

VESTAS Wind Systems es el mayor fabricante de turbinas eólicas del mundo y el único con presencia verdaderamente global (52% Europa y África, 41% América y 9% Asia Pacífico). También ofrece servicios de valor añadido (aumento de potencia, optimización del rendimiento de la energía, mejoras aerodinámicas, etc) y servicios de mantenimiento en parques eólicos (windfarms) ya existentes. Actualmente cuenta con una capacidad instalada alrededor de los 71.000 MW que representa el 20% de la potencia eólica instalada en todo el mundo.

¿Por qué nos gusta? La demanda de energía eólica mundial está creciendo a tasas del 12% anual y se espera que mantenga este ritmo hasta 2019 (de los 423 GW instalados actuales a 666 GW¹) apoyada en los esfuerzos de los países por reducir sus emisiones de CO2, un marco regulatorio estable para los próximos años en la mayoría de países y la mejora del coste (LCoE) de generación que en algunas zonas geográficas ya puede competir con la energía fósil tradicional. Vestas es el líder mundial (12% de cuota) y mejor posicionado en el mercado del viento por su tamaño, presencia global, marca y conocimiento del mercado. Está muy presente en mercados maduros como Alemania y EEUU (alrededor del 40% de sus ventas) y tiene mucho potencial de crecimiento en regiones emergentes como India o donde todavía tiene poca presencia.

Valoración fundamental Utilizamos los datos del consenso con crecimiento en ingresos del 5% hasta 2019, y un margen EBIT que aumente hasta el 11%. Las necesidades de inversión y capital de trabajo son estables (4,7% y 30% s/ingresos respectivamente). Utilizamos un CFLO medio de 885 Mn EUR (promedio de 3 años) para calcular el valor terminal (80% de la valoración), un WACC del 8%, una tasa impositiva del 25% y un crecimiento perpetuo del 2%. El valor objetivo que obtenemos es de 511 DKK/acción. Ver DCF en la página 2.

Calidad de la Empresa El nivel de caja de la empresa es superior al de deuda, tiene una posición de caja neta de 1.700MnEUR. La compañía se ha fijado un límite máximo de deuda de 1x EBITDA.

Riesgos Si bien la industria está entrando en una fase de madurez con notables barreras de entrada, todavía no hay una posición dominante clara y la elevada competencia puede presionar los márgenes a la baja. También tiene cierta dependencia del marco regulatorio, aunque éste parece haberse estabilizado en la mayoría de países.

Últimos Resultados Los resultados del 4T2015 fueron buenos superando las expectativas del mercado en ventas y margen EBIT (10,8% para todo el año). Destaca la entrada de pedidos del trimestre (2.400 Mn EUR) que sitúan la cartera de pedidos en 2x las ventas de un año (17 Bn EUR = 8,9 Bn Turbinas + 7,9 Bn Servicios). Para el 2016 la compañía prevé unos ingresos de 9 Bn EUR con un margen EBIT del 11%, unas inversiones máximas de 500 Mn EUR y un flujo de caja libre de 600 Mn.

RSC (1) Ambiental: Entre 2011 y 2015 ha conseguido su objetivo de reducir en un 15% las emisiones de todo el ciclo de vida del producto tomando como referencia la turbina V112-3.3MW. Para el 2020 se ha fijado un objetivo de reducción del 5% tomando como base los 6,9 gramos de CO2 por kWh de 2015. También para 2020 pretende reducir los residuos no reciclables un 3% sobre los 3,7 gramos por kWh del 2015. **(2) Gobernanza:** El Consejo está formado por 12 consejeros de los cuales 8 son independientes. Dispone de Comité de Auditoría, de Remuneraciones y de Tecnología y Producción. Los sueldos del consejo y los directivos son públicos y detallados. **(3) Social:** Vestas lleva a cabo auditorías sociales (SEED – Social and Environmental Due Diligences) en sus proyectos de energía eólica y publica los resultados en su Social Risk Report. **(4) Reporting:** Utiliza el estándar GRI Sustainability e incluye indicadores ISR en su reporting trimestral.

VESTAS

Cotización (B)
471,1 DKK

Capitalización: 101.800Mn DKK
Trabajadores: 20.500

Accionistas



Ingresos por línea de negocio y zona geográfica



Fundamentales	2015	2016E	2017E	2018E
en millones de EUR				
INGRESOS	8.423	9.140	8.976	9.542
Incremento (%)	44,3%	8,5%	-1,8%	6,3%
EBITDA	1.212	1.408	1.367	1.502
Incremento (%)		16,2%	-2,9%	9,9%
Margen s/ventas	14,4%	15,4%	15,2%	15,7%
RESULTADO	643	776	760	815
Incremento (%)		20,7%	-2,0%	7,2%
BPA	2,89	3,54	3,51	3,86
Incremento (%)		22,5%	-0,8%	10,0%
RATIOS				
PER	158,6x	129,5x	130,6x	118,8x
Dividendo	0,2%	0,2%	0,2%	-
Deuda Neta/EBITDA	-1,7x	-1,5x	-1,5x	-

Vestas Wind Systems A	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
INGRESOS	4.850	5.805	6.905	6.458	6.041	6.804	5.716	6.877	8.234	9.066	8.824	9.343
% crecimiento	29,3%	19,7%	18,9%	-6,5%	-6,5%	12,6%	-16,0%	20,3%	19,7%	10,1%	-2,7%	5,9%
I+D	124	95	50	80	100	52	28	21	29			
% s/ingresos	3%	2%	1%	1%	2%	1%	0%	0%	0%			
EBITDA	585	793	1.008	650	355	299	490	915	1.176	1.378	1.319	1.410
% crecimiento	87,7%	35,7%	27,0%	-35,5%	-45,4%	-15,7%	63,5%	87,0%	28,4%	17,2%	-4,3%	6,9%
% margen	12,1%	13,7%	14,6%	10,1%	5,9%	4,4%	8,6%	13,3%	14,3%	15,2%	14,9%	15,1%
BENEFICIO	287	451	551	214	-38	-194	-76	374	624	765	731	807
% crecimiento	179,0%	57,3%	22,1%	-61,2%	-117,6%	415,1%	-60,8%	-591,1%	67,0%	22,6%	-4,3%	10,3%
EPS (exc extraord items)	1,58	2,77	0,63	0,77	-0,82	-4,76	-0,41	1,79	3,10			
Dividendo	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,40	0,87	102,8%	102,0%	109,0%
BPA	1,57	2,76	2,94	0,77	-0,71	-1,29	-0,41	1,58	2,83	3,49	3,43	3,82
% crecimiento	201,9%	75,8%	6,5%	-73,8%	-192,3%	81,4%	-68,2%	-486,2%	78,6%	23,4%	-1,8%	11,4%
D&A	150	166	213	287	331	453	410	476	570	627	611	646
% s/ingresos	3,1%	2,9%	3,1%	4,4%	5,5%	6,7%	7,2%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%
EBIT	435	628	795	363	25	-154	79	577	804	1.014	959	1.061
% crecimiento	132,0%	44,5%	26,6%	-54,3%	-93,2%	-722,7%	-151,5%	628,8%	39,4%	26,2%	-5,5%	10,7%
% margen	9,0%	10,8%	11,5%	5,6%	0,4%	-2,3%	1,4%	8,4%	9,8%	11,2%	10,9%	11,4%
Impuesto efectivo	34,3%	28,4%	38,7%	34,5%	0,0%	0,0%	0,0%	25,0%	25,9%	-	-	-
IS modelo 25%	109	157	199	91	6	-38	20	144	201	254	240	265
NOPLAT (EBIT-TAX)	476	637	809	560	349	338	470	908	1.173	1.388	1.330	1.442
% s/capitalización	0%	1%	1%	1%	0%	0%	0%	1%	1%	1%	1%	1%
CAPEX ajustado	-347	-678	-833	-786	-797	-350	-230	-250	-350	-423	-365	-388
% s/ingresos	7,2%	11,7%	12,1%	12,2%	13,2%	5,1%	4,0%	3,6%	4,3%	4,7%	4,1%	4,2%
Δ WC ajustado (media 10a)	242	495	592	-178	-144	278	-315	275	403	247	-72	154
% s/ingresos	22%	52%	54%	40%	34%	36%	29%	24%	30%	30%	30%	30%
CF Libre Operativo (CFLO)	-113	-536	-616	-48	-304	-290	554	383	600	718	1.037	900
% crecimiento	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	-30,9%	56,5%	19,7%	44,4%	-13,2%
Capital de trabajo	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
Deudores	852	1.168	852	965	1.099	1.244	990	1.065	1.297			
Receivables - % of sales	18%	20%	12%	15%	18%	18%	17%	15%	16%			
Inventarios	1.107	2.867	3.929	2.735	2.546	2.244	1.495	1.509	1.899			
Inventories - % of sales	23%	49%	57%	42%	42%	33%	26%	22%	23%			
Acreeedores	889	1.030	1.062	1.120	1.563	1.008	832	945	1.760			
Payables - % of sales	18%	18%	15%	17%	26%	15%	15%	14%	21%			
Total CT	1.070	3.005	3.719	2.580	2.082	2.480	1.653	1.629	2.444	2.691	2.619	2.773
% s/ingresos	22,1%	51,8%	53,9%	40,0%	34,5%	36,4%	28,9%	23,7%	29,7%	29,7%	29,7%	29,7%
Δ Capital de Trabajo	157	1.935	714	-1.139	-498	398	-827	-24	815	247	-72	154
CT - Thomson	62	-492	-528	-511	640	-455	653	58	184			
Valoración												
WACC 8%												
Crecimiento perpétuo 2%												
CFLO medio 3a (para valor teminal)												885
CFLO 2015/2018 - valor presente												2.268
CFLO terminal - valor presente												11.058
Enterprise Value												13.326
Deuda Neta												-1.700
Equity Value												15.026
Número acciones (outstanding)												219
Precio actual acción												462,00
Capitalización												101.134
Valor Objetivo												511,38
Upside/(Downside)												11%
Precio Objetivo Consenso												69,03
Múltiplos	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
PER									21,9x	17,8x	18,1x	16,2x
PER ajustado x deuda									19,2x	15,5x	15,8x	14,2x
EV/EBITDA									10,1x	8,6x	9,0x	8,4x
CFLO YIELD									4,3%	5,2%	7,5%	6,5%
Dividendo									0,9	1,0	1,0	1,1
DVD YIELD									1,4%	1,7%	1,6%	1,8%
DN/EBITDA									-1,4x	-1,2x	-1,3x	-1,2x