

**BAYERISCHE MOTOREN WERKE, AG (BMW)** diseña y fabrica automóviles y motocicletas bajo las marcas BMW, MINI y Rolls-Royce; y presta también servicios de financiación. Tiene 15 centros de I+D, 22 plantas de producción, 7 de ensamblaje y 3.500 concesionarios.

**¿Por qué nos gusta?** El transporte motorizado individual sigue siendo la principal forma de transporte en casi todo el mundo. Entendemos que las empresas que consigan dar soluciones que se adapten a las exigencias en prestaciones y en sostenibilidad de los mercados (maduros y emergentes) seguirán creciendo los próximos años. BMW se ha convertido en la referencia a nivel mundial tanto por la calidad de sus automóviles (por prestaciones, diseño y eficiencia energética) como por la gestión empresarial del grupo (tiene los mejores márgenes). La empresa además está bien diversificada geográficamente y mantiene una estrategia centrada en I+D. EL mercado de vehículos Premium (9% del total) se espera que crezca un 16% de 2015 a 2020.

**Valoración fundamental** Utilizamos los datos de consenso que estiman un crecimiento de los ingresos hasta 2017 a ritmos del 5% y un margen operativo estable entorno al 10% (11% en 2014). Las necesidades de inversión (CAPEX) son estables entorno al 8% s/ingresos y el capital de trabajo es elevado pero estable (media 5 años 41% s/ ingresos). Utilizamos un CFLO medio de 3.000MnEUR (promedio 10 años) para calcular el valor terminal, WACC del 8%, tasa impositiva del 33% y crecimiento perpetuo del 2%. El valor que obtenemos es de 106EUR/acción. DCF en la página 2

**Calidad de la Empresa** El nivel de endeudamiento si lo ajustamos por los créditos concedidos a los clientes BMW es de -20.000Mn. Dichos préstamos tienen un riesgo asociado bajo (un 0,5% de morosidad). El rating de S&P es de A-/ESTABLE.

**Riesgos** Opera en un sector muy cíclico. Obtiene de China un porcentaje significativo de su crecimiento. El nuevo plan de I+D *Efficient Dynamics* comportará presión en márgenes.

**Últimos Resultados** Los ingresos del 1T16 suben un 1,6% impulsados por un mayor volumen (autos +6% y motos +8%), mientras que el precio medio de autos cae un 6%. Crecen todas las regiones significativamente excepto EEUU y Américas, el primero en parte por el deterioro de las condiciones de financiación en el país. China crece un 11% tras tres trimestres de estancamiento. Han conseguido incrementar en 0,9 puntos el margen bruto, mientras que el margen EBIT de autos (9,4%) se reduce 0,1 puntos pero se mantiene en la parte alta del rango objetivo de la empresa (8-10%). El I+D les incrementa 0,3 puntos sobre las ventas así como los costes de ventas y administración (+0,5 puntos) pues están desplegando más recursos. Más detalle: <http://www.robustglobal.com/bmw-resultados-1t-2016/>

**RSC (1)Ambiental:** Desde 1995 ha reducido un 30% el consumo de CO2 de su gama hasta los 148g/km de media. Su objetivo es llegar a los 108g/km en 2020, en línea con el objetivo marcado por la Comisión Europea. Con *Efficient Dynamics 2* pretende lograr dicho objetivo reduciendo peso y utilizando motores alternativos. Respecto la fabricación han cumplido el objetivo 2006-2011 de reducir un 30% en consumo de agua, de CO<sup>2</sup>, de residuos y de energía. **(2)Gobernanza:** El Consejo está formado por 10 representantes de los accionistas y 10 de los trabajadores, dispone de Comité de Cumplimiento Normativo, y los sueldos del consejo y los directivos son públicos y detallados. BMW tiene 12.000 proveedores a los que ha exigido información de sostenibilidad. **(3)Social:** Actúa a través de programas centrados en problemáticas locales (como el de HIV en Sudáfrica). Destinó en 2010 37Mn de euros. Ha establecido objetivos de diversidad en la contratación y de integración de la mujer (actualmente un 8,8% del *management*), además de facilitar la conciliación trabajo/familia.

**(4)Reporting:** BMW utiliza el estándar GRI G3 con una calificación A+

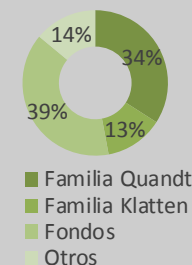
# BMW

Capitalización: 49.750 Mn EUR

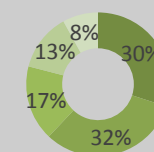
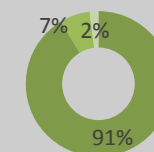
Trabajadores: 122.700

Cotización  
75,79 EUR

### Accionistas



### Ingresos por línea de negocio y zona geográfica



Fundamentales	2014	2015E	2016E	2017E
en millones de USD				
<b>INGRESOS</b>	80.401	91.773	94.179	97.297
<i>Incremento (%)</i>	16,8%	14,1%	2,6%	3,3%
<b>EBITDA</b>	16.692	14.135	14.473	14.967
<i>Incremento (%)</i>	8,1%	-15,3%	2,4%	3,4%
<i>Margen s/ventas</i>	20,8%	15,4%	15,4%	15,4%
<b>RESULTADO</b>	5.798	6.246	6.399	6.516
<i>Incremento (%)</i>	18,8%	7,7%	2,4%	1,8%
<b>BPA</b>	8,83	9,51	9,75	9,89
<i>Incremento (%)</i>	18,6%	7,6%	2,5%	1,4%
<b>RATIOS</b>				
PER	8,5x	7,9x	7,7x	7,6x
Dividendo	3,8%	4,3%	4,4%	4,6%
Deuda Neta/EBITDA	-1,2x	-1,4x	-1,4x	-1,3x

Bayerische Motoren We	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	TACC	
												2015-19	2005-15
INGRESOS	48.777	59.864	68.089	76.013	76.771	79.475	91.494	94.239	97.290	99.045	93.421	0,5%	7,1%
% crecimiento	-8,7%	22,7%	13,7%	11,6%	1,0%	3,5%	15,1%	3,0%	3,2%	1,8%	-5,7%		
EBITDA	4.229	9.621	12.671	12.674	12.294	13.206	14.755	15.093	15.512	15.934	16.788	3,3%	7,6%
% crecimiento	-36,2%	127,5%	31,7%	0,0%	-3,0%	7,4%	11,7%	2,3%	2,8%	2,7%	5,4%		
% margen	8,7%	16,1%	18,6%	16,7%	16,0%	16,6%	16,1%	16,0%	15,9%	16,1%	18,0%		
BENEFICIO	175	2.916	5.064	5.093	5.195	5.895	6.223	6.375	6.512	6.526	6.957	2,8%	11,0%
% crecimiento	-85,9%	1561,6%	73,7%	0,6%	2,0%	13,5%	5,6%	2,4%	2,2%	0,2%	6,6%		
EPS (exc extraord items)	0,31	4,93	7,45	7,76	8,08	8,83	9,70						
Dividendo	0,30	1,20	2,30	2,59	2,68	2,90	3,25	331,3%	350,0%	363,5%	355,0%		
BPA	0,31	4,91	7,45	7,77	8,10	9,00	9,47	9,68	9,92	9,99	11,03	3,9%	11,0%
% crecimiento	-36,7%	1483,9%	51,7%	4,3%	4,2%	11,1%	5,3%	2,2%	2,4%	0,7%	10,5%		
D&A	3.852	4.907	4.742	4.482	4.467	4.656	5.360	5.520	5.699	5.802	5.472		
% s/ingresos	7,9%	8,2%	7,0%	5,9%	5,8%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%		
<b>EBIT</b>	<b>376</b>	<b>4.714</b>	<b>7.929</b>	<b>8.192</b>	<b>7.827</b>	<b>8.819</b>	<b>9.541</b>	<b>9.701</b>	<b>9.873</b>	<b>9.684</b>	<b>9.016</b>	-1,4%	10,2%
% crecimiento	-79,7%	1152,3%	68,2%	3,3%	-4,5%	12,7%	8,2%	1,7%	1,8%	-1,9%	-6,9%		
% margen	0,8%	7,9%	11,6%	10,8%	10,2%	11,1%	10,4%	10,3%	10,1%	9,8%	9,7%		
Impuesto efectivo	49,2%	33,2%	33,5%	34,5%	32,5%	33,2%	30,7%	-	-	-	-		
IS modelo	33%	124	1.556	2.617	2.703	2.583	2.910	3.201	3.258	3.196	2.975		
<b>NOPLAT (EBIT-TAX)</b>	<b>4.105</b>	<b>8.066</b>	<b>10.054</b>	<b>9.971</b>	<b>9.711</b>	<b>10.564</b>	<b>11.752</b>	<b>12.020</b>	<b>12.314</b>	<b>12.290</b>	<b>11.513</b>	-0,5%	7,1%
% s/capitalización	8%	16%	20%	20%	20%	21%	24%	24%	25%	25%	23%		
CAPEX ajustado	-3.471	-3.263	-3.443	-4.249	-6.137	-6.220	-6.200	-6.252	-6.426	-6.628	-6.538		
% s/ingresos	7,1%	5,5%	5,1%	5,6%	8,0%	7,8%	6,8%	6,6%	6,6%	6,7%	7,0%		
Δ WC ajustado (media 10a)	-2234	4646	3478	2857	266	1050	4784	1041	1157	666	-2133		
% s/ingresos	48%	42%	42%	36%	35%	39%	40%	38%	38%	38%	38%		
<b>CF Libre Operativo (CFLO)</b>	<b>2.868</b>	<b>156</b>	<b>3.133</b>	<b>2.865</b>	<b>3.308</b>	<b>3.294</b>	<b>768</b>	<b>4.727</b>	<b>4.730</b>	<b>4.996</b>	<b>7.108</b>	74,4%	-7,2%
% crecimiento	21,6%	-94,5%	1904,7%	-8,6%	15,5%	-0,4%	-76,7%	515,4%	0,1%	5,6%	42,3%		
<b>Capital de trabajo</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>		
Deudores	19.923	21.734	24.494	24.114	25.101	27.645	33.310						
Receivables - % of sales	41%	36%	36%	32%	33%	35%	36%						
Inventarios	6.555	7.766	9.638	9.732	9.595	11.089	11.071						
Inventories - % of sales	13%	13%	14%	13%	12%	14%	12%						
Acreeedores	3.122	4.412	5.340	6.437	7.712	7.876	7.966						
Payables - % of sales	6%	7%	8%	8%	10%	10%	9%						
<b>Total CT</b>	<b>23.356</b>	<b>25.088</b>	<b>28.792</b>	<b>27.409</b>	<b>26.984</b>	<b>30.858</b>	<b>36.415</b>	<b>35.740</b>	<b>36.898</b>	<b>37.563</b>	<b>35.431</b>		
% s/ingresos	47,9%	41,9%	42,3%	36,1%	35,1%	38,8%	39,8%	37,9%	37,9%	37,9%	37,9%		
<b>Δ Capital de Trabajo</b>	<b>-78</b>	<b>1.732</b>	<b>3.704</b>	<b>-1.383</b>	<b>-425</b>	<b>3.874</b>	<b>5.557</b>	<b>-675</b>	<b>1.157</b>	<b>666</b>	<b>-2.133</b>		
CT - Thomson	1.243	-3.295	-3.220	-4.100	-4.617	-8.185	-10.119						
<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	61.325	60.343	67.977	69.507	69.201	77.506	87.133						
CFLO/TotDebt	5%	0%	5%	4%	5%	4%	1%						
Deuda Neta	50.356	49.675	56.515	56.628	56.159	64.651	74.610						
<b>Valoración</b>													
WACC	8%												
Crecimiento perpétuo	2%												
CFLO medio 10a (para valor teminal)											3.509		
CFLO 2016/2018 - valor presente											18.081		
CFLO terminal - valor presente											41.650		
<b>Enterprise Value</b>											<b>59.731</b>		
Deuda Neta											-20.000		
<b>Equity Value</b>											<b>79.731</b>		
Número acciones (outstanding)											657		
Precio actual acción											75,79		
<b>Valor Objetivo</b>											<b>121,39</b>		
Upside/(Downside)											60%		
Precio Objetivo Consenso											90,00		
<b>Múltiplos</b>								<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>		
PER								7,8x	7,6x	7,6x	6,9x		
PER ajustado x deuda								4,7x	4,6x	4,5x	4,1x		
EV/EBITDA								2,0x	1,9x	1,9x	1,8x		