

**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 6,5% hasta 2020, y un margen EBIT que aumente hasta el 14,6%. Las necesidades de inversión y capital de trabajo son estables (4,7% y 24% s/ingresos respectivamente). Utilizamos un CFLO medio 3 años para calcular el valor terminal, un WACC del 8%, una tasa impositiva del 25% y un crecimiento perpetuo del 2%. El valor objetivo que obtenemos es de 662 DKK/acción. *Ver DCF en la página 2.*

**Calidad de la Empresa** El nivel de caja de la empresa es superior al de deuda en 3.200MnEUR. 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 ingresos del 4T2016 se moderan y crecen un 9,2% sin embargo los pedidos crecen un 79% marcando un nuevo récord. En el mes de diciembre anunciaron 31 contratos en 12 países en especial EEUU, Australia, Alemania y Francia. Los servicios incrementan en parte por las adquisiciones. El margen bruto incrementa en 1,2 puntos porcentuales por el incremento en ingresos, un mayor margen de los proyectos y mayor contribución de servicios. Por el contrario el incremento en capacidad ha lastrado parte de dicha mejora. Más detalle en: <http://www.robustglobal.com/vestas-resultados-4t-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.

Thomson Reuters Eikon, datos Compañía y ROBUST GLOBAL INVESTMENT – <sup>1</sup>Kepler Cheuvreux

# VESTAS

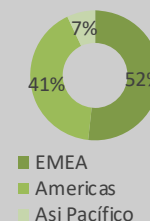
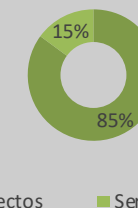
Cotización (B)  
505,1 DKK

Capitalización: 111.000Mn DKK  
Trabajadores: 21.900

## Accionistas



## Ingresos por línea de negocio y zona geográfica



Fundamentales	2014	2015	2016E	2017E	2018E
en millones de EUR					
<b>INGRESOS</b>	6.855	8.270	10.262	9.936	10.324
<i>Incremento (%)</i>		20,7%	24,1%	-3,2%	3,9%
<b>EBITDA</b>	938	1.176	1.774	1.624	1.721
<i>Incremento (%)</i>			50,9%	-8,5%	6,0%
<i>Margen s/ventas</i>	13,7%	14,2%	17,3%	16,3%	16,7%
<b>RESULTADO</b>	380	643	978	932	1.040
<i>Incremento (%)</i>			52,2%	-4,7%	11,6%
<b>BPA</b>	1,68	2,89	4,49	4,39	4,82
<i>Incremento (%)</i>			55,3%	-2,2%	9,8%
<b>RATIOS</b>					
PER		174,9x	112,6x	115,1x	104,8x
Dividendo		0,2%	0,3%	0,3%	-
Deuda Neta/EBITDA		-2,6x	-1,7x	-1,9x	-1,8x

Vestas Wind Systems A,	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	TACC	
										2015-20	2005-15
<b>INGRESOS</b>	6.804	5.716	6.877	8.234	10.185	9.867	10.207	10.777	11.274	6,5%	9,3%
% crecimiento	12,6%	-16,0%	20,3%	19,7%	23,7%	-3,1%	3,4%	5,6%	4,6%		
<b>EBITDA</b>	299	490	915	1.176	1.763	1.611	1.681	1.797	1.836	9,3%	36,4%
% crecimiento	-15,7%	63,5%	87,0%	28,4%	50,0%	-8,6%	4,3%	6,9%	2,2%		
% margen	4,4%	8,6%	13,3%	14,3%	17,3%	16,3%	16,5%	16,7%	16,3%		
<b>Depreciación + Amortización</b>	453	410	339	372	564	547	565	597	625		
% s/ingresos	6,7%	7,2%	4,9%	4,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%		
<b>EBIT</b>	-154	79	577	804	1.374	1.229	1.299	1.528	1.641	15,3%	-
% crecimiento	-722,7%	-151,5%	628,8%	39,4%	70,9%	-10,6%	5,7%	17,7%	7,4%		
% margen	-2,3%	1,4%	8,4%	9,8%	13,5%	12,5%	12,7%	14,2%	14,6%		
<b>Impuesto efectivo</b>	0,0%	0,0%	25,0%	25,9%	-	-	-	-	-		
<b>IS modelo</b>	25%	-38	20	144	201	343	307	325	382	410	
<b>NOPLAT (EBIT-TAX)</b>	-115	59	433	603	1.030	922	974	1.146	1.231		
% s/capitalización	0%	0%	0%	1%	1%	1%	1%	1%	1%		
<b>CF Bruto Operativo</b>	338	470	771	975	1.595	1.468	1.540	1.743	1.856		
% s/capitalización	0%	0%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	2%		
<b>CAPEX</b>	-336	-262	-278	-368	-514	-421	-470	-419	-471		
% s/ingresos	4,9%	4,6%	4,0%	4,5%	5,0%	4,3%	4,6%	3,9%	4,2%		
<b>Δ Capital de Trabajo (media 3a)</b>	281	-324	293	239	472	-77	82	138	120		
% s/ingresos	37%	30%	25%	18%	24%	24%	24%	24%	24%		
<b>CF Libre Operativo (CFLO)</b>	-279	531	201	368	609	1.124	988	1.187	1.265		
% crecimiento	ns	ns	-62,2%	83,2%	65,6%	84,6%	-12,1%	20,1%	6,6%		
<b>Capital de trabajo</b>	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E		
<b>Deudores</b>	1.244	990	1.065	1.297							
Receivables - % of sales	18%	17%	15%	16%							
<b>Inventarios</b>	2.265	1.542	1.613	1.914							
Inventories - % of sales	33%	27%	23%	23%							
<b>Acreeedores</b>	1.008	832	945	1.760							
Payables - % of sales	15%	15%	14%	21%							
<b>Total CT</b>	2.501	1.700	1.733	1.451	2.463	2.387	2.469	2.607	2.727		
% s/ingresos	36,8%	29,7%	25,2%	17,6%	24,2%	24,2%	24,2%	24,2%	24,2%		
<b>Δ Capital de Trabajo</b>	272	-801	33	-282	1.012	-77	82	138	120		
CT - Thomson	-455	653	58	184							
<b>Balance</b>	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E		
<b>Total Debt</b>	1.751	608	607	495							
CFLO/TotDebt	-16%	87%	33%	74%							
<b>Deuda Neta</b>	900	-15	-1.212	-2.074							
<b>Valoración</b>											
WACC	8%										
Crecimiento perpétuo	2%										
CFLO medio 3a (para valor terminal)									1.146		
CFLO 2016/2019 - valor presente									4.368		
CFLO terminal - valor presente									13.265		
<b>Enterprise Value</b>									17.633		
Deuda Neta									-2.074		
<b>Equity Value</b>									19.707		
Número acciones									222		
Capitalización									111.065		
Precio actual acción									505,50		
<b>Valor Objetivo</b>									662,69		
Upside/(Downside)									31%		
Precio Objetivo Consenso									613,56		
<b>Múltiplos</b>					2016E	2017E	2018E	2019E	2020E		
PER					15,2x	16,1x	15,0x	10,2x	-		
PER ajustado x deuda					13,1x	13,9x	13,0x	8,8x	-		
EV/EBITDA					7,4x	8,0x	7,7x	7,2x	7,1x		
CFLO YIELD					4,1%	7,5%	6,6%	8,0%	8,5%		