

**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 2019 a ritmos del 2%. Suponemos que sólo pueden mantener un margen operativo del 9% (el consenso espera el 10%). Las necesidades de inversión (CAPEX) son estables entorno al 6% s/ingresos y el capital de trabajo es elevado pero estable (media 3 años 38% s/ ingresos). Utilizamos un CFLO 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 109EUR/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 3T16 crecen un 6,6% (ex impacto divisa de 2 puntos) impulsados por las ventas en China que vuelve al doble dígito (+17%) en línea con lo que explicaba la empresa durante la primera parte del año. En EEUU en cambio las ventas vuelven a caer por el entorno de mayor coste de financiación y competencia. Están concentrados en el balance adecuado entre volumen y precio en este mercado. Europa crece también a doble dígito impulsada por los modelos X y los compactos, además del nuevo Serie 7. En autos el volumen crece un 7% mientras que el precio medio cae un 4%. El margen bruto retrocede 0,3 puntos porcentuales. También el margen operativo. 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 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+

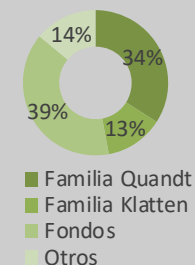
Thomson Reuters Eikon, datos Compañía, ROBUST Global Investment

# BMW

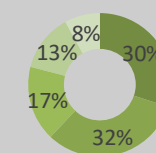
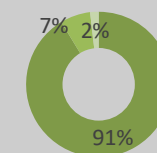
Cotización  
81,32 EUR

Capitalización: 52.439 Mn EUR  
Trabajadores: 126.013

## Accionistas



## Ingresos por línea de negocio y zona geográfica



■ Autos ■ Serv. Financ. ■ Motos

■ Europa ■ Asia  
■ USA ■ Alemania  
■ Americas

Fundamentales	2015	2016E	2017E	2018E
en millones de USD				
<b>INGRESOS</b>	92.175	94.843	96.850	100.151
Incremento (%)	33,9%	2,9%	2,1%	3,4%
<b>EBITDA</b>	17.675	14.687	14.781	15.521
Incremento (%)	14,5%	-16,9%	0,6%	5,0%
Margen s/ventas	19,2%	15,5%	15,3%	15,5%
<b>RESULTADO</b>	6.369	6.607	6.597	6.499
Incremento (%)	30,5%	3,7%	-0,2%	-1,5%
<b>BPA</b>	9,70	10,15	9,98	10,15
Incremento (%)	30,2%	4,6%	-1,6%	1,7%
<b>RATIOS</b>				
PER	8,4x	8,0x	8,1x	8,0x
Dividendo	4,0%	4,2%	4,3%	4,4%
Deuda Neta/EBITDA	-1,2x	-1,5x	-1,5x	-1,4x

Bayerische Motoren W€	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	TACC	
										2015-19	2005-15
INGRESOS	68.089	76.013	76.771	79.475	91.494	94.526	96.788	99.519	98.801	1,9%	7,1%
% crecimiento	13,7%	11,6%	1,0%	3,5%	15,1%	3,3%	2,4%	2,8%	-0,7%		
EBITDA	12.671	12.674	12.294	13.206	14.755	14.704	14.867	15.115	15.405	1,1%	7,6%
% crecimiento	31,7%	0,0%	-3,0%	7,4%	11,7%	-0,3%	1,1%	1,7%	1,9%		
% margen	18,6%	16,7%	16,0%	16,6%	16,1%	15,6%	15,4%	15,2%	15,6%		
Depreciación + Amortización	4.742	4.482	4.467	4.388	5.215	5.369	5.497	5.652	5.612		
% s/ingresos	7,0%	5,9%	5,8%	5,5%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%		
<b>EBIT</b>	<b>7.929</b>	<b>8.192</b>	<b>7.827</b>	<b>8.819</b>	<b>9.541</b>	<b>8.507</b>	<b>8.711</b>	<b>8.957</b>	<b>8.892</b>	-1,7%	10,2%
% crecimiento	68,2%	3,3%	-4,5%	12,7%	8,2%	-10,8%	2,4%	2,8%	-0,7%		
% margen	11,6%	10,8%	10,2%	11,1%	10,4%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%		
Impuesto efectivo	33,5%	34,5%	32,5%	33,2%	30,7%	-	-	-	-		
IS modelo	33% 2.617	2.703	2.583	2.910	3.148	2.807	2.875	2.956	2.934		
<b>NOPLAT (EBIT-TAX)</b>	<b>5.312</b>	<b>5.489</b>	<b>5.244</b>	<b>5.909</b>	<b>6.392</b>	<b>5.700</b>	<b>5.836</b>	<b>6.001</b>	<b>5.958</b>	-1,7%	10,2%
% s/capitalización	10%	10%	10%	11%	12%	11%	11%	11%	11%		
<b>CF Bruto Operativo</b>	<b>10.054</b>	<b>9.971</b>	<b>9.711</b>	<b>10.296</b>	<b>11.607</b>	<b>11.069</b>	<b>11.334</b>	<b>11.653</b>	<b>11.569</b>		
% s/capitalización	19%	19%	19%	20%	22%	21%	22%	22%	22%		
CAPEX	-3.679	-5.236	-6.693	-6.099	-5.889	-5.955	-6.368	-6.706	-6.761		
% s/ingresos	5,4%	6,9%	8,7%	7,7%	6,4%	6,3%	6,6%	6,7%	6,8%		
Δ Capital de Trabajo (media 3a)	3478	2857	266	1050	4784	1150	858	1036	-273		
% s/ingresos	42%	36%	35%	39%	40%	38%	38%	38%	38%		
<b>CF Libre Operativo (CFLO)</b>	<b>2.897</b>	<b>1.878</b>	<b>2.752</b>	<b>3.147</b>	<b>934</b>	<b>3.964</b>	<b>4.108</b>	<b>3.911</b>	<b>5.081</b>	52,7%	ns
% crecimiento	1753,7%	-35,2%	46,5%	14,4%	-70,3%	324,3%	3,6%	-4,8%	29,9%		
<b>Capital de trabajo</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	24.494	24.114	25.101	27.645	33.310						
Receivables - % of sales	36%	32%	33%	35%	36%						
Inventarios	9.638	9.732	9.595	11.089	11.071						
Inventarios - % of sales	14%	13%	12%	14%	12%						
Acreedores	5.340	6.437	7.712	7.876	7.966						
Payables - % of sales	8%	8%	10%	10%	9%						
<b>Total CT</b>	<b>28.792</b>	<b>27.409</b>	<b>26.984</b>	<b>30.858</b>	<b>36.415</b>	<b>35.850</b>	<b>36.707</b>	<b>37.743</b>	<b>37.471</b>		
% s/ingresos	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>3.704</b>	<b>-1.383</b>	<b>-425</b>	<b>3.874</b>	<b>5.557</b>	<b>-565</b>	<b>858</b>	<b>1.036</b>	<b>-273</b>		
CT - Thomson	-3.220	-4.100	-4.617	-8.185	-10.119						
<b>Balance</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	67.977	69.507	69.201	77.506	87.133						
CFLO/TotDebt	4%	3%	4%	4%	1%						
Deuda Neta	56.515	56.628	56.159	64.651	74.610						
<b>Valoración</b>											
WACC	8%										
Crecimiento perpétuo	2%										
CFLO medio 10a (para valor teminal)									2.883		
CFLO 2016/2019 - valor presente									14.866		
CFLO terminal - valor presente									35.337		
<b>Enterprise Value</b>									<b>50.203</b>		
Deuda Neta									-22.000		
<b>Equity Value</b>									<b>72.203</b>		
Número acciones									657		
Capitalización									52.439		
Precio actual acción									81,32		
<b>Valor Objetivo</b>									<b>109,93</b>		
Upside/(Downside)									35%		
Precio Objetivo Consenso									85,00		
<b>Múltiplos</b>						<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>		
PER						8,0x	8,1x	8,1x	8,0x		
PER ajustado x deuda						4,7x	4,8x	4,7x	4,7x		
EV/EBITDA						2,1x	2,1x	2,1x	2,0x		
CFLO YIELD						7,6%	7,8%	7,5%	9,7%		