

Sector: Auto

El año empieza mejor de lo esperado, pero el futuro es altamente incierto

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €):	33.446 M€
Último:	50,86 €/acc.
Nº Acciones (M.):	658 M acc.
Min / Max (52 sem):	36,6€/77,1€
Cód. Reuters / Bloomberg:	BMW GY/BMWG.DE

Detalle cifras*	1T19	1T20	Var. a/a	Estimaciones
Unidades	600.614	477.111	-20,6%	
Ingresos	22.462	23.252	3,5%	18.780
EBIT	589	1.375	133,4%	939
Margen EBIT	2,6%	5,9%		
BNA	588	574	-2,4%	683
Margen Beneficio	2,6%	2,5%		

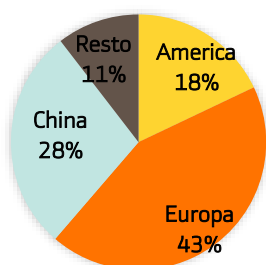
* Cifras en millones de euros

Principales ratios	2019	2020e	2021e	2022e
PER*	9,8 x	10,4 x	6,3 x	5,4 x
Rent. dividendo*	3,4%	3,1%	5,2%	6,0%
BPA (€/acc)	7,47	4,87	8,12	9,37
DPA (€/acc)	2,50	1,59	2,64	3,05
DN negocio industrial		Caja neta		
ROE	8,2%	5,2%	8,1%	8,8%

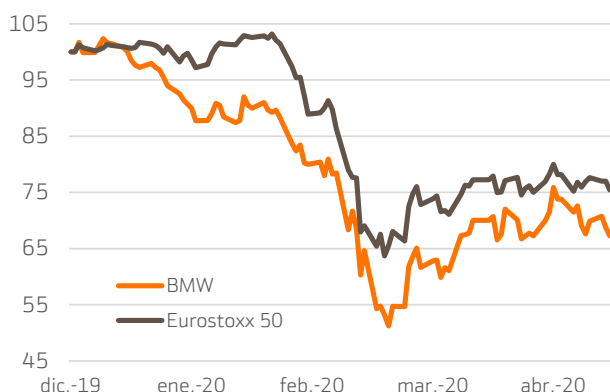
*2019 con cotización de cierre de año. 2020/21/22 con última cotización

DN del negocio industrial excluye efecto de leasings

Distribución ventas del grupo



Evolución bursátil vs Eurostoxx 50 (base 100)



BMW Precio Objetivo: 58,2 €
 Recomendación: Neutral
 Analista: Esther Gutiérrez de la Torre Coll, CFA

El año arranca con cifras positivas dado el contexto, pero el futuro presenta gran incertidumbre. La Compañía revisa su guidance y nosotros reducimos nuestras estimaciones. Con ello, el precio objetivo cae hasta 58,2€ desde 79,5€. Tras una pérdida acumulada en el año de más del -30%, esta valoración implica un potencial de +14,5%. Por ello, mantenemos recomendación en Neutral. La exposición a China será un apoyo, pero la recuperación en Europa será menos acusada. Sin olvidar que los retos anteriores al COVID-19 no se han disipado.

El primer trimestre sorprende positivamente, pero la base comparativa era inusualmente baja. A futuro los retos son importantes.

Las cifras del primer trimestre muestran evoluciones positivas en el actual entorno. Pese a la importante caída de volúmenes (-20,6%), los ingresos consiguen avanzar gracias a la política de precios de la Compañía. El EBIT acelera con fuerza, pero esto se debe a la baja base comparativa. En el 1T19 BMW aumentó provisiones de manera muy significativa (1.400M€ dotados ante una posible multa por colusión) y su EBIT sufrió una caída importante. El BNA cae, pero de manera contenida (-2,4%). Son cifras más que aceptables en el actual entorno.

En cuanto a objetivos, la Compañía reduce sus estimaciones de ventas, que serán mucho más bajas que en 2019, y el margen EBIT para el segmento automoción cae hasta 0%/3% (desde 2%/4%).

En este escenario, reducimos con fuerza nuestras estimaciones para 2020. En 2021 estimamos una recuperación sólida pero no completa. Con ello, nuestro precio objetivo cae hasta 58,2€ desde 79,5€. El potencial de revalorización es, por tanto, de +14,5% y nos lleva a mantener nuestra recomendación en Neutral.

A futuro identificamos las siguientes ventajas e inconvenientes:

(+) **Importante exposición a China** (28% del total de ingresos): Será un factor de apoyo en próximos meses. China fue el primer país afectado por el COVID-19 y, por tanto, también ha sido el primero en reabrir gradualmente la actividad económica. Los primeros datos apuntan a una recuperación rápida. Las cifras de matriculaciones de abril avanzan +4,4% después de caer -43% en marzo y -79% en febrero. Lo más previsible es que esta evolución se afiance en próximos meses. Por un lado, por la propia reapertura de concesionarios y puntos de venta. Por otro, el temor a usar el transporte público se presenta como una vía importante de crecimiento. Ya sucedió en crisis sanitarias anteriores. Esto es especialmente relevante en un mercado como el chino donde la penetración del vehículo privado sigue siendo baja.

(-) Sin embargo, **Europa es la región con mayor peso** en las cuentas de BMW (43% de los ingresos) y aquí la recuperación será más lenta y menos pronunciada.

(+) Valoramos positivamente los **elevados niveles de liquidez** de la Compañía, cuyo foco es gestionarla eficientemente. En estos momentos se sitúa alrededor 19.000M€, umbral que otorga un margen de maniobra elevado hasta que la normalidad vuelva a las plantas.

(-) Conviene recordar los **importantes retos** a los que se enfrentaba el sector antes de esta crisis sanitaria: (i) **ralentización económica**, que ahora se agudiza; (ii) **estrictas regulaciones** que obligan a reducir de manera drástica los niveles de emisiones, (iii) **necesidad de invertir de manera ingente** en tendencias como la electrificación, movilidad compartida, coche autónomo, etc.; (iv) posible incremento de la tensión comercial entre EE.UU./China.

Cifras en millones de euros

Resumen Cuenta de Pérdidas y Ganancias

	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	TAM19'24
Ingresos	94.163	98.282	97.480	104.210	89.621	96.790	99.694	101.189	102.201	0%
<i>Margen Bruto</i>	19,9%	20,3%	19,0%	17,3%	16,6%	18,6%	18,6%	18,6%	18,6%	
EBITDA	14.384	14.721	14.234	13.428	10.065	13.071	13.497	13.700	13.897	1%
<i>Margen EBITDA</i>	15,3%	15,0%	14,6%	12,9%	11,2%	13,5%	13,5%	13,5%	13,6%	
EBIT	9.386	9.899	9.121	7.411	4.678	7.468	8.541	8.767	8.910	4%
<i>Margen EBIT</i>	10,0%	10,1%	9,4%	7,1%	5,2%	7,7%	8,6%	8,7%	8,7%	
BAI	9.665	10.675	9.815	7.118	4.377	7.297	8.422	8.658	8.806	4%
BNA*	6.863	8.589	7.117	4.915	3.204	5.341	6.164	6.337	6.445	6%
<i>Tasa variación interanual</i>		25,1%	-17,1%	-30,9%	-34,8%	66,7%	15,4%	2,8%	1,7%	
<i>TAM es la Tasa Anual Media de Incremento</i>										

Resumen Balance de Situación

	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Activo No Corriente	121.671	122.090	125.442	137.404	133.812	141.327	147.661	153.481	159.121
Activo Circulante	66.864	73.496	83.999	90.630	89.260	90.929	91.014	92.379	93.008
Total Activo	188.535	195.586	209.441	228.034	223.072	232.256	238.675	245.860	252.129
FFPP	47.108	53.772	57.559	59.324	61.485	65.087	69.245	73.519	77.866
Minoritarios	255	436	529	583	432	457	486	516	547
Pasivo no corriente	17.778	16.095	15.211	14.855	16.359	17.032	17.503	18.030	18.490
Deuda financiera	97.731	94.618	103.597	116.740	111.247	116.957	119.156	120.114	120.551
Pasivo Corriente	25.663	30.665	32.084	36.532	33.549	32.723	32.284	33.680	34.675
Total Pasivo	188.535	195.586	208.980	228.034	223.072	232.256	238.675	245.860	252.129

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	VR
+BNA	3.204	5.341	6.164	6.337	6.445	25.773
+Amortizaciones	5.387	5.602	4.956	4.932	4.987	
+Gastos Financieros *(1-t)	399	422	429	432	434	
- Inversiones en activos fijos	8.104	9.720	10.012	10.162	10.263	
- Inversiones en circulante	739	2.493	475	246	256	
= CFL Operativo	147	-847	1.063	1.293	1.347	

WACC	6,3%
g	1,0%
EV	21.289 M€
- Deuda Neta (negocio industrial)	-17.577 M€
- Minoritarios	583 M€
EqV	38.283 M€
Nº acciones	658 M
Estimación DCF	58,2 €/acción

Método de valoración:

Establecemos un precio objetivo de **58,2€/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 +14,5%** 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%
5,9%	56,8	58,1	59,6	61,2	63,0	65,1	67,3
6,0%	56,2	57,5	58,9	60,4	62,2	64,1	66,2
6,1%	55,6	56,8	58,2	59,7	61,3	63,1	65,2
6,2%	55,0	56,2	57,5	58,9	60,5	62,3	64,2
6,3%	54,4	55,6	56,8	58,2	59,7	61,4	63,3
6,4%	53,9	55,0	56,2	57,5	59,0	60,6	62,3
6,5%	53,4	54,4	55,6	56,9	58,3	59,8	61,5
6,6%	52,9	53,9	55,0	56,2	57,6	59,0	60,7
6,7%	52,4	53,4	54,4	55,6	56,9	58,3	59,9

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

NOTAS DE COMPANIAS

Todas nuestras notas están disponibles en:

[Link a los informes de compañías](#)

EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada - Director	Aránzazu Cortina - Industriales
Rafael Alonso - Bancos	Juan Moreno - Inmobiliarias
Pilar Aranda - Petróleo	Pedro Echeguren - Farma & Salud
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos	Juan Tuesta - Construcción & Tecnología
Luis Piñas - Alimentación/Distribución	Ana de Castro - Analista
Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo	Aránzazu Bueno - Eléctricas
Eduardo Cabero - Seguros	Joao Pisco - Portugal
Rafael Diogo - Portugal	Susana André - Portugal, Assistant

Tel.: 912759421

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