos.

Los ratios que vamos a analizar nos indican la capacidad que tiene CIE para hacer frente a sus deudas, tanto capital como intereses, y la capacidad que tiene la empresa para convertir en caja el beneficio. En lo que a los dos primeros se refiere, CIE ha ido mejorando ambos ratios año a año, duplicando el primero, que indica cuantas veces superior al resultado financiero es el beneficio de explotación, y mejorando el segundo, que indica la capacidad que tiene la sociedad en devolver el resultado financiero, la deuda a corto plazo y los impuestos. A destacar que, este ratio habla de la deuda y no de la posición financiera neta, que mejoraría el ratio ampliamente.

Tabla 19 Ratios de cobertura 2014-2017

	2014	2015	2016	2017
Cobertura intereses (CI)	4,9131	4,2388	9,9507	8,8079
Cobertura desembolsos Fin	1,223	1,277	1,325	1,436
Conversión EBITDA en caja	-96,41%	85,92%	-79,27%	35,92%

Fuente - Elaboración propia a partir de CNMV

6.1.3 Flujos de caja

Al hilo del ratio de la capacidad de convertir en caja el EBITDA, a continuación vamos a analizar en detalle como transforma o no en caja CIE su EBITDA. Para analizar la capacidad de la generación de caja, vamos a realizar un estado de flujos de caja.

Los flujos de caja, nos dan el dato concreto de donde se generan o se pierde caja en la empresa, y es una herramienta, como veremos a continuación, para la valoración de empresas. Vamos a calcular el flujo de caja generado por las operaciones, llamado Flujo operativo de caja (FOC) o free cash flow (FCF), flujo de caja de la deuda (FCD) o Debt Cash Flow, desde el punto de vista de la empresa, y el flujo de caja para el accionista (FCA) o Equity Cash Flow, que comprobaremos con el flujo de caja del accionista (FCdA²³).

6.1.3.1. Flujo de caja libre (Free Cash Flow)

Para el cálculo del FCF, partimos del beneficio de explotación minorándolo en el impuesto correspondiente, impuesto operativo, con lo que obtenemos el Beneficio operativo después de impuestos (NOPAT de sus siglas en inglés Net operating profit after taxes). El NOPAT se ha incrementado en 204 millones de euros, lo que supone un 118% respecto al 2014. Siguiendo con la búsqueda del efectivo generado, y al eliminar las partidas que no suponen un desembolso de fondos, llegamos al fondo generado por las operaciones, que aplicándole las partidas del circulante operativo llegamos a la caja generada por las operaciones. Como podemos observar en la tabla 20, la variación de las necesidades operativas de fondos genera caja año tras años debido a, como hemos comentado antes, sus políticas comerciales.

La Caja Generada por las operaciones (CGO) media que genera CIE es de 470 millones de euros en estos últimos 4 años, con una inversión media en CapEx de 524 millones de euros. Se podría decir que de media, no transforma en caja EBITDA, si bien es cierto que en año 2014 realizaron un inversión de 900 millones de euros y en el 2016 casi 700 millones, en el 2015 y 2017 la caja operativa de

²³ FCdA = Dividendos - ampliación de capital+ reducción de capital-recompra de acciones+incremento de saldos (entendidos como reinversión).

caja generada es de medio millón de euros en total. Con la generación de free cash flow , la empresa tiene que ser capaz de remunerar a los dos grandes proveedores de fondos con los que cuenta, las entidades financieras y los accionista.

Tabla 20 Free cash flow 2014-2017

CIE AUTOMOTIVE (En miles de euros)	2014	2015	2016	2017
Bº Explotación	172.183	244.306	279.326	376.178
Impuesto operativo	-48.555	-52.471	-55.014	-84.872
NOPAT	123.628	191.835	224.312	291.306
Amortizaciones	241.522	121.168	128.144	154.238
Activos por impuestos diferidos netos	5.180	3.044	4.403	1.703
Provisiones y periodificaciones	53.604	-5.978	43.254	50.205
Fondos generados por las operaciones (FGO)	423.934	310.069	400.113	497.452
Incremento/decremento existencias	-66.879	-4.845	-61.595	-94.869
Incremento/decremento clientes	-107.115	-72.408	-112.825	-132.451
Incremento/decremento deudores	-19.265	-1.023	9.869	-37.723
Incremento/decremento acreedores	270.929	258.641	117.516	304.601
Total variación de NOF (Working capital)	77.670	180.365	-47.035	39.558
Caja generada por las operaciones (CGO)	501.604	490.434	353.078	537.010
CapEx	-900.451	-176.435	-676.067	-346.497
Flujo de caja libre (Free cash flow)	-398.847	313.999	-322.989	190.513

Fuente - Elaboración propia a partir de CNMV

6.1.3.2. Flujo de caja de la deuda (Debt Cash Flow)

Como bien hemos comentado antes, con la generación de FCF, la empresa tiene que hacer frente a los compromisos que tienen, tanto con los socios como con sus proveedores financieros, remunerando siempre primero a los bancos, que representamos con el debt cash flow.

Este flujo de caja lo representamos siempre desde el punto de vista de la empresa, pese a que tendríamos que representarlo desde el punto de vista del banco, como se deduce de la formula $FCF=DFC+ECF$, no obstante, resulta más fácil su análisis como empresa hacerlo de esta forma.

En función de las generaciones o no de caja, coincidiendo la no generación de caja, con los periodos donde se producen inversiones de alto importe, requiere de incrementar la financiación de la empresa para poder financiar esas inversiones, sin perjudicar al accionista. En los años 14 y 16 donde se produce unas inversiones de 1.500 millones de euros entre ambos, la sociedad requiere de incrementar la financiación bancaria para poder hacer frente a las mismas, sin perjudicar su situación de liquidez.

Tabla 21 Debt cash flow 2014-2017

CIE AUTOMOTIVE (En miles de euros)	2014	2015	2016	2017
Resultado financiero	-35.046	-57.636	-28.071	-42.709
Escudo fiscal	9.883	12.379	5.529	9.636
Incremento/decremento deuda LP	277.105	-116.664	210.495	-45.062
Incremento/decremento deuda CP	-74.777	-76.102	41.415	21.502
Flujo de caja de la deuda (Debt cash flow)	177.165	-238.023	229.368	-56.633

Fuente - Elaboración propia a partir de CNMV

6.1.3.3. Flujo de caja para el accionista (Equity Cash Flow)

Finalmente, y como hemos aclarado en los puntos anteriores, una vez remunerado al banco, la empresa tiene que ser capaz de remunerar al accionista, en mayor medida que la que le requiere de fondos, si no fuera así, los accionistas se verían obligados a buscar inversiones alternativas.

En el año 2014 se produjo una ampliación de capital como se puede observar en el flujo de ese mismo periodo.

Tabla 22 Equity cash flow 2014-2017

CIE AUTOMOTIVE	2014	2015	2016	2017
Free cash flow	-398.847	313.999	-322.989	190.513
Debt cash flow	177.165	-238.023	229.368	-56.633
Equity cash-flow	-221.682	75.976	-93.621	133.880
Variación patrimonio neto	220.100	-105.706	215.966	-141.801
Cash-flow neto	-1.582	-29.730	122.345	-7.921
Var. Tesorería	18.999	47.244	-82.925	50.746
Resultado minoritarios	-17.062	-16.751	-27.853	-42.748

Fuente - Elaboración propia a partir de CNMV

6.2. Datos financieros EX Dominion

La sociedad, este año 2018, ha dejado ser propietaria del grupo Dominion, y la forma de deshacerse de las acciones, ha sido vía reparto de dividendo extraordinario entregando las acciones de Dominion a los accionistas de CIE. CIE usa el método de integración global en su perímetro de consolidación, donde integra la totalidad de los activos y pasivos de las sociedades dependientes, realizando varios ajustes de eliminación. Hemos realizado una aproximación, partiendo de los datos consolidados presentados por CIE en 2017 y de los datos presentados por el grupo Dominion, también cotizada en 2017. De los estados financieros que ponemos a continuación, saldrán las proyecciones del punto 9. A continuación incluimos los estados financieros resultantes.

Tabla 23 Balance de situación Ex Dominion

		Dominion	CIE Ex Dominion
CIE AUTOMOTIVE (En miles de euros)	2017	2017	2017
ACTIVO NO CORRIENTE	2.921.173	444.191	2.476.982
Fondo de comercio	1.303.403	276.313	1.027.090
Inmovilizado Intangible	66.412	48.538	17.874
Inmovilizado Material	1.287.570	53.264	1.234.306
Activos financieros no corrientes	32.719	21.108	11.611
Activos por impuestos diferidos	231.069	44.968	186.101
ACTIVO CORRIENTE	1.558.690	565.563	993.127
Existencias	450.218	72.299	377.919
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	713.573	324.237	389.336
Otros activos corrientes	16.007	0	16.007
Efectivo y otros activos líquidos equivalentes	378.892	169.027	209.865
TOTAL ACTIVO	4.479.863	1.009.754	3.470.109
CIE AUTOMOTIVE	2017	2017	2017
PATRIMONIO NETO	1.336.913	294.328	1.042.585
Fondos propios	952.424	314.936	817.846
Intereses Minoritarios	522.456	4.493	357.000
PASIVO NO CORRIENTE	1.329.646	116.689	1.212.957
Provisiones no corrientes	153.894	19.294	134.600
Deudas con entidades de crédito	982.247	62.148	920.099
Ingresos diferidos	14.819	26	14.793
Pasivos por impuestos diferidos	85.480	12.200	73.280
Otros pasivos no corrientes	93.206	23.021	70.185
PASIVO CORRIENTE	1.813.304	598.737	1.214.567
Provisiones corrientes	64.480	2.344	62.136
Deudas con entidades de crédito y obligaciones	242.642	4.127	238.515
Otras deudas corrientes	8.842	627	8.215
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	1.218.098	557.064	661.034
Pasivos por impuestos corriente	279.242	34.575	244.667
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO	4.479.863	1.009.754	3.470.109

Fuente - Elaboración propia a partir de CNMV

Tabla 24 Cuenta de resultados Ex Dominion

CIE AUTOMOTIVE	2017	Dominion	CIE ExDominion
		2017	2017
Importe neto de cifra de negocios	3.724.458	843.263	2.881.195
Variación de existencias	23.783	0	23.783
Aprovisionamientos	-2.155.069	-442.154	-1.712.915
Otros ingresos de explotación	107.546	2.165	105.381
Gastos de personal	-776.123	-238.754	-537.369
Otros gastos de explotación	-394.179	-106.850	-287.329
Amortización del inmovilizado	-154.238	-19.571	-134.667
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN (BAIT)	376.178	38.099	338.079
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	333.469	31.694	301.775
RESULTADO CONSOLIDADO DEL EJERCICIO	258.233	27.019	231.214

Fuente - Elaboración propia a partir de CNMV

6.3. Datos competencia

A continuación incluimos una tabla con las empresas comparables, y con los múltiplos más utilizados en el sector

Tabla 25 Comparables

Nombre de empresa	Mkt Cap	EV	P/E	EBITDAX	P/S	P/CE
CIE Automotive	3.450	4.775	13,75	8,22	0,88	6,99
Aptiv PLC (Delphi Automotive)	23.112	26.466	18,61	13,83	2,02	18,18
Gestamp Automoción	3.793	6.448	14,33	7,3	0,45	4,99
Magna Internacional	18.872	23.129	8,51	5,29	0,49	5,97
Brembo SpA	3.860	4.149	14,47	8,53	1,52	9,85
Lingotes especiales SA	167	179	17,91	10,71	1,56	15,78
Leoni AG	1.170	1.656	7,53	4,35	0,22	5,35

Fuente – Elaboración propia a partir de gurufocus

7. DAFO de la Compañía

Con toda la información recopilada, analizada e indicada durante todos los puntos de este trabajo, adjuntamos el cuadro del análisis DAFO realizado para la compañía.

Como más dato a explicar, es el hecho de que incluimos la transformación tecnológica tanto como amenaza como oportunidad, ya que depende de las decisiones estratégicas que se tomen puede posicionarte mejor, o hacerte desaparecer.

Otro dato a destacar es que en oportunidades incluimos M&A, debido a que están surgiendo muchas oportunidad para crecer inorgánicamente como ha venido históricamente CIE.

Ilustración 39 DAFO CIE Automotive



Fuente – Elaboración propia

8. Formulación Estratégica

En el año 2015, CIE presentó un plan estratégico, siempre respetando sus 5 pilares fundamentales que hemos presentado en el punto 2. Los objetivos marcados en un inicio estaban separados en crecimiento orgánico y vía M&A.

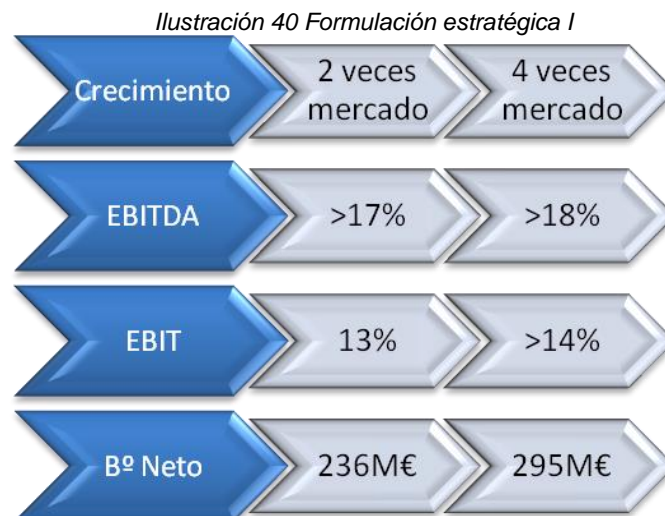
En el crecimiento orgánico, un objetivo era crecimiento anual del 7% en ventas, duplicar las ventas estimadas del sector, llegando a alcanzar un margen de explotación del 12% duplicando el beneficio neto, que en 2015 era de 118 millones. El CapEx de reposición y crecimiento lo establecieron en el 6% sobre ventas, y un objetivo de Deuda Financiera Neta respecto al EBITDA de la mitad de un ejercicio. La rentabilidad sobre el activo neto establecido marcaba un rango de entre el 20% y el 25% (excluyendo el fondo de comercio no generado por descuento de flujos de caja) y se estableció un objetivo de remuneración de 300 millones de euros a sus accionistas.

En el crecimiento inorgánico, se estableció un objetivo de crecimiento de 700 millones de euros en ventas vía adquisición de empresas, siempre que no comprometa el equilibrio del balance, llegando a un ratio de deuda financiera neta sobre EBITDA de 2 ejercicios.

En el año 2017, la compañía ha actualizado los objetivos marcando como objetivo crecer más de un 2% los márgenes operativos, superando un 10% de beneficio retenido en la sociedad dominante, después de remunerar a los minoritarios en el 2020, creciendo un 50% desde los 231 millones de euros, lo que supone 60 millones de euros más que lo planificado en un inicio.

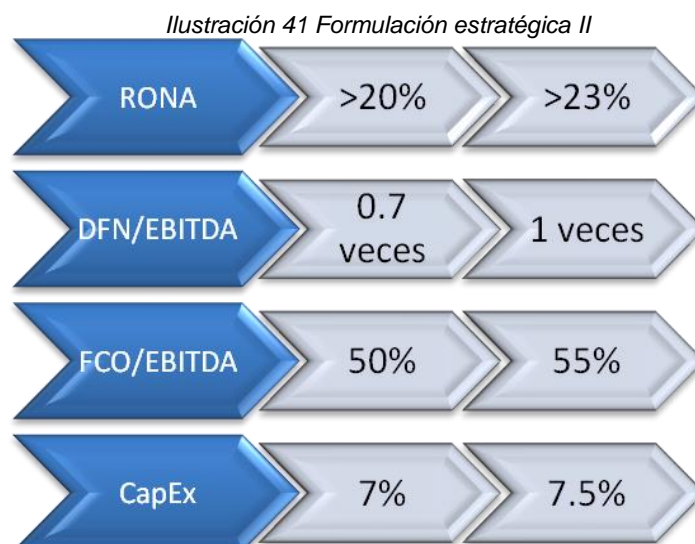
Se ha establecido que la empresa crezca 4 veces más que lo que crezca el mercado, incrementando el EBITDA y el EBIT respecto a ventas por encima del 18 y el 14% respectivamente.

A continuación adjuntamos dos ilustraciones donde podemos ver qué magnitudes se marcan, en términos financieros, como estratégicos para el 2020. En una primera columna se incluyen los objetivos marcados en un inicio, y en la segunda columna la segunda actualización que han sufrido los objetivos.



Fuente – Elaboración propia a partir de CIE Automotive

Aclarar de la ilustración 41, que uno de los objetivos, es convertir más de la mitad del EBITDA en flujo de caja operativo (Operating cash flow). El flujo de caja operativo que explica en sus informes la sociedad, no es el mismo que el flujo operativo de caja o free cash flow que presentamos y analizamos en este trabajo. CIE para calcular el FCO, parte del EBITDA y lo minora por el gasto financiero, el CapEx de reposición y los impuestos pagados.



Fuente – Elaboración propia a partir de CIE Automotive

9. Proyecciones Financieras

Una vez analizados los aspectos cualitativos de la empresa y los datos históricos de la empresa, basándonos en la formulación estratégica de la empresa se generan 3 posibles escenarios, en lo que a ventas se refiere. La empresa, en su formulación estratégica, en su planteamiento inicial contempla crecer el doble de lo que lo haga el mercado, y en la revisión del planteamiento inicial, se planteaban un crecimiento de 4 veces el mercado.

Para estimar lo que va a crecer el mercado, hemos cogido las previsiones de producción de vehículos presentados por Price Waterhouse Coopers en su informe de marzo de 2017 "Autofacts -Analyst note- Global forecast update"(Price Waterhouse Coopers, 2017), KPMG en su informe "Global Automotive executive survey"(KPMG, 2017)y Boston Consulting Group en una previsión recuperada de (Boston Consulting Group). Para evitar extremos, hemos cogido la mediana de los 3 informes, en vez de la media, obteniendo lo que creemos que es una tendencia razonable de crecimiento.

Como se trata de un crecimiento planteada en número de vehículos, le hemos aplicado las previsiones de inflación en España planteadas por el Banco de España hasta 2020 recuperadas de (Sitio web de Banco de España). En los ejercicios posteriores hemos supuesto que la inflación previstas será del 2%, objetivo del Banco Central Europeo.

Con todo esto, surgen los 3 escenarios descritos:

1. Escenario 1 – El crecimiento de CIE, sería el mismo que la tendencia obtenida de los informes de las 3 consultoras, es decir, CIE crecería lo mismo que el mercado, en su crecimiento orgánico.
2. Escenario 2 – El crecimiento de CIE, sería el doble que la tendencia obtenida de los informes de las 3 consultoras, es decir, CIE crecería el doble que el mercado, en su crecimiento orgánico.
3. Escenario 3 - El crecimiento de CIE, sería 4 veces que la tendencia obtenida de los informes de las 3 consultoras, es decir, CIE crecería 4 veces más que el mercado, en su crecimiento orgánico.

Tabla 26 Escenarios de ventas

Fuente	2018	2019	2020	2021	2022	2023
PWC	5,04%	3,42%	3,22%	1,83%	1,71%	1,50%
KPMG	4,35%	4,17%	3,00%	1,94%	2,86%	1,85%
BCG	2,20%	3,23%	2,08%	2,04%	2,00%	1,96%
MEDIANA	4,35%	3,42%	3,00%	1,94%	2,00%	1,85%
IPC	1,50%	1,40%	1,70%	2,00%	2,00%	2,00%
MEDIANA	4,41%	3,47%	3,05%	1,98%	2,04%	1,89%
CIE X2	7,84%	7,31%	5,63%	3,95%	4,47%	3,62%
CIE X4	15,67%	14,62%	11,25%	7,91%	8,93%	7,23%

Fuente – Elaboración propia

9.1. Hipótesis utilizadas

Para proyectar los estados financieros de CIE, para su posterior valoración, vamos a describir las hipótesis utilizadas:

9.1.1. Cuenta de resultados

- Ventas – Para el crecimiento de la cifra de negocio orgánico, hemos elegido el escenario 2, donde CIE crece el doble que lo que se estima que crezca el mercado. A destacar, que en el año 2019, a parte del crecimiento orgánico, hemos presupuestado un crecimiento extra del 90% sobre la inversión en CapEx de crecimiento inorgánico, debido a la compra de la empresa Inteva, que se acaba de firmar, pero que tendrá efecto en el 2019. La facturación de la empresa ronda los 850 millones de euros.
- Aprovisionamientos – Mantenemos constante, la relación existente en 2017 de aprovisionamientos respecto a ventas.
- Gastos de personal y otros gastos de explotación – Respecto a la relación de 2017 sobre ventas, hemos ido mejorando ligeramente el margen, hasta conseguir el 18% de EBITDA sobre ventas que tiene como objetivo estratégico la empresa.
- Amortización – Mantenemos el porcentaje sobre el Inmovilizado no corriente sin fondo de comercio del 2017.
- Coste deuda – Lo analizaremos en el cálculo del WACC.²⁴
- Tasa de impuestos – La empresa al estar ubicada en muchas zonas geográficas, tiene diferentes tasas de impuestos. Cogemos el 23% que es el que presentan como tasa efectiva en al 2017.
- Pay-out ²⁵ – Se establece en un cuarto del beneficio, similar a años anteriores.

Tabla 27 Principales hipótesis I

Principales hipótesis	2018	2019	2020	2021	2022
Crecimiento anual de los ingresos (%)	8,83%	6,95%	6,10%	3,96%	4,08%
Aprovisionamientos	56,00%	56,00%	56,00%	56,00%	56,00%
Gastos personal	17,99%	17,50%	17,00%	17,00%	17,00%
Otros Gastos de explotación	9,62%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%
EBITDA / Ventas	16,39%	17,50%	18,00%	18,00%	18,00%
Amortización	11,54%	11,54%	11,54%	11,54%	11,54%
EBIT / Ventas	11,90%	14,33%	13,59%	13,41%	13,27%
i (coste de la deuda)	1,25%	1,50%	1,90%	2,85%	3,10%
Tasa impuesto sociedades	23,00%	23,00%	23,00%	23,00%	23,00%
Pay-out	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%

Fuente – Elaboración propia

²⁴ Weighted average cost of capital , coste medio de capital.

²⁵ Ratio bursátil que mide que porcentaje del beneficio se destina a dividendos

9.1.2. Balance de situación

- Otros activos, pasivos no corrientes, Necesidades operativas de fondos y minoritarios - Mantenemos constante, la relación existente en 2017 de aprovisionamientos respecto a ventas.
- Fondos Propios – No contemplamos ninguna ampliación de capital, por lo que la variación de los FFPP, teniendo en cuenta que los minoritarios los mantenemos constantes, es el beneficio retenido.
- Las partidas de deuda financiera neta y Excedente de tesorería son por cuadro.
- Fondo de comercio - Lo mantenemos constante respecto al 2017, ya que no se amortiza y no consideramos depreciación, salvo por el incremento debido a la adquisición de Inteva.
- CapEx de reposición y crecimiento orgánico – 7,5% sobre ventas, según indica el plan estratégico, en su segunda revisión.
- CapEx de reposición y crecimiento inorgánico – Mención especial merece esta partida. En el punto 9.1.2.1. explicamos cómo lo contabilizamos.

Tabla 28 Principales hipótesis II

Principales hipótesis	2018	2019	2020	2021	2022
Otros activos no corrientes	6,23%	6,23%	6,23%	6,23%	6,23%
Otros pasivos no corrientes	7,46%	7,46%	7,46%	7,46%	7,46%
Minoritarios	18,00%	18,00%	18,00%	18,00%	18,00%
CapEx de reposición y crecimiento orgánico	243.763	371.843	394.533	410.161	426.895
CapEx de crecimiento inorgánico	0	780.000	0	0	0
Circulante operativo / Ingresos (NOF%)	-6,18%	-6,18%	-6,18%	-6,18%	-6,18%

Fuente – Elaboración propia

9.1.2.1. CapEx de crecimiento inorgánico

En su plan estratégico, CIE indicaba que querían crecer unos 700 millones de euros en ventas vía crecimiento inorgánico. También hemos dicho muchas veces hasta este punto, que el M&A es habitual en el sector de la automoción, pues bien, este mes de septiembre, CIE ha comprado la empresa Inteva, líder en el sector de techos en el sector de la automoción. Inteva, tiene una facturación de 1.000 millones de dólares, y la compra se ha cerrado por 750 millones de dólares.

Para hacer una simulación aproximada del efecto que puede tener esta adquisición en las cuentas proyectadas consolidadas de CIE, hemos seguido el siguiente proceso:

Para el cálculo del valor aproximado de la empresa, y poder representarla en las proyecciones, hemos recuperado los datos publicados por el profesor Damodaran recuperados de (*Damodaran, 2018*) para el cálculo de los datos de los que no disponemos. Contamos con los datos de ventas y precio cerrado, que son 850 millones de euros y 650 millones de euros respectivamente (Entendemos que 650 millones es el precio de las acciones).

Analizando los valores que el profesor Damodaran publica como representativos para los múltiplos relacionados con las ventas para el sector de proveedores de automoción, vemos que los valores que obtendríamos son 703 millones de euros para el ratio P/S²⁶ y 822 millones para el EV/S²⁷, lo que nos daría como resultante una deuda financiera neta de 118 millones de euros.

A estos valores le hemos aplicado un prima de liquidez para ajustar el precio a una empresa no cotizada y vemos que el resultado sería de 527 millones de euros de valor de las acciones y de 616 millones de valor de la empresa. Con estos dos múltiplos, ajustados y no, queríamos ver lo razonable o no que nos parecía el precio cerrado por la empresa. El valor cerrado está más menos en la mitad de los valores calculados por esta técnica, por lo que nos parece razonable.

Tabla 29 Múltiplos sector automoción

Compra Inteva	P/S	EV/S	Deuda
Valor teórico	703.544	822.481	118.937
V teórico ajustado	527.658	616.861	89.203

Fuente – Elaboración propia partiendo de los datos del profesor Damodaran

Una vez comprobada la razonabilidad del valor de compra, y teniendo el valor de las acciones a precio de mercado, con el ratio precio /valor contable (P/BV²⁸), que nos indica cuantas veces contiene el precio de mercado el valor en libros, hemos obtenido el valor del patrimonio neto de la empresa a valor contable. AL igual que hemos comentado anteriormente, al ratio publicado por el profesor Damodaran, le hemos aplicado un prima de liquidez por no tratarse de una empresa cotizada, y la mayor dificultad que tendría un posible traspaso de acciones.

Creemos que es más razonable el valor ajustado, por la menor liquidez y tamaño de la empresa adquirida, por lo que el valor contable de la empresa entendemos que es de 304 millones de euros, algo menos de la mitad del precio pagado por las acciones. Con este último paso, tenemos el valor de las acciones, tanto contablemente hablando, como a valor de mercado.

Para obtener la deuda financiera a valor de mercado, que entendemos que es igual a la contable, utilizamos nuevamente un dato publicado por el profesor Damodaran, que es en este caso, el ratio Equity entre capital empleado, que según publica, es del 80% aproximadamente. De ese ratio, obtenemos el valor de 130.000€ como deuda financiera neta.

²⁶ Price / Sales ratio, indica cuantas veces tiene el precio de la acción las ventas de la empresa

²⁷ Enterprise Value / Sales, indica cuantas veces tiene el valor de la empresa las ventas de la empresa

²⁸ Price / Book Value, indica cuantas veces tiene el precio de la acción su valor en libros

Tabla 30 Múltiplos sector automoción

Damodaran	Price/Sales	EV/Sales	PBV	E/(D+E)
Auto Parts	0,83	0,97	2,85	79,91%
Prima liquidez	0,25	0,25	0,25	
Ajustado	0,62	0,73	2,13	

Fuente – Elaboración propia partiendo de los datos del profesor Damodaran

Con todos estos cálculos realizados, obtenemos los valores que resumimos en la tabla 31 que posteriormente procederemos a integrar en los estados financieros proyectados de la empresa.

Tabla 31 Inteva

Equity	P/B	E/CE	EV
650.000	304.593	130.000	780.000

Fuente – Elaboración propia partiendo de los datos del profesor Damodaran

Una vez calculados los valores necesarios para la integración de la nueva sociedad en el perímetro de consolidación de CIE Automotive, vamos a realizarlos paso a paso, insistiendo en que se trata de una aproximación para poder representar esta adquisición para una mejor valoración de la empresa.

A continuación mostramos resumidamente, el balance de situación de la empresa adquirente(tabla 28) y de la adquirida (tabla 29) por separado, donde en Inteva, colocamos de una manera resumida e unificada las 3 grandes partidas que hemos obtenido, y el asiento de compra de las participaciones sin llegar a hacer la primera consolidación.

Tabla 32 Balance de situación CIE Automotive 2019

CIE	
Fondo de comercio	1.027.090
Resto inmovilizado material	1.351.834
Otros activos no corrientes	194.314
NOF	-192.720
Activo neto	2.380.517
Fondos propios	1.246.049
Deuda financiera neta	901.969
Otros pasivos no corrientes	232.500
Capital empleado	2.380.517

Fuente – Elaboración propia

Tabla 33 Balance de situación aproximado Inteva

Inteva	
Activo neto	434.593
Fondos propios	304.593
Deuda financiera neta	130.000
Capital empleado	434.593

Fuente – Elaboración propia

En lo que al asiento de compra se refiere, incrementamos el activo de CIE Automotive en 650.000€ por la compra de las participaciones de Inteva, incrementando su deuda financiera neta. El incremento de la posición financiera neta se puede deber tanto a reducción de tesorería como al incremento de la deuda.

Tabla 34 Asiento de compra de participaciones de Inteva

Compra	
Fondo de comercio	0
Resto inmovilizado material	650.000
Otros activos no corrientes	0
NOF	0
Activo neto	650.000
Fondos propios	0
Deuda financiera neta	650.000
Otros pasivos no corrientes	0
Capital empleado	650.000

Fuente – Elaboración propia

Para finalizar, lo que hacemos es consolidar los estados financieros de Inteva, por el método de integración global al perímetro de CIE a la empresa adquirida.

Los pasos son los que podemos ver en la tabla 31, donde en un primer momento se suman todos las partidas del balance de ambas sociedades. Posteriormente a esta 1ª consolidación, se eliminan los fondos propios de la adquirente, junto con la participación de 650 millones de euros de CIE en Inteva. De la diferencia del valor contable al valor contable, surge la partida de fondo de comercio dando como resultado el cuadro consolidación de la tabla 31

Tabla 35 Consolidación de Inteva en CIE Automotive

1ª consolidación		Ajustes		consolidación	
F. Comercio	1.027.090	F. Comercio	345.407	F. Comercio	1.372.497
Resto inm.	2.436.427	Resto inm.	-650.000	Resto inm.	1.786.427
Otros activos	194.314	Otros activos	0	Otros activos	194.314
NOF	-192.720	NOF	0	NOF	-192.720
Total Act	3.465.110	Total Act	-304.593	Total Act	3.160.517
FFPP	1.550.642	FFPP	-304.593	FFPP	1.246.049
DFN	1.681.969	DFN	0	DFN	1.681.969
Otros pasivos	232.500	Otros pasivos	0	Otros pasivos	232.500
PN y Pasivo	3.465.110	PN y Pasivo	-304.593	PN y Pasivo	3.160.517

Fuente – Elaboración propia

9.2. Estados financieros proyectados

En base a las hipótesis planteadas, los estados financieros resultantes son los siguientes:

Tabla 36 Balance de situación CIE Automotive 2018-2022

Balance de situación	2018	2019	2020	2021	2022
Fondo de Comercio	1.027.090	1.372.497	1.372.497	1.372.497	1.372.497
Resto Inmovilizado	1.361.719	2.011.019	2.173.490	2.332.841	2.490.539
Otros activos no corrientes	202.526	308.939	327.791	340.775	354.679
Fondo de maniobra operativo (NOF)	-200.866	-306.406	-325.103	-337.981	-351.771
Activo neto	2.390.470	3.386.049	3.548.675	3.708.133	3.865.944
Fondos propios	1.258.521	1.661.127	2.059.063	2.464.642	2.885.895
Deuda financiera neta	889.622	1.355.271	1.097.404	835.748	555.670
Otros pasivos no corrientes	242.326	369.651	392.207	407.743	424.379
Capital empleado	2.390.470	3.386.049	3.548.675	3.708.133	3.865.944

Fuente – Elaboración propia

Tabla 37 PyG CIE Automotive 2018-2022

Cuenta de resultados	2018	2019	2020	2021	2022
Ingresos	3.250.174	4.957.905	5.260.436	5.468.811	5.691.938
Aprovisionamientos	1.820.097	2.776.427	2.945.844	3.062.534	3.187.486
MARGEN BRUTO	1.430.076	2.181.478	2.314.592	2.406.277	2.504.453
Gastos de personal	584.798	867.633	894.274	929.698	967.630
Otros gastos de explotación	312.689	446.211	473.439	492.193	512.274
EBITDA	532.590	867.633	946.879	984.386	1.024.549
Amortizaciones	145.835	157.136	232.062	250.810	269.198
EBIT	386.755	710.498	714.817	733.576	755.351
Gastos financieros	12.839	13.344	25.750	31.276	25.908
Beneficio antes de impuestos	373.915	697.154	689.067	702.300	729.443
Impuesto sociedades	86.001	160.345	158.485	161.529	167.772
Beneficio neto	287.915	536.808	530.581	540.771	561.671
Dividendo	71.979	134.202	132.645	135.193	140.418

Fuente – Elaboración propia

9.3. Ratios proyectados

Tabla 38 Ratios CIE Automotiva 2018-2022

Principales Ratios	2018	2019	2020	2021	2022
ROCE	16,18%	20,98%	20,14%	19,78%	19,54%
ROIC	12,46%	16,16%	15,51%	15,23%	15,04%
WACC	22,88%	6,50%	6,73%	7,00%	7,28%
ROE	22,88%	32,32%	25,77%	21,94%	19,46%
FCF/EBITDA	41,19%	-37,02%	43,34%	42,76%	42,99%
DFN/EBITDA	1,67	1,56	1,16	0,85	0,54
Cobertura de intereses	30,12	53,24	27,76	23,45	29,15
EBITDA / Ventas	16,39%	17,50%	18,00%	18,00%	18,00%

Fuente – Elaboración propia

10. Valoración de las Acciones

A continuación vamos a proceder a valorar la compañía por el método del descuento de flujos de caja, por múltiplos de competencia y por múltiplos de operaciones recientes.

10.1. Valoración de las acciones de la empresa por descuento de flujos de caja

Para el descuento de flujos de caja, hemos proyectado los flujos de caja generados por las hipótesis planteadas en el punto 9, y los hemos descontado con su tasa correspondiente hasta traerlos, en este caso, hasta el 30 de junio de 2018.

Las dos herramientas básicas para este método, son los flujos de caja de la empresa (FCF, DCF y ECF) y las tasas a las que descontaremos dichos flujos.

10.1.1. Flujos de caja proyectados

Una vez proyectados los estados futuros de la empresa basándonos en las hipótesis planteadas, vamos a plantear los flujos de caja de la empresa, tal y como lo hicimos con los estados financieros históricos.

10.1.1.1. Flujo de caja libre

El free cash flow proyectado, que muestra la caja que va a generar la empresa para remunerar a sus dos grandes proveedores financieros y al pago de impuestos, supone aproximadamente el 40% del EBITDA durante todos los ejercicios excepto en el año 2019, donde se produce una inversión extraordinaria por la adquisición de Inteva.

Tabla 39 FCL CIE Automotive 2018-2022

	2018	2019	2020	2021	2022
EBIT	386.755	710.498	714.817	733.576	755.351
Impuesto operativo	-88.954	-163.415	-164.408	-168.722	-173.731
NOPAT	297.801	547.083	550.409	564.854	581.620
Amortización	145.835	157.136	232.062	250.810	269.198
Provisiones y periodificaciones	3.228	20.912	3.705	2.552	2.732
FGO	446.864	725.131	786.175	818.215	853.551
NOF	16.291	105.540	18.697	12.878	13.790
CGO	463.155	830.671	804.872	831.093	867.340
CAPEX	-243.763	-1.151.843	-394.533	-410.161	-426.895
Flujo de caja libre (FCL)	219.392	-321.172	410.339	420.932	440.445

Fuente – Elaboración propia

10.1.1.2. Flujo de caja de la deuda

El flujo de caja de la deuda, que la hemos calculado por cuadro, se va reduciendo todos los años, por la generación de free cash flow, excepto en el comentado año 2019, que se produce la inversión de compra de Inteva, donde necesita financiación para hacer frente.

Tabla 40 FCD CIE Automotive 2018-2022

	2018	2019	2020	2021	2022
Intereses	-12.839	-13.344	-25.750	-31.276	-25.908
Escudo fiscal	2.953	3.069	5.923	7.193	5.959
Variación deuda financiera neta	-137.527	465.649	-257.866	-261.657	-280.078
Flujo de caja para la deuda (FCD)	-147.413	455.374	-277.694	-285.739	-300.027

Fuente – Elaboración propia

10.1.1.3. Flujo de caja para el accionista

Lo podemos calcular de 2 formas diferentes como podemos ver en la tabla 41, partiendo del beneficio neto eliminando las partidas que no implican una salida de caja, sumando o restando las desinversiones o inversiones tanto en circulante como en capital y la variación de deuda, y por la igualdad $FCL = FCD^{29} + FCA$.

Tabla 41 FCA CIE Automotive 2018-2022

	2018	2019	2020	2021	2022
Beneficio neto	287.915	536.808	530.581	540.771	561.671
Amortización	145.835	157.136	232.062	250.810	269.198
Provisiones y periodificaciones	3.228	20.912	3.705	2.552	2.732
NOF	16.291	105.540	18.697	12.878	13.790
CAPEX	-243.763	-1.151.843	-394.533	-410.161	-426.895
Variación deuda financiera neta	-137.527	465.649	-257.866	-261.657	-280.078
Flujo de caja para el accionista (FCA)	71.979	134.202	132.645	135.193	140.418
Flujo de caja libre (FCL)	219.392	-321.172	410.339	420.932	440.445
Flujo de caja para la deuda (FCD)	-147.413	455.374	-277.694	-285.739	-300.027

Fuente – Elaboración propia

Para comprobar que los flujos de caja están cuadrados igualamos el flujo de caja para el accionista (FCA) con el flujo de caja del accionista (FCdA), tal y como vemos en la tabla 42. De esta forma se vemos si los flujos de caja se han calculado correctamente.

Tabla 42 FCA Vs FCdA

FCA Vs FCdA	2018	2019	2020	2021	2022
Flujo de caja para el accionista (FCA)	71.979	134.202	132.645	135.193	140.418
Dividendo	71.979	134.202	132.645	135.193	140.418

Fuente – Elaboración propia

²⁹ El flujo de caja de la deuda está calculado desde el punto de vista de la empresa por lo que la fórmula a aplicar es $FCF = FCA - FCD$

10.1.2. Cálculo WACC

Una vez analizados los flujos de caja, vamos a analizar el coste de capital de la empresa. El coste capital de la empresa, o WACC, de sus siglas en inglés Weighted Average Cost of Capital, se calcula con la siguiente fórmula:

- $WACC = [K_e + e_m * K_d (d.i)] / (1 + e_m)$

Como podemos observar en la tabla 43, el WACC que vamos a utilizar es cambiante año a año, ya que depende de los siguientes componentes:

- K_e = Rentabilidad exigida por el accionista
- e_m = Endeudamiento de mercado
- K_d = Coste de la deuda
- T = Tasa efectiva de impuestos

Tabla 43 WACC

	2018	2019	2020	2021	2022
WACC	22,88%	6,50%	6,73%	7,00%	7,28%

Fuente – Elaboración propia

A continuación vamos a analizar como calculamos los diferentes componentes del WACC.

10.1.2.1. Rentabilidad exigida por el accionista (K_e)

La rentabilidad exigida por el accionista la calculamos por medio del metodo CAPM de sus siglas en inglés Capital Asset Pricing Model. La formula del CAPM es la siguiente:

- $K_e = I_{sr} + \beta * PRM + PT$

Tabla 44 Rentabilidad exigida por el accionista

Principales hipótesis	2018	2019	2020	2021	2022
Tipo de interés sin riesgo (I_{sr})	1,472%	1,750%	2,000%	2,250%	2,500%
Beta de la empresa (β)	0,91	0,87	0,91	0,87	0,85
Prima de riesgo de mercado (PRM)	6,20%	6,20%	6,20%	6,20%	6,20%
Prima de tamaño (PT)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Mid-term	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5
Rentabilidad exigida por el accionista (K_e)	26,62%	7,13%	7,63%	7,62%	7,74%

Fuente – Elaboración propia

Al igual que con el WACC, con el cálculo del K_e , vamos a analizar los diferentes componentes que componen la fórmula del CAPM:

10.1.2.1.1. Tipo de interés sin riesgo (Isr)

Para la elección del tipo de interés sin riesgo, hemos utilizado para el año 2018 la rentabilidad ofrecida por el bono español a 10 años, incrementándolo en 0,25% anualmente durante el periodo proyectado, ya que estimamos un crecimiento lógico de los años venideros.

Tabla 45 Tipo de interés sin riesgo(Ke)

Principales hipótesis	2018	2019	2020	2021	2022
Tipo de interés sin riesgo	1,472%	1,750%	2,000%	2,250%	2,500%

Fuente – Elaboración propia

10.1.2.1.2. Beta (β)

Para determinar la Beta a aplicar en el modelo CAPM, hemos realizado varias aproximaciones por medio de 4 métodos:

1. *Calcular la Beta apalancada a partir de la beta desapalancada informada por el profesor Damodaran recuperadas de su página web <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> (Damodaran, 2018).*

El profesor Aswath Damodaran, por medio de sus publicaciones anuales, nos informa sobre la beta desapalancada del sector “auto parts”, en concreto, nos dice que es de 1,43. Con este dato, y por medio de la fórmula $BI^{30} = Bu^{31} * (1+em * T) - (Bd * em * T)$, que posteriormente analizaremos más en detalle, para obtener la beta apalancada de la empresa. Consideramos que la beta resultante de la empresa es alta, por lo que la descartamos.

2. *Calcular la Beta a partir de las betas desapalancadas de las empresas competidoras.(Método elegido)*

1er paso - Hemos partido de las betas apalancadas de las empresas competidoras que hemos indicado en el punto 6, y las hemos desapalancado por medio de la fórmula $Bu=BI / (1+em)$

Tabla 46 Betas competencia

Comparables	Country	BI	Mkt cap	DFN	D/E	Bu	EV
Haldex AB	Suecia	0,98	3.846	314	8,2%	0,91	4.160
Aptiv PLC	UK	1,55	23.112	3.354	14,5%	1,35	26.466
Gestamp Automoción	España	0,59	3.793	2.655	70,0%	0,35	6.448
Magna Internacional	USA	1,35	18.872	4.257	22,6%	1,10	23.129
Brembo SpA	Italia	0,84	3.860	289	7,5%	0,78	4.149
Lingotes especiales SA	España	0,62	167	13	7,7%	0,58	179
Leoni AG	Alemania	1,10	1.170	487	41,6%	0,78	1.656

Fuente – Elaboración propia basándonos en datos recuperados de <https://www.gurufocus.com/>

³⁰ Beta apalancada, BI de sus siglas en inglés Beta levered

³¹ Beta desapalancada , Bu de sus siglas en inglés Beta Unlevered

2º paso - Una vez obtenidas las betas desapalancadas de las empresas competidoras, procedemos a calcular la mediana de ellas, obteniendo como resultado una beta desapalancada de 0,78. Para apalancar esta beta, con la estructura de financiación de CIE, utilizaremos la fórmula antes comentada $BI = Bu * (1 + e * m * T) - (Bd * em * T)$, donde:

- BI = Beta levered (Beta apalancada).
- Bu = Beta unlevered (Beta desapalancada).
- Em= Endeudamiento de mercado de la empresa.
- T = Tasa impositiva.
- Bd = Beta de la deuda.

3er paso – De los datos necesarios para apalancar la Beta, solo nos falta la beta de la deuda. Calculamos la beta de la deuda por medio de la fórmula $\beta_d = (K_d - I_{sr}) / PRM$, que es una derivada de la fórmula del CAPM $\beta_d = (K_d - I_{sr}) / PRM$.

Tabla 47 Beta de la deuda

	2018	2019	2020	2021	2022
β_d	-0,04	-0,04	-0,02	0,10	0,10
Kd	1,25%	1,50%	1,90%	2,85%	3,10%
I _{sr}	1,47%	1,75%	2,00%	2,25%	2,50%
PRM	6,20%	6,20%	6,20%	6,20%	6,20%

Fuente – Elaboración propia

4º Paso – Una vez hayada la beta de la deuda, aplicamos la formula $BI = Bu * (1 + e * m * T) - (Bd * em * T)$ para apalancar la beta con la estructura de financiación de la empresa. A destacar de este paso, que se produce una referencia circular con el endeudamiento de mercado de la empresa, y la beta apalancada, por lo que el cálculo lo hacemos mediante el cálculo iterativo.

Tabla 48 Beta apalancada CIE Automotive

β_L	0,91	0,87	0,91	0,87	0,85
β_u	0,78	0,78	0,78	0,78	0,78
β_d	-0,04	-0,04	-0,02	0,10	0,10
T(1-t)	77,00%	77,00%	77,00%	77,00%	77,00%
em	0,20	0,14	0,21	0,16	0,12

Fuente – Elaboración propia

Tabla 49 Beta de CIE Automotive

Principales hipótesis	2018	2019	2020	2021	2022
Beta de la empresa	0,91	0,87	0,91	0,87	0,85

Fuente – Elaboración propia

3. Betas observadas en páginas web.

Buscamos en diferentes páginas web las beta informadas, y calculamos una media y la mediana.

Tabla 50 Betas observadas en páginas web

Beta Observada de CIE en páginas Web		
Web	Valor	Fecha
Financial times	0,95	15/09/2018
Infrontanalytics	0,86	15/09/2018
Finanzas.com	0,72	15/09/2018
El economista	0,12	15/09/2018
Infobolsa	0,72	15/09/2018
Investing	0,95	15/09/2018
Bolsamania	0,82	15/09/2018
Reuters	0,95	15/09/2018
Cinco días	0,12	15/09/2018
Media	0,69	15/09/2018
Mediana	0,82	15/09/2018

Fuente – Elaboración propia recuperando datos de las páginas web indicadas.

4. Betas informadas por BME en su informe Anual.

Las Betas obtenidas por este método no nos parecen representativas, ya que las consideramos demasiado bajas, en comparación los diferentes métodos utilizados.

Tabla 51 Betas informadas en BME en su informe anual

Beta Observada en informes BME					
Fecha	Sesiones				
	250	120	60	20	
2015	0,88	0,89	0,62	0,54	
2016	0,71	0,69	0,8	0,66	
2017	0,46	0,39	0,26	0,42	
Media	0,68	0,66	0,56	0,54	0,61
Mediana	0,71	0,69	0,62	0,54	0,64

Fuente – Elaboración propia

10.1.2.1.3. Prima de riesgo de mercado (PRM)

La prima de riesgo de mercado la hemos obtenido de la encuesta de Pablo Fernandez *Market Risk Premium and Risk-Free Rate, use for 59 countries in 2018: a survey* (Fernández, Pershin, & Isabel F., *Market Risk Premium and Risk-Free Rate, use for 59 countries in 2018: a survey, 2018*)” recuperado de <https://www.ssrn.com/en/>

Tabla 52 Prima de riesgo de mercado (PRM)

Principales hipótesis	2018	2019	2020	2021	2022
Prima de riesgo de mercado	6,20%	6,20%	6,20%	6,20%	6,20%

Fuente – Elaboración propia

10.1.2.1.4. Prima de tamaño y Mid-term

No aplicamos prima de tamaño a CIE ya que se trata de una empresa con una capitalización de 3.400 millones de euros aproximadamente, pese a que en el informe “2013 Ibbotson SBI risk premia over time report” (Morningstar, Inc., 2013) indica que deberíamos aplicarle un 1,14% por su mediana capitalización.

Como la valoración se produce a cierre del segundo trimestre, le aplicamos una prima que llamamos *Mid-Term*. Para aplicarla, no hacemos elevar tanto la rentabilidad exigida por el accionista como el coste de la deuda a la prima en el primer ejercicio.

Tabla 53 Prima de tamaño y Mid-term

Principales hipótesis	2018	2019	2020	2021	2022
Prima de tamaño	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Mid-term	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5

Fuente – Elaboración propia

10.1.2.2. Coste de la deuda (Kd)

Para la selección del coste de la deuda, en los primeros tres ejercicios hemos aplicado los tipos a los que una empresa de este tipo podría financiarse, subiéndolo progresivamente.

A partir del año 2021, lo hemos calculado aplicándole un spread, sacado de los informes de Aswath Damodaran que calcula los diferenciales (Spread en inglés) a aplicar a la deuda en función de su ratio de cobertura de interés, que en el caso de CIE es superior a 8 por lo que le aplicamos el 0,6%, que es el valor que indica el profesor en la tabla 54, rescatada de <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> (Damodaran, 2018).

Tabla 54 Coste de la deuda (Kd)

Principales hipótesis	2018	2019	2020	2021	2022
Tipo de interés sin riesgo	1,472%	1,750%	2,000%	2,250%	2,500%
Spread	0,60%	0,60%	0,60%	0,60%	0,60%
Coste de la deuda	1,25%	1,50%	1,90%	2,85%	3,10%
Coste de la deuda (Kd) después IS	0,96%	1,16%	1,46%	2,19%	2,39%

Fuente – Elaboración propia

Tabla 55 Spread de la deuda

>	$\leq to$	Rating is	Spread is
3	4,249999	A3/A-	1,13%
4,25	5,499999	A2/A	0,99%
5,5	6,499999	A1/A+	0,90%
6,5	8,499999	Aa2/AA	0,72%
8,50	100000	Aaa/AAA	0,54%

Fuente - Profesor Aswath Damodaran recuperado

10.1.2.3. Endeudamiento de mercado (em)

El endeudamiento de mercado, lo calculamos mediante la formula $em = \text{Deuda a valor de mercado} / \text{Valor del patrimonio neto a valor de mercado}$. Para el cálculo de los valores a valor de mercado hemos seguido el siguiente procedimiento:

10.1.2.3.1. Valor del patrimonio neto a valor de mercado (Equity)

Para obtener el valor de mercado del patrimonio neto, hemos descontado el flujo de caja para el accionista al K_e obtenido anteriormente.

10.1.2.3.2. Valor de la deuda a valor de mercado

Al igual que con el *equity*, descontamos el flujo de caja para la deuda al K_d obtenido anteriormente

Tabla 56 Endeudamiento de mercado (em)

	2017	2018	2019	2020	2021
Em	0,12	0,11	0,10	0,09	0,08

Fuente – Elaboración propia

10.1.3. Valoración de las acciones de la empresa por descuento de flujos de caja

Una vez proyectados los flujos, y de determinar las tasas a las que los vamos a descontar, vamos a proceder a analizar la valoración que hemos realizado de la empresa.

Los flujos calculados, que hemos proyectado en base a una estrategia y previsiones que hemos realizado no finalizarían en ese momento, es decir la empresa continuaría en funcionamiento. Ante esto, y suponiendo que la empresa funcionaría a perpetuidad, lo que hemos hecho es generar un par de ejercicios que denominamos transitorios, para ir adecuando los crecimientos a la tasa que llevaremos a perpetuidad, y partiendo de ellos hemos generado un flujo de caja terminal, del que hemos generado un valor terminal por medio de una renta perpetua.

Para generar el flujo de caja terminal, lo que hacemos es, incrementar el flujo de caja del último periodo transitorio, en la tasa que consideramos un crecimiento sostenible y equilibrado para llevarlo a perpetuidad, en este caso, hemos considerado el 3,6%, que es la rentabilidad real media del bono español a 10 años que indica Francisco García Paramés en su libro “*Invirtiendo a largo plazo*” (García Paramés, 2017)

Este cálculo lo hacemos con los 3 flujos de caja:

Tabla 57 Flujos de caja terminales

Flujo de caja libre (FCL)	Transitorio	Transitorio	FCL Terminal
	473.578	496.745	514.628

Flujo de caja para la deuda (FCD)	Transitorio	Transitorio	FCD Terminal
	6.658	2.111	2.187

Flujo de caja para el accionista (FCA)	Transitorio	Transitorio	FCDa Terminal
	480.236	498.855	516.814

Fuente – Elaboración propia

Una vez obtenidos los flujos de caja terminales, como bien hemos comentado anteriormente, para obtener el valor terminal de la empresa, aplicaríamos una renta perpetua creciente que cuenta como denominador el flujo de caja terminal, y en el denominador la resta entre la tasa de descuento y el crecimiento perpetuo que hemos establecido en el 3,6%.

Hay que tener en cuenta que cada flujo de caja se actualiza a la tasa que le corresponde, siendo los siguientes:

- Flujo de caja del accionista – Tasa de descuento K_e
- Flujo de caja de la deuda – Tasa de descuento K_d después de impuestos.
- Flujo de caja libre – Tasa descuento WACC.

10.3.3.1. Valor de las acciones a precio de mercado

El primer paso para la valoración, es descontar todos los flujos de caja para accionista calculados. junto con el valor terminal a la rentabilidad exigida por el accionista, y traerlos al momento actual, donde vamos a obtener el valor de las acciones, o valor del equity a fecha de valoración.

Tabla 58 Descuento de flujos de caja para el accionista

Valoración por DCF	2018	2019	2020	2021	2022	Trans.	Trans.
FCA	71.979	134.202	132.645	135.193	140.418	480.236	498.855
Flujos a descontar	71.979	134.202	132.645	135.193	140.418	480.236	10.597.340
Equity a fecha	6.016.269	7.545.931	7.950.063	8.423.942	8.931.023	9.482.031	9.747.572
Valor actual	56.845	98.929	90.850	86.035	82.939	262.974	5.337.696

Fuente – Elaboración propia

10.3.3.2. Valor de la deuda a valor de mercado

Como segundo paso, es hacer el mismo proceso que con el flujo de caja para accionista con el flujo de caja de la deuda, que lo descontamos a la tasa K_d

después de impuestos, y obtenemos el valor de la deuda a precio de mercado actual.

Tabla 59 Descuento de flujos de caja de la deuda

Valoración por DCF	2018	2019	2020	2021	2022	Trans.	Trans.
FCD	-147.413	455.374	-277.694	-285.739	-300.027	6.658	2.111
Flujos a descontar	147.413	-455.374	277.694	285.739	300.027	-6.658	595.311
Deuda a fecha	1.025.784	889.622	1.355.271	1.097.404	835.748	555.670	576.662
Valor actual FCD	145.814	-445.290	267.629	269.470	276.347	-5.979	517.792

Fuente – Elaboración propia

10.3.3.3. Valor de de mercado de la empresa a fecha

Como último paso, y una vez que hemos calculado el equity y la deuda a valor de mercado, podemos obtener el endeudamiento de mercado, y por lo tanto, el WACC por medio de la fórmula $[K_e + e_m * K_d (d.i)] / (1 + e_m)$. Una vez obtenido el WACC, ya podemos proceder a descontar todos los flujos de caja libre y el valor terminal al WACC, para obtener el valor de la empresa a fecha de valoración, al igual que hemos hecho con el valor de las acciones y de la deuda.

Tabla 60 Descuento de flujos de caja libre

Valoración por DCF	2018	2019	2020	2021	2022	Trans.	Trans.
FCF	219.392	-321.172	410.339	420.932	440.445	473.578	496.745
Flujos a descontar	219.392	-321.172	410.339	420.932	440.445	473.578	11.192.651
EV a fecha	7.042.053	8.435.554	9.305.334	9.521.346	9.766.771	10.037.701	10.324.233
Valor actual FCF	178.507	-245.362	293.713	281.588	274.638	274.510	5.984.459

Fuente – Elaboración propia

A continuación, vamos a comprobar que los valores de la empresa a precio de mercado en cada fecha, coincide con la suma del valor de la deuda a valor de mercado con el valor de las acciones a valor de mercado.

Tabla 61 Comprobación de flujos

Valoración por DCF	2018	2019	2020	2021	2022	Trans.	Trans.
EV a fecha	7.042.053	8.435.554	9.305.334	9.521.346	9.766.771	10.037.701	10.324.233
Deuda a fecha	1.025.784	889.622	1.355.271	1.097.404	835.748	555.670	576.662
Equity a fecha	6.016.269	7.545.931	7.950.063	8.423.942	8.931.023	9.482.031	9.747.572
Van=D+E	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

Fuente – Elaboración propia

Una vez comprobado, que efectivamente los valores coinciden, por medio de los valores obtenidos, y contando con que CIE tiene 129 millones de acciones,

obtenemos la siguiente tabla con la capitalización teórica y la que la empresa tenía a cierre de junio.

Tabla 62 Capitalización teórica y real

CIE AUTOMOTIVE	
Número de acciones (Miles)	129.000
Capitalización 02/07/18	3.304.980
Valor de la acción a 01/07/18	25,62
Capitalización teórica 02/07/18	6.016.269
Valor teórico de la acción 01/07/18	46,64

Fuente – Elaboración propia

Con los datos obtenidos vamos a proceder a ajustar los minoritarios, y de esta forma establecer un valor de la acción de mercado, ya que el valor de los minoritarios es del 34,25% respecto a patrimonio neto, ajustamos el valor de la acción en ese precio con el siguiente resultado.

Tabla 63 Diferencia del valor y precio calculado

Valoración CIE Automotive 01/ 07/2018	
Valor teórico de la acción 01/07/18	30,67
Valor de la acción a 30/06/18	25,62
Diferencia	5,05

Fuente – Elaboración propia

Como podemos observar, del valor de la acción calculado con nuestras hipótesis, al valor de mercado a junio hay una diferencia de 5 euros y 5 céntimos.

10.2. Valoración por Múltiplos de empresas comparables y de transacciones recientes

Una vez valorada la acción por el método de descuento de flujos de caja, que consideramos el más eficaz, a modo de comprobación de si es razonable o no, y como aproximación al posible valor de mercado de la empresa, vamos a utilizar la valoración por múltiplos. En este sentido, vamos a hacer dos aproximaciones, una en base a operaciones recientes, y el otro por lo múltiplos de empresas comparables.

A continuación indicamos los valores obtenidos por acción por el método del descuento de flujos de caja y los múltiplos obtenidos hasta 2022 por el método de descuento de flujos de caja.

Tabla 64 Múltiplos implícitos de la valoración

Múltiplos implícitos en la valoración	2018	2019	2019	2020	2021
PER ³²	20,9	14,1	15,0	15,6	15,9
VPNx ³³	1,85	1,52	1,51	1,54	1,57
P/CE ³⁴	13,87	10,87	10,42	10,64	10,75
EBITDax ³⁵	13,22	9,72	9,83	9,67	9,53
		E	D	EV	
Valor acción CIE Automotive (ajuste minoritarios)		30,67	5,23	35,90	

Fuente – Elaboración propia

10.2.1. Transacciones recientes

A través del informe publicado por Norgestión del sector de la automoción en junio de 2018 (Sitio web de Norgestion, 2018), hemos obtenido la media y mediana de las transacciones recientes valoradas al múltiplo EBITDax, que valora cuantas veces contiene el valor de la empresa su EBITDA. Con La valoración por descuento de flujos de caja, el Enterprise Value (EV) resultante por acción es de 35,90, y como podemos ver en el siguiente cuadro, tanto la media como la mediana, darían un valor superior, pero más o menos cercano, por lo que entendemos que obtenemos un valor bastante coherente. La media de los múltiplos de las operaciones de M&A en este 2018 ha sido de 9,73 veces el EBITDA de la empresa adquirida, y como mediana de 9,8 veces.

Tabla 65 Múltiplos informados por Norgestion

Norgestión	EV/EBITDA	EV/EBITDA
	Media	Mediana
Transacciones recientes	9,73	9,8
CIE	5.181	5.219
CIE Por acción	40,17	40,46

Fuente – Elaboración propia

³² Price Earnings Ratio ,mide cuantas veces contiene el precio el resultado del ejercicio, es decir, Precio/Beneficio

³³ P/BV, ratio analizado anteriormente

³⁴ Price to Cash Earnings, mide cuantas veces contiene el precio el cash flow contable, es decir, Precio/Beneficio + amortizaciones y depreciaciones.

³⁵ EV / EBITDA, mide cuantas veces contiene el valor de la empresa el EBITDA generado

10.2.2. Múltiplos de empresas comparables

Para analizar los múltiplos de empresas comparables, nos hemos centrado en probablemente los más utilizados para la valoración de empresas, que son en concreto el PER, que mide la relación entre el precio de cotización y el EBITDAX que mide la relación entre el valor de la empresa y su EBITDA.

Como añadido a estos dos múltiplos, hemos utilizado dos que Pablo Fernández recomienda utilizar para el sector de proveedores de automoción en su libro valoración de empresas (Fernández, Valoración de empresas, como medir y gestionar la creación de valor, 2012). En concreto se trata del P/CE, que mide la relación entre el precio de la acción y el cash flow contable generado por la empresa, y P/S que mide la relación entre el precio de la acción y las ventas.

A continuación mostramos los múltiplos a los que cotizan las empresas que hemos seleccionado, por los motivos explicados en el punto 6, como competidores y empresas comparables a CIE Automotive.

Tabla 66 Múltiplos competencia

Nombre de empresa	P/E	P/S	P/CE	EV/EBITDA
Haldex AB	25,08	0,80	33,16	15,58
Aptiv PLC (Delphi Automotive)	18,61	2,02	18,18	13,83
Gestamp Automoción	14,33	0,45	4,99	7,3
Magna Internacional	8,51	0,49	5,97	5,29
Brembo SpA	14,47	1,52	9,85	8,53
Lingotes especiales SA	17,91	1,56	15,78	10,71
Leoni AG	7,53	0,22	5,35	4,35
Mediana	14,47	0,80	9,85	8,53

Fuente – Elaboración propia

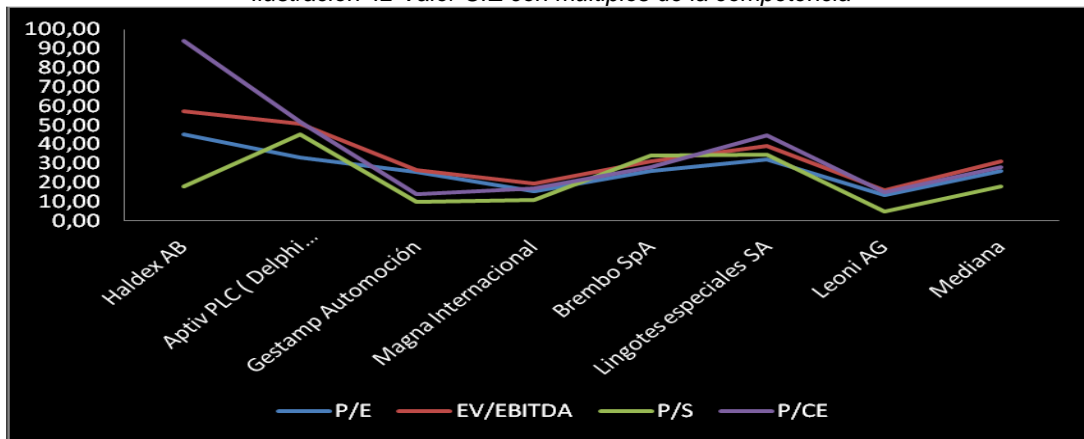
Con los múltiplos que hemos incluido en la tabla anterior, y con los datos proyectados de 2018 de CIE, hemos obtenido la siguiente tabla, donde se puede ver que la valoración obtenida por descuento de flujos de caja es razonable, salvo en el ratio de precio/ventas, que nos daría un valor de 20€. Analizando el gráfico que hemos creado con la tabla 66, vemos que precisamente este ratio es el que más dispersión tiene, por lo que no lo vamos a considerar representativo.

Tabla 67 Valor CIE con múltiplos de la competencia

Nombre de empresa	P/E	P/S	P/CE	EV/EBITDA
Haldex AB	55,98	20,16	111,50	64,32
Aptiv PLC (Delphi Automotive)	41,54	50,89	61,13	57,10
Gestamp Automoción	31,98	11,34	16,78	30,14
Magna Internacional	18,99	12,35	20,07	21,84
Brembo SpA	32,30	38,30	33,12	35,22
Lingotes especiales SA	39,97	39,30	53,05	44,22
Leoni AG	16,81	5,54	17,99	17,96
Mediana	32,30	20,16	33,12	35,22

Fuente – Elaboración propia

Ilustración 42 Valor CIE con múltiplos de la competencia



Fu Fuente – Elaboración propia

11. Recomendación

CIE Automotive, es una empresa, o grupo de empresas, con una gran diversificación a nivel tecnológico, geográfico y de producto. Se le puede considerar un TIER 1,5, ya que provee tanto a fabricantes como a proveedores que tiene por delante en la cadena de valor, lo que le permite tener las ventas muy diversificadas.

Creo que cuenta con ventajas competitivas debido a esta diversificación y a la capacidad de poder ofrecer a un mismo cliente diversidad de productos.

Presenta un posición financiera estable y fuerte, que les permite, como ha sido el caso en este mes de Septiembre, adquirir una empresa por 750 millones de dólares, sin llegar a perjudicar su posición respecto a sus proveedores financieros, ya que siguen los covenants cerrado con los mismos. Es una empresa generadora de caja, transformando ,generalmente, más de un 40% de su EBITDA en caja, y con unos ratios de deuda financiera / EBITDA inferiores a 2 veces.

En mi opinión, tras una valoración exhaustiva de su negocio, de sus estados financieros, y de su formulación estratégica, y por medio del método del descuento de flujos de caja, consideramos que la empresa tiene un valor por acción de **30,67€**. Actualmente, la empresa tiene un precio de 27€ por acción aproximadamente, por lo que en base a todo lo comentado anteriormente, **recomendamos comprar**, con un potencial de revalorización del 13,59%.

Bibliografía

Price Waterhouse Coopers. (2017). *Autofacts -Analyst note- Global forecast update*. PwC.

Agencia EFE. (8 de marzo de 2018). <https://www.efe.com>. Recuperado el Septiembre de 2018, de <https://www.efe.com/efe/america/portada/trump-impone-oficialmente-aranceles-del-25-al-acero-y-10-aluminio/20000064-3547165>

Allen, F., Brealey, R. A., & Myers, S. C. (2014). *Principios de finanzas corporativas* (11 ed.). México D.F.: McGraw Hill.

ANFAC. (2017). *Informe anual 2017*.

ANFAC, SERNAUTO, & KPMG. (2017). *Agenda sectorial de la industria de automoción*. KPMG.

Boston Consulting Group. (s.f.). <https://www.bcg.com>. Recuperado el septiembre de 2018, de SEE THE INSIGHT: <https://www.bcg.com/industries/automotive/insights.aspx>

Damodaran, A. (2018). *Damodaran On-line*. Recuperado el 2018, de <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Deloitte. (2017). *The future of the automotive value chain 2025 and beyond*. Deloitte.

El Diario Vasco. (30 de 08 de 2015). <https://www.diariovasco.com>. Recuperado el Septiembre de 2018, de <https://www.diariovasco.com/costa-uroala/201508/30/ferreria-zubillaga-onati-20150830004259-v.html>

Ernst&Young. (2016). *Automotive change drivers for the next decade*. EY.

Fernández, P. (2012). *Valoración de empresas , como medir y gestionar la creación de valor* (3 ed.). Barcelona: Gestión 2000.

Fernández, P., Pershin, V., & Isabel F., A. (23 de abril de 2018). *Market Risk Premium and Risk-Free Rate, use for 59 countries in 2018: a survey*. Recuperado el 01 de septiembre de 2018, de Social Science Research Network: <https://www.ssrn.com/en/>

García Paramés, F. (2017). *Invirtiendo a Largo Plazo*. Barcelona: Deusto.

Gobierno Vasco. (13 de Septiembre de 2016). <http://www.euskadi.eus>. Recuperado el Septiembre de 2018, de <http://www.euskadi.eus/fondo-pascual-zubillaga/web01-a2kulonz/es/>

González García, J. M. (2007). <http://aunamendi.eusko-ikaskuntza.eu>. Recuperado el 2018, de <http://aunamendi.eusko-ikaskuntza.eus/eu/patricio-echeverria/ar-127638-131345/>

Granda, J. M. (23 de julio de 2018). <https://cincodias.elpais.com>. Recuperado el septiembre de 2018, de https://cincodias.elpais.com/cincodias/2018/07/20/companias/1532108262_688772.html

- KPMG. (2017). *Global Automotive executive survey*. KPMG.
- Kuhnert, F., Stürmer, C., & Koster, A. (2017). *Five trends transforming the Automotive Industry*. PwC.
- Morningstar, Inc. (2013). *Stocks, Bonds, Bills, and Inflation, 2013 Ibbotson S&P Risk Premia OverTime Report Estimates for 1926–2012*.
- Muhr, D., Müller, N., Krieg, Alexander, Gao, P., Kass, H.-W., Krieger, A., y otros. (2013). *The road to 2020 and beyond: What's driving the global automotive industry?* McKinsey&Company.
- Parkin, R., Wilk, R., Hirsh, E., & Singh, A. (2017). *2017 Automotive Industry Trends - The future depends on improving returns on capital*. PwC.
- Pérez Castillo, F. J. (s.f.). Consolidación de Estados Financieros. Madrid: ESIC.
- Pérez-Carballo Veiga, J. F. (2015). *La gestión financiera de la empresa*. Madrid: ESIC Business&Marketing School.
- Price Waterhouse Coopers. (2017). *Automotive supplier survey 2017*. PwC.
- Sitio Web de ACICAE. (s.f.). Obtenido de <https://www.acicae.es>
- sitio web de Asociación Española de Proveedores de Automoción . (s.f.). Obtenido de SERNAUTO: <http://www.sernauto.es/>
- Sitio web de Asociación nacional de fabricantes de automóviles y camiones (ANFAC). (s.f.). Obtenido de Sitio web de ANFAC: <http://www.anfac.com/>
- Sitio web de Banco de España. (s.f.). Obtenido de <https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/IntervencionesPublicas/DirectoresGenerales/economia/Arc/Fic/eco200318.pdf>
- Sitio web de CIE Automotive. (2018). Recuperado el 2018, de <http://www.cieautomotive.com/>
- Sitio web de cinco días. (5 de Abril de 2002). Recuperado el Septiembre de 2018, de https://cincodias.elpais.com/cincodias/2002/04/05/empresas/1018173557_850215.html
- Sitio web de CNMV. (s.f.). Recuperado el 2018, de <https://www.cnmv.es/>
- Sitio web de Gurufocus. (s.f.). Obtenido de <https://www.gurufocus.com/>
- Sitio web de Morningstar. (2018). Recuperado el 2018, de <http://financials.morningstar.com/>
- Sitio web de Norgestion. (junio de 2018). Recuperado el Septiembre de 2018, de http://www.norgestion.com/uploads/publicaciones/pdf/NORGESTION._Informe_Sector_de_Automocion._Junio_2018.pdf
- Sudupe, J. (30 de agosto de 2015). <https://www.diariovasco.com>. Recuperado el septiembre de 2018, de <https://www.diariovasco.com/costa-uroala/201508/30/anos-colocacion-primera-piedra-20150830004327-v.html>

Trigueros, M. (6 de julio de 2017). <https://www.abc.es/moto>. Recuperado el septiembre de 2018, de https://www.abc.es/motor/reportajes/abci-sector-automovil-aporta-10-por-ciento-nacional-201707061845_noticia.html

Zabala, K., & Zubiaurre, A. (s.f.). *CORPORACIÓN INDUSTRIAL EGAÑA - CIE AUTOMOTIVE - Un nuevo modelo de empresa en el sector de la automoción*. Recuperado el 2018, de [www.clusterdelconocimiento.com: http://91.121.77.230/e_casos/cast/pages/temas/temas-ant/pdfs/cas/Egana-CIE2002.pdf](http://91.121.77.230/e_casos/cast/pages/temas/temas-ant/pdfs/cas/Egana-CIE2002.pdf)