

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 2T16 crecen un 4,5% impulsados por un mayor volumen de autos (+6%), principalmente los modelos BMW X5, X6 y BMW 5 Series, mientras que el precio medio ha recuperado respecto al trimestre anterior. Crecen todas las regiones menos EEUU donde se han endurecido las condiciones de financiación. En China crecen un 4%. El margen bruto mejora en un punto porcentual y el margen EBIT de autos se mantiene en niveles del 9,5%. El I+D aumenta un 4% y los gastos de ventas y administración un 5,5%. Mantienen las guías para 2016. Más detalle:

<http://www.robustglobal.com/bmw-resultados-2t-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 CO², 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+

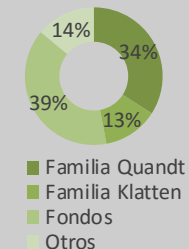
Thomson Reuters Eikon, datos Compañía, ROBUST Global Investment

BMW

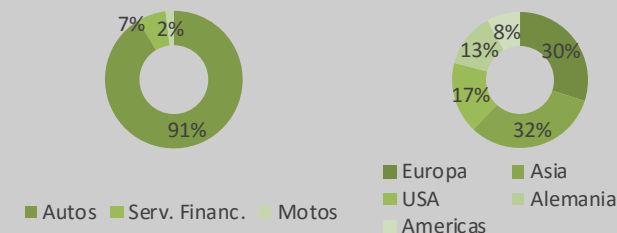
Cotización
75,90 EUR

Capitalización: 49.750 Mn EUR
Trabajadores: 123.600

Accionistas



Ingresos por línea de negocio y zona geográfica



Fundamentales	2014	2015E	2016E	2017E
en millones de USD				
INGRESOS	80.401	91.773	93.350	96.100
Incremento (%)	16,8%	14,1%	1,7%	2,9%
EBITDA	16.692	14.135	14.418	14.487
Incremento (%)	8,1%	-15,3%	2,0%	0,5%
Margen s/ventas	20,8%	15,4%	15,4%	15,1%
RESULTADO	5.798	6.246	6.413	6.420
Incremento (%)	18,8%	7,7%	2,7%	0,1%
BPA	8,83	9,51	9,77	9,83
Incremento (%)	18,6%	7,6%	2,7%	0,7%
RATIOS				
PER	8,6x	8,0x	7,8x	7,7x
Dividendo	3,8%	4,3%	4,4%	4,6%
Deuda Neta/EBITDA	-1,2x	-1,4x	-1,4x	-1,4x

VALORACIÓN FUNDAMENTAL | DESCUENTO DE FLUJOS actualización: 02/08/2016

Bayerische Motoren W	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	93.633	96.410	97.883	94.856	0,9%	7,1%
% crecimiento	-8,7%	22,7%	13,7%	11,6%	1,0%	3,5%	15,1%	2,3%	3,0%	1,5%	-3,1%		
EBITDA	4.229	9.621	12.671	12.674	12.294	13.206	14.755	14.688	14.850	15.297	17.158	3,8%	7,6%
% crecimiento	-36,2%	127,5%	31,7%	0,0%	-3,0%	7,4%	11,7%	-0,5%	1,1%	3,0%	12,2%		
% margen	8,7%	16,1%	18,6%	16,7%	16,0%	16,6%	16,1%	15,7%	15,4%	15,6%	18,1%		
D&A	3.852	4.907	4.742	4.482	4.467	4.656	5.360	5.485	5.648	5.734	5.557		
% s/ingresos	7,9%	8,2%	7,0%	5,9%	5,8%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%		
EBIT	376	4.714	7.929	8.192	7.827	8.819	9.541	9.623	9.638	9.548	9.588	0,1%	10,2%
% crecimiento	-79,7%	1152,3%	68,2%	3,3%	-4,5%	12,7%	8,2%	0,9%	0,2%	-0,9%	0,4%		
% margen	0,8%	7,9%	11,6%	10,8%	10,2%	11,1%	10,4%	10,3%	10,0%	9,8%	10,1%		
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	3.148	3.176	3.181	3.151	3.164		
NOPLAT (EBIT-TAX +D&A)	4.105	8.066	10.054	9.971	9.711	10.564	11.752	11.932	12.105	12.131	11.980	0,5%	7,1%
% capitalización	8%	16%	20%	20%	19%	21%	23%	24%	24%	24%	24%		
CAPEX ajustado	-3.471	-3.263	-3.443	-4.249	-6.137	-6.220	-6.200	-6.300	-6.200	-6.628	-6.206		
% s/ingresos	7,1%	5,5%	5,1%	5,6%	8,0%	7,8%	6,8%	6,7%	6,4%	6,8%	6,5%		
Δ WC ajustado (media 10a)	-2234	4646	3478	2857	266	1050	4784	811	1053	559	-1148		
% s/ingresos	48%	42%	42%	36%	35%	39%	40%	38%	38%	38%	38%		
CF Libre Operativo (CFLO)	2.868	156	3.133	2.865	3.308	3.294	768	4.821	4.852	4.944	6.923	73,3%	-7,2%
% crecimiento	21,6%	-94,5%	1904,7%	-8,6%	15,5%	-0,4%	-76,7%	527,6%	0,6%	1,9%	40,0%		
Balance	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E		
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						
Valoración													
WACC 8%													
Crecimiento perpétuo 2%													
CFLO medio 10a (para valor teminal)											3.507		
CFLO 2016/2018 - valor presente											18.329		
CFLO terminal - valor presente											42.162		
Enterprise Value											60.491		
Deuda Neta											-20.000		
Equity Value											80.491		
Número acciones (outstanding)											657		
Precio actual acción											75,83		
Valor Objetivo											122,55		
Upside/(Downside)											62%		
Precio Objetivo Consenso											81,60		
Múltiplos								2016E	2017E	2018E	2019E		
PER								7,8x	7,8x	7,8x	7,8x		
PER ajustado x deuda								4,7x	4,7x	4,7x	4,7x		
EV/EBITDA								2,0x	2,0x	1,9x	1,7x		
CFLO YIELD								9,6%	9,7%	9,9%	13,8%		