

Sector: Auto

*Cifras sólidas pese a la esperada moderación de los márgenes*

### Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €): 71.454 M€  
 Cierre 09/05/2023 (ord./pref.): 153,9/ 126,4  
 N° Acciones (M.): 501 M acc.  
 Cód. Bloomberg ord./pref: VOW GRVOW3 GY

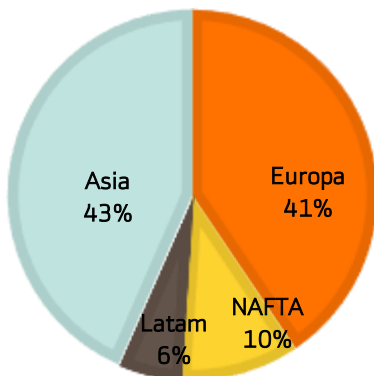
Detalle cifras*	1T22	1T23	Var. a/a	Estimaciones
Unidades	1,89M	2,04M	7,5%	2,06M
Ingresos	62.711	76.198	21,5%	72.300
EBIT	8.328	5.747	-31,0%	5.500
Margen EBIT	13,3%	7,5%		
BNA	6.743	4.730	-29,9%	4.076
Margen Beneficio	10,8%	6,2%		

\* Cifras en millones de euros

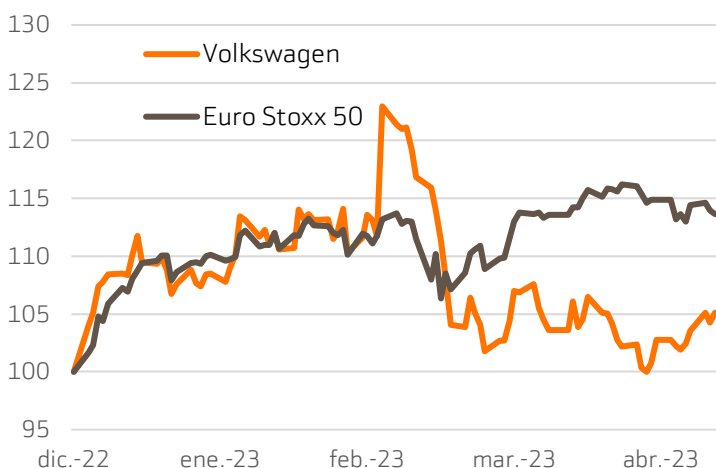
Principales ratios	2022	2023e	2024e	2025e
PER*	3,9 x	4,1 x	3,7 x	3,6 x
Rent. dividendo*	7,5%	7,2%	8,1%	8,3%
BPA (€/acc)	29,66	30,48	34,04	35,10
DPA (€/acc)	8,70	9,15	10,21	10,53
DN negocio industrial		Caja neta		
ROE	8,3%	8,5%	8,9%	8,7%

\*2022 con cotización accs. preferentes cierre de año. 2023/24/25 con última cotización DN del negocio industrial excluye efecto de leasings

### Distribución ventas de vehículos



### Evolución bursátil vs Eurostoxx 50 (base 100)



## VOLKSWAGEN

Precio Objetivo: 198,9 €  
 Recomendación: Comprar  
 Potencial ord./pref.: 29%/57%  
 Analista: Esther Gutiérrez de la Torre Coll, CFA

*Las cifras del primer trimestre superan estimaciones y muestran que la recuperación de volúmenes gana inercia. Las unidades vendidas avanzan +7,5% y los ingresos aceleran +21,5%, pese al débil comportamiento en China. Los márgenes evolucionan según lo estimado y retroceden desde los niveles extraordinariamente elevados que alcanzaron el año pasado. Para el conjunto de 2023 la Compañía reitera las guías. Tras estas cifras mantenemos inalteradas nuestras estimaciones. Nuestras hipótesis son más conservadoras que el guidance de la Compañía, que nos parece optimista. Nuestro precio objetivo queda en 198,9€. El potencial de revalorización desde los niveles actuales de cotización es de +29% para las acciones ordinarias y +57% las preferentes (+39% aprox. en términos de capitalización). Nuestra recomendación permanece en Comprar.*

Las cifras del primer trimestre superan estimaciones y muestran que la recuperación de volúmenes gana inercia. Las unidades vendidas avanzan +7,5% y los ingresos aceleran +21,5% gracias a la buena evolución en Europa (+26,6% a/a en entregas) y EE.UU. (+21,6%) mientras China afloja (-14,5%).

Las coberturas sobre materias primas detraen 1.300M€ durante el trimestre y pesan sobre el EBIT. Ambos efectos (aceleración ingresos + coberturas) llevan a los márgenes a evolucionar según lo estimado y retroceden desde los niveles extraordinariamente elevados que alcanzaron el año pasado. En concreto, el margen EBIT queda en 7,5% vs. 13,3% en el 1T 2022.

La caja neta del negocio industrial cede tras el pago del dividendo especial derivado de la salida a bolsa de Porsche. Queda en 38.441M€ (-10,6% desde el cierre de 2022).

Para el conjunto de 2023 la Compañía reitera las guías: estima un crecimiento de ingresos de +10%/+15%, margen EBIT de 7,5%/8,5% vs. 7,4% estimado y entregas de 9,5M (+15% a/a). De momento la demanda se mantiene sólida. Destaca el libro de pedidos en Europa, que alcanza 1,8M de vehículos.

Tras estas cifras mantenemos inalteradas nuestras estimaciones. Nuestras hipótesis son más conservadoras que el *guidance* de la Compañía, que nos parece optimista. Por un lado, su estimación para las entregas supone asumir un avance de +15% a/a vs. +4,0% aprox. (hasta 85,5M) estimado por IHS para la producción global. Cumplir los objetivos de la Compañía supondría aumentar su cuota de mercado hasta 11,1% desde 10,1% en 2022.

Por otro, mantener de manera sostenida el aumento de precios de distintos modelos será cada vez más complicado. El crecimiento se ralentiza y los costes de financiación suben. Además, la mejora en las cadenas logísticas y la provisión de suministros (chips) implicará un aumento de producción, lo que pesará sobre los márgenes. Nuestras estimaciones apuntan a un margen EBIT en el entorno de 7,1% este año (vs. 7,9% en 2022) que ganará inercia en 2024 (7,6% aprox.)

Nuestro precio objetivo queda en 198,9€. El potencial de revalorización desde los niveles actuales de cotización es de +29% para las acciones ordinarias y +57% las preferentes (+39% aprox. en términos de capitalización). Nuestra recomendación permanece en Comprar.

Cifras en millones de euros

## Resumen Cuenta de Pérdidas y Ganancias

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TAMI'22-'27
Ingresos	252.632	222.884	250.200	279.232	293.194	301.989	308.029	312.650	315.776	2%
Margen Bruto	19,5%	17,5%	18,9%	18,7%	18,4%	18,5%	18,6%	18,7%	18,7%	
EBITDA	41.399	36.745	46.748	52.794	49.453	51.336	52.625	53.836	54.594	1%
Margen EBITDA	16,4%	16,5%	18,7%	18,9%	16,9%	17,0%	17,1%	17,2%	17,3%	
EBIT	16.960	9.675	19.275	22.124	20.785	23.035	23.674	24.270	24.734	2%
Margen EBIT	6,7%	4,3%	7,7%	7,9%	7,1%	7,6%	7,7%	7,8%	7,8%	
BAI	18.356	11.666	20.126	22.043	21.990	24.556	25.320	26.046	26.631	4%
BNA	13.347	8.333	14.843	14.867	15.282	17.065	17.596	18.101	18.659	5%
Tasa variación interanual		-37,6%	78,1%	0,2%	2,8%	11,7%	3,1%	2,9%	3,1%	

TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento

## Resumen Balance de Situación

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Activo No Corriente	300.608	302.169	328.261	340.464	354.160	366.248	377.666	388.700	399.441
Activo Circulante	187.463	194.945	200.348	224.308	195.004	200.443	204.427	207.083	208.540
Total Activo	488.071	497.114	528.609	564.772	549.164	566.691	582.093	595.782	607.981
FFPP	121.781	127.049	144.449	165.377	176.074	188.020	200.338	213.008	226.069
Minoritarios	1.870	1.734	1.705	12.950	2.671	2.852	3.039	3.231	3.429
Pasivo no corriente	82.940	88.113	86.443	81.715	92.798	95.760	98.362	100.676	102.737
Deuda financiera	201.469	203.457	210.202	205.185	177.994	177.327	175.062	171.374	166.388
Pasivo Corriente	80.011	76.761	85.810	99.545	99.627	102.732	105.292	107.494	109.357
Total Pasivo	488.071	497.114	528.609	564.772	549.164	566.691	582.093	595.782	607.981

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

	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	VR
+BNA	15.282	17.065	17.596	18.101	18.659	92.461
+Amortizaciones	28.668	28.301	28.952	29.566	29.860	
+Gastos Financieros *(1-t)	956	941	915	882	844	
- Inversiones en activos fijos	37.529	38.655	39.428	40.019	40.419	
- Inversiones en circulante	8.568	3.299	2.241	1.696	1.195	
= CFL Operativo	-1.191	4.354	5.794	6.834	7.749	

WACC	9,5%
g	1,0%
EV	75.482 M€
- Deuda Neta(negocio industrial)	-26.915 M€
- Minoritarios	2671 M€
EqV	99.726 M€
Nº acciones	501 M
Estimación DCF	198,9 €/acción

## Método de valoración:

Establecemos un precio objetivo de 198,9€/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 +29% para las acciones ordinarias y +57% para las preferentes.

## Matriz de Sensibilidad

WACC	Crecimiento Sostenible Esperado (g)						
	0,25%	0,50%	0,75%	1,00%	1,25%	1,50%	1,75%
8,3%	213,0	217,5	222,3	227,5	233,0	238,9	245,3
8,6%	206,2	210,4	214,8	219,5	224,5	229,9	235,7
8,9%	199,9	203,7	207,8	212,1	216,7	221,6	226,9
9,2%	194,1	197,6	201,3	205,3	209,5	214,0	218,8
9,5%	188,6	191,8	195,3	198,9	202,8	206,9	211,3
9,8%	183,5	186,5	189,7	193,0	196,6	200,4	204,4
10,1%	178,7	181,5	184,4	187,5	190,8	194,3	198,0
10,4%	174,1	176,7	179,5	182,4	185,4	188,7	192,1
10,7%	169,9	172,3	174,9	177,6	180,4	183,4	186,5

## Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

Fecha	Recomendación	Precio Objetivo
04/04/2023	Comprar	198,90 €
14/11/2022	Comprar	218,80 €
02/08/2022	Comprar	215,00 €
17/05/2022	Comprar	225,10 €

## INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website:  
<https://www.bankinter.com/broker/analisis/informes>
- 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, PER Teórico

La identificación de las fuentes de información empleadas más relevantes se ofrece en:

[https://docs.bankinter.com/file\\_source/broker/estaticos/documentos/fuentes-de-informacion.pdf](https://docs.bankinter.com/file_source/broker/estaticos/documentos/fuentes-de-informacion.pdf)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

[https://docs.bankinter.com/file\\_source/broker/estaticos/documentos/responsabilidad-legal.pdf](https://docs.bankinter.com/file_source/broker/estaticos/documentos/responsabilidad-legal.pdf)

## NOTAS DE COMPAÑÍAS RECIENTEMENTE PUBLICADAS.-

Todas nuestras notas de compañías se encuentran disponibles en:

[Link a los informes de compañías](#)

## EQUIPO DE ANÁLISIS

Ramón Forcada - Director

Eduardo Cabero - Seguros

Juan Moreno - Inmobiliarias

Carlos Pellicer - Alimentación

Rafael Alonso - Bancos

Aránzazu Bueno - Eléctricas

Aránzazu Cortina - Industriales

Pedro Riberio - Químicas

Pedro Echeguren - Farma & Salud

Pilar Aranda - Petróleo & Aerolíneas

Esther Gutiérrez de la Torre - Autos

Juan Tuesta - Construcción & Tecnología

Jorge Pradilla - Logística

Elena Fernández-Tрпиella - Consumo&Lujo

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