

# Grammer AG

“Mobilen Komfort und Sicherheit”

# Descripción del negocio

- Fundada en 1880, GRAMMER AG tiene dos negocios diferenciados, por un lado, la producción de componentes para automóviles (OEMs), concretamente reposacabezas, apoyabrazos y consolas centrales y, por el otro, la fabricación de asientos para conductores y pasajeros de trenes, autobuses, camiones y todo tipo de vehículos off-road (tractores, excavadoras, buldócer, segadoras, etc.). Tiene 37 centros en 20 países.
- El 68% de sus ventas las hace en Europa y oriente medio, el 18% en las Américas y solo el 14% en Asia/Pacífico.
- Es líder mundial en asientos para vehículos off-road.
- Entre los clientes de asientos destacan Kion, Wacker Neuson, Agco, Claas, John Deere, Komatsu, Liebherr y Caterpillar (comento más adelante), Toyota, Scania, Mercedes, DAF y MAN. También es el principal suministrador de asientos del tren de alta velocidad alemán ICE.
- Están centrados en la estrategia de aumentar ingresos vía aumento de las ventas en OEM's tratando de ganar cuota de mercado para luego poder aumentar márgenes vía economías de escala locales. Aquí podréis ver el aumento continuado de los ingresos desde el 2009:

	2005-12	2006-12	2007-12	2008-12	2009-12	2010-12	2011-12	2012-12	2013-12	2014-12	TTM
Revenue EUR Mil	859	881	998	1,007	727	930	1,093	1,144	1,266	1,366	1,406
Gross Margin %	—	—	—	12.9	10.4	12.9	13.0	12.4	12.3	11.6	10.6
Operating Income EUR Mil	33	39	32	32	24	33	49	47	58	57	51

# Competencia

- Del sector asientos:
- CVG Inc, Sears Manufacturing Company, Aunde Group...
- Dentro del negocio de asientos para vehículos, hay muchos otros, pero al estar centrados en asientos para automóviles, no son realmente competidores directos (Johnson Controls, Faurecia SA, Recaro, Lear Corporation...). El CEO de Grammer ha dejado claro que este sector está dominado por competidores muy fuertes y no van a meterse en ese sector, su estrategia pasa por quedarse y dominar su nicho.
- Del sector componentes para automóviles (OEMs):
- En este sector la lista es más larga, pero la ventaja que tiene Grammer es que está centrado en el mercado alemán de gama alta (BMW, Audi, VW y Daimler) que, al ser bienes de lujo, están menos expuestos al ciclo económico. Grammer tiene su sede en Amberg (Baviera), muy cerca de la de Audi y BMW.

# Ventajas competitivas

- Grammer tiene una fuerte imagen de marca como excelente suministrador de asientos para conductores de vehículos offroad, camiones y autobuses. Gracias a que asumen todos los costes de I+D+i, sus clientes le permiten incluir su nombre y logo en los asientos (cosa que no sucede en los OEMs).
- Los contratos de suministro se firman por varios años, lo cual da una cierta estabilidad a los ingresos.
- La parte buena del negocio es la fabricación de asientos con unos márgenes del doble que la de los componentes (margen EBIT 7,6% vs 3,2%).

# Fundamentales

- Tiene un balance saneado, con una deuda neta de 130mill € y una relación Deuda/PN de 0,53 ó 1,5 veces EBITDA.
- El cash flow ha empeorado sustancialmente este año y es una de las cosas que más me preocupan de esta compañía.

	2005-12	2006-12	2007-12	2008-12	2009-12	2010-12	2011-12	2012-12	2013-12	2014-12
Cap Spending EUR Mil	—	—	—	-40	-33	-38	-38	-37	-43	-47
Free Cash Flow EUR Mil	60	39	45	1	-31	—	20	25	17	18
Free Cash Flow Per Share EUR	1.98	5.68	3.79	4.46	0.09	-1.45	1.56	2.15	1.81	0.15
Working Capital EUR Mil	—	—	—	104	78	117	177	142	202	219

- Como es habitual en el sector de los OEM's, el capex suele ser bastante elevado, esto es porque necesitan invertir mucho en nuevos productos y procesos para aguantar el ritmo de mercado.
- Llevan 4 años repartiendo dividendos crecientes a una media del 20% anual. Dividend yield 2015 = 3,15%.
- En mi opinión, deberían reducir o, al menos, dejar de aumentar el dividendo para no deteriorar el FCF y centrarse en el negocio bueno pero, como mero minorista, nuestro poder de decisión se limita a invertir o no invertir, esa es la cuestión.
- Con un Bº neto estimado para este año de 26 millones de euros, cotiza a un PER = 10,5x
- Price to book = 1,1x
- A pesar de no contar con un moat amplio, los retornos que consigue la compañía no son del todo malos: ROIC=7,5%; ROCE=10,2%; ROE=12%

# Valoración

- La acción cotiza hoy (06.11.15) a 23,9€ (ha bajado en lo que va de año casi un 30%), lo que le da un valor bursátil de 277 millones de euros.
- La acción está sufriendo por el mal momento del sector agrícola a nivel mundial y el, a mi juicio, exagerado pesimismo del sector automóvil, especialmente tras el escándalo del grupo VW que, por cierto, es uno de sus principales clientes (23% de las ventas). Merecería la pena un análisis detallado de la situación de VW pero escapa del objeto de esta tesis de inversión. Muy resumidamente, en estos casos hay que fijarse en otros ejemplos históricos (casos como los problemas de la clase A de Mercedes del año 1997, imagen dañada, importante caída de la acción pero tras menos de 2 años, pasaron a vender tantos coches como habían previsto en su lanzamiento. Otros casos sonados son los de Ford en los años 70, etc. Aquí un enlace con algunos ejemplos: <http://www.autopista.es/reportajes/articulo/los-5-escandalos-motor-104926>
- Todas esas compañías, venden hoy más vehículos y tienen mayores beneficios que entonces y hay que recordar que en el caso de VW no ha habido muertos, tampoco un producto defectuoso, únicamente contaminan más de lo que indicaban. Hay engaño y daño de imagen. Pero estoy seguro de que a la larga esto se olvidará y la gente no va a dejar de comprar un coche porque contamine algo más de lo que indicaban. No somos tan ecologistas como nos creemos. Al consumidor le importan las prestaciones, calidad y precio. Punto.
- Como podemos ver, las acciones de sus principales clientes del sector asientos como Deere&Co (de la cual también soy accionista), Caterpillar, etc, también se están viendo muy penalizadas, pero lo importante es el largo plazo y no me cabe la menor duda de que el sector se recuperará.
- Con unos beneficios normalizados de entorno a 30-35 millones de euros (BPA = 2,6 – 3,1€), una caja de 50 millones, un patrimonio neto de 240 y una deuda más que razonable, comprar la empresa por 277 millones, nos da un margen de seguridad lo suficientemente amplio como para poder aguantar el mal momento por el que está atravesando la parte buena del negocio. Le doy una valoración de 36-40€/acción con un potencial de revalorización de 50-66%.
- Con esta valoración NO estoy teniendo en cuenta los catalizadores/oportunidades que evidentemente están ahí pero que por norma general no tengo en consideración.

# Comparables

- CVGI cotiza a un PER 15x tiene una relación Deuda/PN de casi 4x o EBITDA 3x (muy endeudada) y un Price to book de 2x, encima cuenta con peores márgenes y retornos. Si esto lo extrapoláramos a la acción de Grammer, ésta debería valer por lo menos el doble. Aunque está claro que el hecho de que CVGI cotice cara, no implica por si mismo que Grammer esté barata.

# Catalizadores y riesgos

- Han firmado un importante contrato para el suministro de asientos para el mayor fabricante del mundo de vehículos off-road (Caterpillar) que le reportará un aumento de ventas de doble dígito en el negocio bueno, lo cual es una excelente noticia.
- No tienen accionistas de referencia y con esta baja valoración podrían ser objetos de OPA. Mantienen una joint venture (GRAMAG) con Magna International...¿quién sabe?
- Los riesgos principales son los propios de una empresa bastante cíclica que depende del volumen de ventas, a nivel mundial, de coches, vehículos offroad, trenes, etc.
- Otro de los riesgos habituales de las empresas industriales alemanas son los sindicatos (IG Metall en el caso de Grammer). La presión inflacionista se está empezando a notar en Alemania, especialmente por la constante subida de los precios inmobiliarios (la demanda supera ampliamente la oferta). Este será un problema a seguir en la evolución de los resultados de la empresa. Veremos si serán capaces de hacer frente a las subidas salariales...
- La empresa podría estar mejor gestionada, apenas generan 3.500€ de Bº por empleado (contrasta con los 12.500€ de Magna o los 12.800€ de Plastic Omnium por poner un ejemplo). Los directivos tienen sueldos demasiado elevados para tratarse de una midcap. Entre los 3 principales se embolsan 2,8 millones de euros cuando la empresa apenas va a generar 26 millones de Bº neto este año. Un pequeño detalle sin grandes consecuencias pero que avala mi tesis es que en el año 2006 compraron acciones propias a 22,5€ (todavía en cartera) y casi 10 años después siguen a los mismos niveles. Desde luego que no son los mejores asignando capital.
- Por último, otra cosa que no me gusta de los directivos son las quejas de los ex-trabajadores, especialmente los que han estado en puestos de dirección que se quejan de falta de comunicación y mala organización en general.
- [https://www.xing.com/companies/grammerag/reviews?\\_id=1447064129323&filter\\_options=newest&page=3](https://www.xing.com/companies/grammerag/reviews?_id=1447064129323&filter_options=newest&page=3)
- La nota media que dan (trabajadores y ex-trabajadores) a esta empresa es de 2,88 sobre 5, frente a los 3,8 de compañías como BMW, Daimler, Bosch...

# Conclusiones

- Grammer Ag es el típico ejemplo de una empresa desconocida por el gran público, aburrida, olvidada por el mercado (no sale mucho en las noticias) y sin grandes perspectivas a corto plazo. A los precios atractivos a los que cotiza, con un ROCE decente aunque no para tirar cohetes, para mi es lo que Buffett definiría como “cigar butt” (colilla de cigarro). La acción nos permitirá fumar un par de caladas gratis, pero luego tendremos que tirarla. Esto será a medida que el precio alcance los 36-40€.

## NOTA:

No he mantenido ni mantengo en la actualidad ninguna relación contractual con esta compañía. Sí mantengo una posición accionarial en esta compañía compradas a 23,90€



# Fuentes consultadas

- [www.grammer.com](http://www.grammer.com)
- [www.cvgrp.com](http://www.cvgrp.com)
- [www.morningstar.com](http://www.morningstar.com)
- [www.de.wikipedia.org/wiki/Grammer AG](http://www.de.wikipedia.org/wiki/Grammer_AG)
- <http://app.handelsblatt.com/unternehmen/industrie/umsatzschwund-durch-abgas-skandal-diese-zulieferer-sind-besonders-abhaengig-von-vw/12383090.html>
- <http://es.slideshare.net/KosmeMontes/caso-mercedes-clase-a>
- <http://www.welt.de/wirtschaft/article129323711/Sie-werden-im-Auto-die-Fuesse-hochlegen-koennen.html>

# JPMontes

calle/ San Lamberto 11, local 1

28017 Madrid

Telf.: +34 646868912

e-mail: [jorgepm@web.de](mailto:jorgepm@web.de)

Responsable de los contenidos : Jorge Pérez Montes.

Todos los nombres y marcas nombrados son propiedad de sus respectivos dueños.

Todos los derechos reservados.