

Sector: Auto

*Una cartera de modelos atractiva favorecerá los ingresos pero China pesa demasiado.*

### Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €):	41.100 M€
Último:	62,50 €/acc.
Nº Acciones (M.):	658 M acc.
Min / Max (52 sem):	61,1€/86,7€
Cód. Reuters / Bloomberg:	BMW GY/BMWG.DE

Detalle cifras*	2T18	2T19	Var. a/a	Estimaciones
Unidades	688.995	702.086	2%	
Ingresos	24.993	25.715	3%	25.490
EBIT	2.739	2.201	-20%	2.185
Margen EBIT	11,0%	8,6%		
BNA	2.076	1.480	-29%	1.689
Margen Beneficio	8,3%	5,8%		

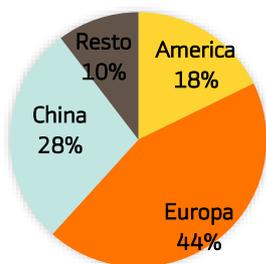
\* Cifras en millones de euros

Principales ratios	2018r	2019e	2020e	2021e
PER*	6,5 x	7,5 x	6,3 x	6,3 x
Rent. dividendo*	5,0%	4,3%	5,2%	5,1%
BPA (€/acc)	10,82	8,29	9,98	9,91
DPA (€/acc)	3,50	2,69	3,23	3,21
DN negocio industrial		Caja neta		
ROE	12,3%	8,8%	9,9%	9,2%

\*2018 con cotización de cierre de año. 2019/20/21 con última cotización

DN del negocio industrial excluye efecto de leasings

### Distribución ventas del grupo



### Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



## BMW

Precio Objetivo: 73,5 €  
 Recomendación: Neutral  
 Analista: Esther Gutiérrez de la Torre Coll, CFA

*Una mayor apuesta por la electrificación y una cartera de modelos atractiva favorece un mejor comportamiento relativo en las cuentas de la Compañía. Y así seguirá siendo a futuro. Sin embargo, la alta exposición a China nos preocupa. Primero, por la propia ralentización de la economía asiática, que se deja notar en las ventas de vehículos en el país. Segundo, por las tensiones derivadas del proteccionismo. Por todo ello, mantenemos recomendación en Neutral con Precio Objetivo 73,5€ (potencial +18%).*

### Las ventas muestran una buena tendencia, pero los costes pesan sobre el beneficio

Una gama atractiva de modelos y una apuesta por la electrificación mayor a la de otros competidores, ha ayudado a BMW a amortiguar la difícil situación del sector. Por ello, en el segundo trimestre sus ventas consiguieron avanzar. Se trata de aumentos ligeros (en el entorno del +2%/+3%) pero significativos dado el escenario de ralentización global que atravesamos.

El desglose por regiones muestra que esta evolución se produce gracias al tirón de Asia, especialmente de China, donde las ventas de unidades aumentaron +7,0% frente a la caída de -2,1% en Europa o de -1,7% en América.

Sin embargo, el resto de partidas de la cuenta de resultados sufre. Y lo hace precisamente por los costes relacionados con el desarrollo de los modelos eléctricos.

Finalmente, la Compañía confirma sus objetivos para el conjunto del año: aumento ligero en ventas del segmento automoción y margen EBIT de 6%/8% excluyendo provisiones y del 4,5%/6% si las incluimos. En cuanto al BAI, el *guidance* sigue apuntando a una caída significativa respecto a 2018. Recordemos que en el 1T BMW dotó una provisión de 1.400M€ por una posible multa de colusión por parte de la Comisión Europea.

Por todo ello, mantenemos recomendación en Neutral con Precio objetivo 73,5€ (potencial +18%).

A futuro nos preocupa el peso que China presenta sobre el total de ventas de unidades del grupo (28% en el 1S del año). Por dos motivos: (i) la ralentización de la economía del gigante asiático que se deja notar, entre otros, en las cifras de matriculaciones. En China hasta mayo las ventas cayeron -13%. En julio entró en vigor la nueva normativa de emisiones. Eso provocó el lanzamiento de fuertes descuentos comerciales que ha favorecido un repunte de +5,0% en junio. Sin embargo, a la vista de lo sucedido en la UE con el WLTP, éste dato puede ser el preludio de recortes significativos.

(ii) la incertidumbre que el proteccionismo implica para el comercio global y en específico para BMW, parte de los vehículos que vende en China se fabrican en EE.UU. Sin olvidar que en noviembre EE.UU. decidirá si incrementa los aranceles a las importaciones desde Europa. En el peor escenario, hasta el 25% desde el 2,5% actual.

### Por el lado positivo, destacamos:

(i) una mayor apuesta por la **electrificación** mitiga el riesgo a posibles multas derivadas del incumplimiento de los nuevos estándares de emisión en Europa a partir de 2020.

(ii) una **cartera de modelos atractiva** acompañada por la implementación de NEXT, su **plan de recorte de costes**, debería ayudar a suavizar la actual tendencia bajista del margen EBIT. Algo realmente importante en un entorno en el que el cambio estructural del sector implica un significativo esfuerzo inversor. En 2015 el margen EBIT del segmento automoción se situaba en 9,2%, en 2018 quedó en 7,2% y en el 2T retrocede de nuevo hasta 6,5%.

Cifras en millones de euros

### Resumen Cuenta de Pérdidas y Ganancias

	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	TAM <sup>1</sup> 18-'23
<b>Ingresos</b>	92.175	94.163	98.282	97.480	99.430	101.915	103.954	105.513	107.096	2%
<i>Margen Bruto</i>	19,7%	19,9%	20,3%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
<b>EBITDA</b>	14.279	14.384	14.721	14.234	13.161	14.935	15.217	15.395	15.569	2%
<i>Margen EBITDA</i>	15,5%	15,3%	15,0%	14,6%	13,2%	14,7%	14,6%	14,6%	14,5%	
<b>EBIT</b>	9.593	9.386	9.899	9.121	7.495	8.928	8.875	8.729	8.590	-1%
<i>Margen EBIT</i>	10,4%	10,0%	10,1%	9,4%	7,5%	8,8%	8,5%	8,3%	8,0%	
<b>BAI</b>	9.224	9.665	10.675	9.815	7.444	8.960	8.900	8.742	8.593	-3%
<b>BNA*</b>	<b>6.369</b>	<b>6.863</b>	<b>8.589</b>	<b>7.117</b>	<b>5.453</b>	<b>6.564</b>	<b>6.519</b>	<b>6.404</b>	<b>6.294</b>	-2%
<i>Tasa variación interanual</i>		7,8%	25,1%	-17,1%	-23,4%	20,4%	-0,7%	-1,8%	-1,7%	

TAM<sup>1</sup> es la Tasa Anual Media de Incremento

### Resumen Balance de Situación

	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
<b>Activo No Corriente</b>	110.343	121.671	122.090	125.442	131.566	137.334	142.772	147.823	152.750
<b>Activo Circulante</b>	61.831	66.864	73.496	83.999	85.633	80.065	81.701	83.125	84.607
<b>Total Activo</b>	<b>172.174</b>	<b>188.535</b>	<b>195.586</b>	<b>209.441</b>	<b>217.199</b>	<b>217.399</b>	<b>224.473</b>	<b>230.948</b>	<b>237.357</b>
<b>FFPP</b>	42.530	47.108	53.772	57.559	61.245	65.682	70.089	74.418	78.673
<b>Minoritarios</b>	234	255	436	529	402	431	460	488	516
<b>Pasivo no corriente</b>	14.296	17.778	16.095	15.211	16.587	16.602	17.142	17.637	18.126
<b>Deuda financiera</b>	91.683	97.731	94.618	103.597	108.073	103.530	104.749	105.597	106.463
<b>Pasivo Corriente</b>	23.431	25.663	30.665	32.084	30.892	31.154	32.034	32.808	33.579
<b>Total Pasivo</b>	<b>172.174</b>	<b>188.535</b>	<b>195.586</b>	<b>208.980</b>	<b>217.199</b>	<b>217.399</b>	<b>224.473</b>	<b>230.948</b>	<b>237.357</b>

### Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	VR
<b>+BNA</b>	5.453	6.564	6.519	6.404	6.294	30.771
<b>+Amortizaciones</b>	5.666	6.007	6.342	6.666	6.979	
<b>+Gastos Financieros *(1-t)</b>	379	387	390	391	392	
<b>- Inversiones en activos fijos</b>	10.417	10.678	10.891	11.054	11.220	
<b>- Inversiones en circulante</b>	-671	261	884	676	686	
<b>= CFL Operativo</b>	<b>1.751</b>	<b>2.020</b>	<b>1.476</b>	<b>1.730</b>	<b>1.758</b>	

WACC	6,8%
g	1,0%
EV	29.397 M€
- Deuda Neta (negocio industrial)	-19.488 M€
- Minoritarios	529 M€
EqV	48.356 M€
Nº acciones	658 M
Estimación DCF	<b>73,5 €/acción</b>

#### Método de valoración:

Establecemos un precio objetivo de 73,5€/acc siguiendo el método de descuento de flujo de caja libre operativo empleando a tal efecto las hipótesis sintetizadas en las tablas adjuntas. Esta valoración implica un potencial de +18% desde los niveles actuales de cotización.

### Matriz de Sensibilidad

WACC	Crecimiento Sostenible Esperado (g)						
	0,25%	0,50%	0,75%	1,00%	1,25%	1,50%	1,75%
4,5%	91,2	94,5	98,2	102,5	107,4	113,2	120,0
4,7%	87,7	90,6	93,9	97,6	101,8	106,7	112,4
5,0%	84,6	87,2	90,1	93,3	97,0	101,2	106,0
5,2%	81,8	84,1	86,7	89,5	92,7	96,4	100,5
6,8%	69,4	70,7	72,1	<b>73,5</b>	75,1	76,9	78,9
5,7%	77,0	78,9	80,9	83,2	85,7	88,5	91,6
6,0%	74,9	76,6	78,4	80,4	82,7	85,2	87,9
6,2%	73,0	74,5	76,2	78,0	80,0	82,2	84,7
6,5%	71,2	72,6	74,1	75,8	77,6	79,6	81,7

### INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website: <https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>
- Las metodologías de valoración más frecuentes aplicadas en nuestro análisis de compañías son las siguientes (lista no exhaustiva): VAN FCF, Descuento de Dividendos, Neto Patrimonial, Ratios Comparables, Valor Neto Liquidativo, Warranted Equity Value y PER Teórico

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/codigos\\_internos](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos)

### NOTAS DE COMPAÑÍAS PUBLICADAS EN LOS ÚLTIMOS 30 DÍAS:

Todas nuestras notas de compañías están disponibles en: [Link a los informes de compañías](#)

### EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada - Director  
Javier Hombria - Telecomos  
Pilar Aranda - Petróleo  
Juan Moreno - Inmobiliarias  
Marisa Mazo - Bancos  
Aránzazu Bueno - Eléctricas  
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos

Rafael Alonso - Bancos  
Ana de Castro - Seguros  
Aránzazu Cortina - Industriales  
Luis Piñas - Consumo  
Pedro Echeguren - Farma & Salud  
Juan Tuesta - Construcción & Tecnología  
Elena Fernández-Trapiella - Consumo

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por todo el Equipo:

- Macroeconomía
- Estrategia de Inversión
- Bonos
- Divisas
- Fondos de Inversión
- ETFs
- Carteras Modelo de Fondos de Inversión y de Renta Variable