

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 operativos y el mayor crecimiento en ventas y beneficios del sector). La empresa además está bien diversificada geográficamente y mantiene una estrategia centrada en I+D (4,7%/ventas promedio 5 años).

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. *Ver DCF en la página 2*

Calidad de la Empresa El nivel de endeudamiento es nulo: si excluimos los créditos concedidos a los clientes BMW dispone de 17.000Mn de caja. Dichos préstamos tienen un riesgo asociado bajo (un 0,5% de morosidad). El rating de S&P es de A-/ESTABLE.

Riesgos (1)Opera en un sector muy cíclico (2)BMW obtiene de China un porcentaje significativo de su crecimiento (3)El nuevo plan de I+D *Efficient Dynamics* puede comportar presión en márgenes.

Últimos Resultados Los ingresos de Autos han crecido un 16% y el volumen un 7%. Por regiones continúa la tendencia positiva en Europa (+11,9%) y en Asia-ex China (11%) se ralentiza, mientras en China (+1%) se ralentizan y en Americas (-10,5%) decrecen. Por modelos destaca el crecimiento del X5 (+19,5%) y en general el segmento premium de la marca con las Series 4, 5 y 6. El resto de modelos X también están funcionando bien. El margen operativo de Autos ha sorprendido positivamente mejorando hasta el 9,1% (desde el 8,4% del 2T 2015) cuando estacionalmente este era un trimestre más débil. La compañía ha confirmado las guías facilitadas para todo el 2015. Más detalle: <http://www.robustsicav.com/bmw-resultados-3t-2015/>

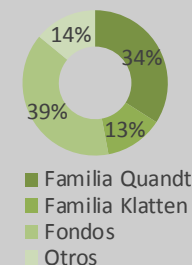
RSC (1)Ambiental: Desde 1995 ha reducido un 30% el consumo de CO2 de su gama hasta los 148g/km de media. Su objetivo es llegar a los 108g/km en 2020, en línea con el objetivo marcado por la Comisión Europea. Con *Efficient Dynamics 2* pretende lograr dicho objetivo reduciendo peso y utilizando motores 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+

BMW

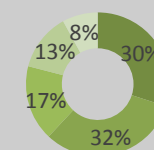
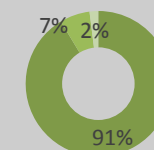
Cotización
96,61 EUR

Capitalización: 62.750 Mn EUR
Trabajadores: 121.300

Accionistas



Ingresos por línea de negocio y zona geográfica



Fundamentales	2014	2015E	2016E	2017E
en millones de USD				
INGRESOS	80.401	90.831	93.086	96.153
<i>Incremento (%)</i>	16,8%	13,0%	2,5%	3,3%
EBITDA	16.692	14.076	14.426	15.177
<i>Incremento (%)</i>	8,1%	-15,7%	2,5%	5,2%
<i>Margen s/ventas</i>	20,8%	15,5%	15,5%	15,8%
RESULTADO	5.798	6.210	6.419	6.700
<i>Incremento (%)</i>	18,8%	7,1%	3,4%	4,4%
BPA	8,83	9,46	9,78	10,20
<i>Incremento (%)</i>	18,6%	7,1%	3,4%	4,3%
RATIOS				
PER	10,9x	10,2x	9,9x	9,5x
Dividendo	3,0%	3,3%	3,5%	3,6%
Deuda Neta/EBITDA	3,9x	4,6x	4,5x	4,3x

VALORACIÓN FUNDAMENTAL | DESCUENTO DE FLUJOS actualización: 09/11/2015

Flujo de caja	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	TACC		
													2014-18	2004-14	
INGRESOS	54.686	53.443	48.777	59.864	68.089	76.013	76.771	79.475	90.356	93.485	96.990	96.528	5,0%	5,9%	
% crecimiento	11,1%	-2,3%	-8,7%	22,7%	13,7%	11,6%	1,0%	3,5%	13,7%	3,5%	3,7%	-0,5%			
EBITDA	8.228	6.631	4.229	9.621	12.671	12.674	12.294	13.206	14.672	15.214	16.009	16.275	5,4%	7,3%	
% crecimiento	7,1%	-19,4%	-36,2%	127,5%	31,7%	0,0%	-3,0%	7,4%	11,1%	3,7%	5,2%	1,7%			
% margen	15,0%	12,4%	8,7%	16,1%	18,6%	16,7%	16,0%	16,6%	16,2%	16,3%	16,5%	16,9%			
BENEFICIO	2.822	1.243	175	2.916	5.064	5.093	5.195	5.895	6.108	6.321	6.650	7.066	4,6%	10,5%	
% crecimiento	6,1%	-56,0%	-85,9%	1561,6%	73,7%	0,6%	2,0%	13,5%	3,6%	3,5%	5,2%	6,3%			
BPA	3,84	0,49	0,31	4,91	7,45	7,77	8,10	9,00	9,35	9,64	10,17	10,55	4,1%	10,6%	
% crecimiento	-7,2%	-87,2%	-36,7%	1483,9%	51,7%	4,3%	4,2%	11,1%	3,9%	3,1%	5,5%	3,7%			
D&A	4.181	4.774	3.852	4.907	4.742	4.482	4.467	4.656	5.293	5.476	5.682	5.654			
% s/ingresos	7,6%	8,9%	7,9%	8,2%	7,0%	5,9%	5,8%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%			
EBIT	4.048	1.857	376	4.714	7.929	8.192	7.827	8.819	9.381	9.569	10.027	9.175	1,0%	9,0%	
% crecimiento	1,1%	-54,1%	-79,7%	1152,3%	68,2%	3,3%	-4,5%	12,7%	6,4%	2,0%	4,8%	-8,5%			
% margen	7,4%	3,5%	0,8%	7,9%	11,6%	10,8%	10,2%	11,1%	10,4%	10,2%	10,3%	9,5%			
Impuesto efectivo	19,1%	6,0%	49,2%	33,2%	33,5%	34,5%	32,5%	33,2%							
IS modelo	33%	1.336	613	124	1.556	2.617	2.703	2.583	2.910	3.096	3.158	3.309	3.028		
NOPLAT (EBIT-TAX)	6.893	6.018	4.105	8.066	10.054	9.971	9.711	10.564	11.578	11.888	12.400	11.802	2,8%	7,1%	
% s/capitalización	11%	10%	7%	13%	16%	16%	15%	17%	18%	19%	20%	19%			
CAPEX ajustado	-4.267	-4.204	-3.471	-3.263	-3.443	-4.249	-6.137	-6.220	-6.172	-6.300	-6.365	-6.768			
% s/ingresos	7,8%	7,9%	7,1%	5,5%	5,1%	5,6%	8,0%	7,8%	6,8%	6,7%	6,6%	7,0%			
Δ WC ajustado (media 10a)	2062	-545	-2234	4646	3478	2857	266	1050	3991	1148	1286	-170			
% s/ingresos	38%	44%	48%	42%	42%	36%	35%	39%	37%	37%	37%	37%			
CF Libre Operativo (CFLO)	563	2.359	2.868	156	3.133	2.865	3.308	3.294	1.416	4.440	4.749	5.204	12,1%	-	
% crecimiento	-36,9%	319,0%	21,6%	-94,5%	1904,7%	-8,6%	15,5%	-0,4%	-57,0%	213,6%	7,0%	9,6%			
Capital de trabajo	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E			
Deudores	16.905	18.778	19.923	21.734	24.494	24.114	25.101	27.645							
Receivables - % of sales	31%	35%	41%	36%	36%	32%	33%	35%							
Inventarios	7.349	7.290	6.555	7.766	9.638	9.732	9.595	11.089							
Inventories - % of sales	13%	14%	13%	13%	14%	13%	12%	14%							
Acreeedores	3.626	2.634	3.122	4.412	5.340	6.437	7.712	7.876							
Payables - % of sales	7%	5%	6%	7%	8%	8%	10%	10%							
Total CT	20.628	23.434	23.356	25.088	28.792	27.409	26.984	30.858	33.141	34.288	35.574	35.405			
% s/ingresos	37,7%	43,8%	47,9%	41,9%	42,3%	36,1%	35,1%	38,8%	36,7%	36,7%	36,7%	36,7%			
Δ Capital de Trabajo	2.605	2.806	-78	1.732	3.704	-1.383	-425	3.874	2.283	1.148	1.286	-170			
CT - Thomson	840	278	1.243	-3.295	-3.220	-4.100	-4.617	-8.185							
Valoración															
WACC	8%														
Crecimiento perpétuo	2%														
CFLO medio 10a (para valor terminal)												3.143			
CFLO 2015/2018 - valor presente												13.468			
CFLO terminal - valor presente												38.530			
Enterprise Value												51.998			
Deuda Neta												-18.000			
Equity Value												69.998			
Número acciones												656			
Precio actual acción												96,67			
Capitalización												63.463			
Valor Objetivo												106,62			
Upside/(Downside)												10%			
Precio Objetivo Consenso												100,00			
Múltiplos	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E			
PER									10,3x	10,0x	9,5x	9,2x			
PER ajustado x deuda									7,4x	7,2x	6,8x	6,6x			
EV/EBITDA									3,1x	3,0x	2,8x	2,8x			
CFLO YIELD									2,3%	7,1%	7,6%	8,3%			
Dividendo									3,2	3,4	3,5	3,5			
DVD YIELD									3,3%	3,5%	3,6%	3,6%			
DN/EBITDA									-1,2x	-1,2x	-1,1x	-2,2x			

Fuente: Thomson Reuters Eikon, ROBUST GLOBAL INVESTMENT