

**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 GW<sup>1</sup>) 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.

**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 560 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 3T2016 fueron buenos superando las expectativas del mercado en ventas y margen EBIT. La entrada de pedidos del trimestre se ha quedado un 9% por debajo de lo esperado por el consenso. La cartera de pedidos en 2x las ventas de un año (17 Bn EUR = 7,2 Bn Turbinas + 9,9 Bn Servicios). Para el 2016 la compañía prevé unos ingresos de 10 Bn EUR con un margen EBIT del 13%, unas inversiones máximas de 600 Mn EUR y un flujo de caja libre de 1000 Mn.

<http://www.robustglobal.com/vestas-resultados-3t-2016/>

**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.

Fuente: Thomson Reuters Eikon, datos Compañía y ROBUST GLOBAL INVESTMENT – Notas: 1- Fuente: Kepler Cheuvreux

Elaborado por ROBUST GLOBAL INVESTMENT

# VESTAS

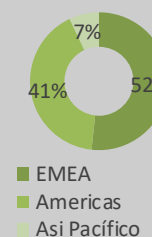
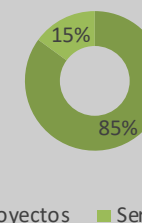
Cotización (B)  
443,1 DKK

Capitalización: 97.700Mn DKK  
Trabajadores: 21.900

## Accionistas



## Ingresos por línea de negocio y zona geográfica



Fundamentales	2015	2016E	2017E	2018E
en millones de EUR				
<b>INGRESOS</b>	8.423	9.948	9.688	9.938
Incremento (%)	44.3%	18.1%	-2.6%	2.6%
<b>EBITDA</b>	1.212	1.717	1.569	1.650
Incremento (%)		41.6%	-8.6%	5.1%
Margen s/ventas	14.4%	17.3%	16.2%	16.6%
<b>RESULTADO</b>	643	950	890	964
Incremento (%)		47.8%	-6.3%	8.3%
<b>BPA</b>	2.89	4.40	4.24	4.55
Incremento (%)		52.2%	-3.8%	7.4%
<b>RATIOS</b>				
PER	153.3x	100.7x	104.6x	97.4x
Dividendo	0.2%	0.3%	0.3%	-
Deuda Neta/EBITDA	-1.7x	-1.2x	-1.3x	-

# VALORACIÓN FUNDAMENTAL | DESCUENTO DE FLUJOS actualización: 17/11/2016

Vestas Wind Systems A	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	TACC	
												2015-19	2005-15
<b>INGRESOS</b>	6.905	6.458	6.041	6.804	5.716	6.877	8.234	9.893	9.580	9.849	10.382	6.0%	9.3%
% crecimiento	18.9%	-6.5%	-6.5%	12.6%	-16.0%	20.3%	19.7%	20.2%	-3.2%	2.8%	5.4%		
<b>EBITDA</b>	1.008	650	355	299	490	915	1.176	1.683	1.547	1.610	1.734	10.2%	36.4%
% crecimiento	27.0%	-35.5%	-45.4%	-15.7%	63.5%	87.0%	28.4%	43.2%	-8.1%	4.1%	7.7%		
% margen	14.6%	10.1%	5.9%	4.4%	8.6%	13.3%	14.3%	17.0%	16.1%	16.3%	16.7%		
<b>Depreciación + Amortización</b>	213	287	331	453	410	339	372	548	531	546	575		
% s/ingresos	3.1%	4.4%	5.5%	6.7%	7.2%	4.9%	4.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%		
<b>EBIT</b>	795	363	25	-154	79	577	804	1.287	1.166	1.222	1.365	14.2%	-
% crecimiento	26.6%	-54.3%	-93.2%	-722.7%	-151.5%	628.8%	39.4%	60.1%	-9.4%	4.8%	11.7%		
% margen	11.5%	5.6%	0.4%	-2.3%	1.4%	8.4%	9.8%	13.0%	12.2%	12.4%	13.1%		
<b>Impuesto efectivo</b>	38.7%	34.5%	0.0%	0.0%	0.0%	25.0%	25.9%	-	-	-	-		
<b>IS modelo</b> 25%	199	91	6	-38	20	144	201	322	292	305	341		
<b>NOPLAT (EBIT-TAX)</b>	596	272	19	-115	59	433	603	965	875	916	1.024	14.2%	-
% s/capitalización	1%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	1%	1%	1%	1%		
<b>CF Bruto Operativo</b>	809	560	349	338	470	771	975	1.513	1.405	1.462	1.599		
% s/capitalización	1%	1%	0%	0%	0%	1%	1%	2%	1%	1%	2%		
<b>CAPEX</b>	-833	-786	-733	-336	-262	-278	-368	-454	-376	-400	-419		
% s/ingresos	12.1%	12.2%	12.1%	4.9%	4.6%	4.0%	4.5%	4.6%	3.9%	4.1%	4.0%		
<b>Δ Capital de Trabajo (media 3a)</b>	592	-178	-144	278	-315	275	237	387	-73	63	124		
% s/ingresos	54%	40%	34%	36%	29%	24%	17%	23%	23%	23%	23%		
<b>CF Libre Operativo (CFLO)</b>	-616	-48	-240	-276	522	218	370	672	1.102	999	1.056	30.0%	ns
% crecimiento	ns	ns	ns	ns	ns	-58.2%	69.6%	81.5%	64.1%	-9.4%	5.6%		
<b>Balance</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>		
Total Debt	351	914	920	1.751	608	607	495						
CFLO/TotDebt	-176%	-5%	-26%	-16%	86%	36%	75%						
Deuda Neta	-137	579	545	900	-15	-1.212	-2.074						
<b>Valoración</b>													
WACC	8%												
Crecimiento perpétuo	2%												
CFLO medio 3a (para valor teminal)											1.052		
CFLO 2016/2019 - valor presente											3.323		
CFLO terminal - valor presente											12.900		
<b>Enterprise Value</b>											<b>16.223</b>		
Deuda Neta											-2.074		
<b>Equity Value</b>											<b>18.297</b>		
Número acciones											222		
Capitalización											98.166		
Precio actual acción											443.10		C
<b>Valor Objetivo</b>											<b>615.27</b>		
Upside/(Downside)											39%		
Precio Objetivo Consenso											593.63		
<b>Múltiplos</b>								<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>		
PER								14.0x	14.8x	13.8x	-		
PER ajustado x deuda								11.8x	12.5x	11.6x	-		
EV/EBITDA								6.6x	7.2x	6.9x	6.4x		
CFLO YIELD								5.1%	8.4%	7.6%	8.0%		

Thomson Reuters Eikon, ROBUST GLOBAL INVESTMENT