

Sector: Auto

Sigue siendo nuestro fabricante favorito, pero el contexto no aconseja tomar exposición a autos

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €):	68.828 M€
Último:	137,30 €/acc.
Nº Acciones (M.):	501 M acc.
Min / Max (52 sem):	98,3€/185,0€
Cód. Reuters / Bloomberg:	VOW GR/VOWG.DE

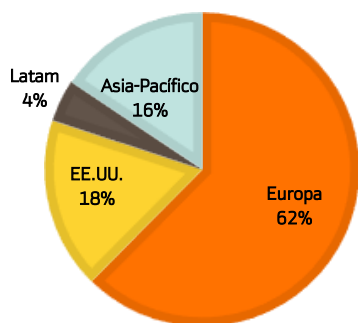
Detalle cifras*	1T20	1T19	Var. a/a	Estimaciones
Unidades	2,01	2,61	-23,0%	
Ingresos	55.054	60.012	-8,3%	53.752
EBIT	904	3.868	-76,6%	904
Margen EBIT	1,6%	6,4%		
BNA	511	3.046	-83,2%	-43
Margen Beneficio	0,9%	5,1%		

* Cifras en millones de euros

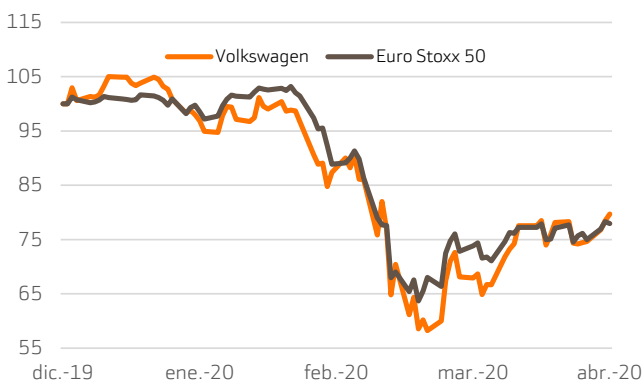
Principales ratios	2019	2020e	2021e	2022e
PER*	6,5 x	10,3 x	7,2 x	6,3 x
Rent. dividendo*	2,8%	1,9%	2,7%	3,1%
BPA (€/acc)	26,63	13,30	18,96	21,70
DPA (€/acc)	4,80	2,63	3,75	4,30
DN negocio industrial		Caja neta		
ROE	10,8%	5,2%	7,0%	7,5%

*2019 con cotización de cierre de año. 2020/21/22 con última cotización
DN del negocio industrial excluye efecto de leasings

Distribución ingresos del grupo



Evolución bursátil vs Eurostoxx 50 (base 100)



VOLKSWAGEN

Precio Objetivo: 155,2 €
Recomendación: Neutral
Analista: Esther Gutiérrez de la Torre Coll, CFA

Las cifras del 1T muestran el severo impacto que las medidas de aislamiento social provocan sobre el sector auto. Volkswagen sigue siendo nuestra OEM favorita. Valoramos positivamente la posición de caja neta del negocio industrial (17.800M€), el esfuerzo en reducción de costes y de estricta priorización de las inversiones. Estos tres factores nos parecen clave en el escenario actual donde mantener un elevado nivel de liquidez es vital. Sin embargo, en este contexto no nos parece apropiado tomar exposición al sector auto. Una vez esta situación se normalice, la Compañía se verá favorecida por una cartera de modelos de mayor valor añadido y su fuerte apuesta por la electrificación. De momento, el guidance para este año apunta a importantes caídas en volúmenes, ingresos y EBIT. Por todo ello, recortamos nuestra recomendación hasta Neutral desde Comprar con precio objetivo 155,2€. Potencial +13%.

El COVID-19 impacta con fuerza en las cifras de Volkswagen. Las medidas de aislamiento social provocan un freno muy significativo en los niveles de producción y ventas de autos. La ACEA (asociación europea de fabricantes de autos) estima una caída del -10% en la producción de vehículos en la UE tras un cierre de 26 días de las plantas mientras que las matriculaciones caen más de -55% en marzo.

Esta situación se refleja en caídas importantes en las principales partidas de la cuenta de resultados de la Compañía en el 1T : -23% en ventas de unidades, -8% en ingresos, -77% en EBIT y -83% en BNA.

Con estas cifras y el alto grado de incertidumbre aún presente, Volkswagen **retira el guidance** para el conjunto del ejercicio. Ahora lo considera inalcanzable y **apunta a importantes caídas en volúmenes, ingresos y EBIT.**

En este contexto reducimos con fuerza nuestras estimaciones para 2020 y, aunque anticipamos una recuperación vigorosa en 2021, **nuestra recomendación sobre el valor cae a Neutral desde Comprar.** El precio objetivo se reduce hasta **155,2€** desde 217,1€ anterior. Potencial +13%.

En estas circunstancias, no nos parece prudente tomar exposición al sector. **Pese a ello, Volkswagen sigue siendo nuestra OEM favorita.** Valoramos positivamente la posición de caja neta del negocio industrial (17.800M€), el esfuerzo en reducción de costes y de estricta priorización de las inversiones. Estos tres factores nos parecen clave en el escenario actual donde mantener un elevado nivel de liquidez es vital.

Una vez esta situación se normalice, la Compañía se verá favorecida por varios factores:

(i) **Una cartera de modelos de mayor valor añadido.** Fundamentalmente SUVs, que siguen gozando de mayor atractivo comercial y presentan mayores márgenes.

(ii) **La fuerte apuesta por la electrificación** que facilitará cumplir con los nuevos estándares de emisiones. En la UE ya desde este año las emisiones de CO2 deben reducirse de manera drástica (hasta 95 gr/km, -20% vs. 2017).

(iii) **Balance.** La liquidez cae desde 2019, pero aún es elevada, y con medidas recorte costes y capex volverá a aumentar. En concreto, la caja neta del negocio industrial alcanza 17.800M€ (vs. 21.300M€ a cierre de 2019).

Cifras en millones de euros

Resumen Cuenta de Pérdidas y Ganancias

	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	TAM ¹ 19-'24
Ingresos	217.267	229.550	235.849	252.632	222.316	237.878	249.772	257.265	262.411	1%
<i>Margen Bruto</i>	18,9%	19,0%	19,7%	19,5%	19,4%	19,4%	19,4%	19,4%	19,4%	
EBITDA	28.026	35.985	36.481	41.399	34.487	38.381	40.792	42.371	43.794	1%
<i>Margen EBITDA</i>	12,9%	15,7%	15,5%	16,4%	15,5%	16,1%	16,3%	16,5%	16,7%	
EBIT	7.103	13.819	13.920	16.960	8.977	12.068	13.542	14.134	14.583	-3%
<i>Margen EBIT</i>	3,3%	6,0%	5,9%	6,7%	4,0%	5,1%	5,4%	5,5%	5,6%	
BAI	7.292	13.673	15.643	18.356	8.979	12.806	14.656	15.428	16.040	-3%
BNA*	5.145	11.179	11.828	13.347	6.666	9.506	10.879	11.452	11.907	-2%
<i>Tasa variación interanual</i>		117,3%	5,8%	12,8%	-50,1%	42,6%	14,4%	5,3%	4,0%	

TAM¹ es la Tasa Anual Media de Incremento

Resumen Balance de Situación

	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Activo No Corriente	254.010	262.080	274.620	300.608	285.727	296.498	306.945	316.158	324.464
Activo Circulante	155.723	160.226	183.535	187.463	170.420	174.642	179.685	182.297	183.849
Total Activo	409.733	422.306	458.155	488.071	456.147	471.139	486.630	498.455	508.313
FFPP	92.689	108.849	117.117	121.781	127.127	134.752	143.477	152.663	162.213
Minoritarios	221	229	225	1.870	946	1.002	1.067	1.136	1.207
Pasivo no corriente	72.947	71.099	71.720	82.940	78.479	81.059	83.724	85.758	87.454
Deuda financiera	154.819	163.468	190.882	201.469	166.979	168.179	168.979	167.908	166.082
Pasivo Corriente	89.057	78.546	78.211	80.011	82.617	86.148	89.383	90.991	91.358
Total Pasivo	409.733	422.191	458.155	488.071	456.147	471.139	486.630	498.455	508.313

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	VR
+BNA	6.666	9.506	10.879	11.452	11.907	70.731
+Amortizaciones	25.510	26.313	27.250	28.237	29.212	
+Gastos Financieros *(1-t)	1.314	1.313	1.297	1.272	1.237	
- Inversiones en activos fijos	31.124	33.303	34.968	36.017	36.737	
- Inversiones en circulante	3.429	1.394	1.562	1.367	1.008	
= CFL Operativo	-1.064	2.434	2.896	3.577	4.610	

WACC	7,6%
g	1,0%
EV	58.388 M€
- Deuda Neta(negocio industrial)	-21.276 M€
- Minoritarios	1870 M€
EqV	77.794 M€
Nº acciones	501 M
Estimación DCF	155,2 €/acción

Método de valoración:

Establecemos un precio objetivo de 155,2€/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 +13% 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%
6,4%	168,4	173,4	178,8	184,8	191,3	198,4	206,4
6,7%	161,6	166,1	170,9	176,2	181,9	188,2	195,2
7,0%	155,4	159,4	163,8	168,5	173,6	179,2	185,3
7,3%	149,7	153,4	157,3	161,5	166,1	171,1	176,5
7,6%	144,5	147,8	151,4	155,2	159,3	163,8	168,6
7,9%	139,7	142,7	146,0	149,4	153,1	157,1	161,5
8,2%	135,3	138,1	141,0	144,1	147,5	151,1	155,0
8,5%	131,2	133,7	136,4	139,3	142,4	145,6	149,2
8,8%	127,4	129,7	132,2	134,8	137,6	140,6	143,8

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
Andrea Cardalliaguet - Analista	Ignacio Montes - Analista

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