

Sector: Auto

*El año empieza bien y el guidance mejora. A futuro los retos son la escasez de chips y el encarecimiento de las materias primas*

### Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €): 121.416 M€  
 Último ord./pref.: 264€/211€  
 Nº Acciones (M.): 501 M acc.  
 Cód. Bloomberg ord./pref: VOW GR/VOW3 GY

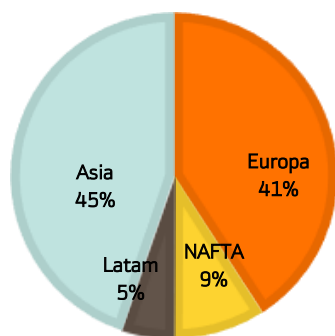
Detalle cifras*	1T21	1T20	Var. a/a	Estimaciones
Unidades	2,43	2,01	21,2%	
Ingresos	62.376	55.054	13,3%	60.280
EBIT	4.812	904		4.151
Margen EBIT	7,7%	1,6%		
BNA	3.414	517		3.481
Margen Beneficio	5,5%	0,9%		

\* Cifras en millones de euros

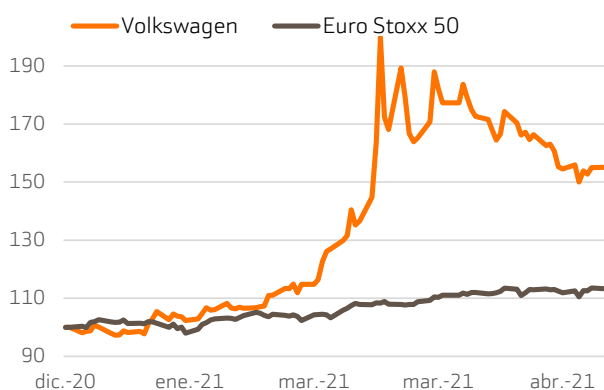
Principales ratios	2020	2021e	2022e	2023e
PER*	10,2 x	10,6 x	8,2 x	7,6 x
Rent. dividendo*	2,8%	2,8%	3,7%	4,0%
BPA (€/acc)	16,62	24,95	32,23	34,77
DPA (€/acc)	4,80	7,48	9,67	10,43
DN negocio industrial		Caja neta		
ROE	6,5%	9,1%	10,9%	10,9%

\*2020 con cotización accs. ordinarias de cierre de año. 2021/22/23 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: 302,9 €  
 Recomendación: Comprar  
 Potencial ord./pref.: 15%/44%  
 Analista: Esther Gutiérrez de la Torre Coll, CFA

*El año arranca con más fuerza de lo previsto. Volkswagen bate las estimaciones del consenso y registra una evolución remarkable. La exposición a China, la alta demanda de vehículos premium y una estricta gestión de costes se traduce en una importante expansión de márgenes. Todo ello favorece una revisión al alza del guidance para el conjunto del ejercicio. Tras este anuncio, mantenemos inalteradas nuestras estimaciones. Ya contemplábamos que Volkswagen batiría al mercado. De cara al segundo semestre las principales incertidumbres derivan de la escasez de chips y del precio de las materias primas. Contemplamos este escenario en nuestra tasa de descuento, que sube ligeramente. Nuestro precio objetivo cae hasta 302,9€ (desde 327,6€). El potencial sigue siendo elevado (+15% accs. ordinarias y +44% preferentes) y nuestra recomendación permanece en Comprar.*

Volkswagen sorprende con unas cifras mejor de lo estimado por el consenso que muestran una evolución positiva en términos interanuales. La exposición a China, una gestión estricta de costes, un buen mix de productos y unos precios superiores favorecen este desempeño.

**Todas las unidades del grupo contribuyen a esta evolución.** Las entregas avanzan +18,2% en el segmento de volumen (Volkswagen/Skoda/Seat), +31,1% en el premium (Audi/Bentley), +35,7% en vehículos deportivos (Porsche) y otro +31,1% en autobuses y camiones. Destaca, además, la buena evolución de las ventas de vehículos eléctricos e híbridos, que más que duplican las del 1T20. Alcanzan 133.300 vehículos, un 5,5% del total de unidades vendidas en el trimestre.

**El margen EBIT recupera con fuerza.** La demanda de vehículos premium y una política de precios superior es clave. De este modo, tras desplomarse hasta 1,6% en el 1T20, consigue situarse en 7,7%.

Por el lado del balance, la caja neta del negocio industrial avanza +10,4% desde cierre de 2020, hasta 29.600M€.

Este buen desempeño permite a la Compañía **mejorar sus objetivos para el conjunto del ejercicio**: ahora anticipa un margen EBIT de 5,5%/7,0% vs. 5,0%/6,5% anterior.

Tras este anuncio mantenemos nuestras estimaciones para la cuenta de resultados inalteradas. Ya anticipábamos que Volkswagen batiría al mercado. Como referencia, nuestra estimación de ingresos anuales supone un incremento de +13,5% a/a vs. +11,9% estimado para el nivel de producción global según IHS. Además, conviene tener en cuenta que lo más probable es que esta previsión de producción se revise a la baja en próximos meses. Básicamente porque **la escasez de semiconductores se agudizará durante el segundo trimestre**. Volkswagen remarca este punto como uno de sus principales riesgos a futuro. Sin olvidar el impacto negativo en márgenes que podría derivarse de perpetrarse los actuales repuntes de precios de las materias primas.

Contemplamos ambas incertidumbres en nuestro modelo incrementando la prima de riesgo que incorpora nuestra tasa de descuento (WACC). En concreto, dicha tasa se eleva hasta 6,0% desde 5,5% anterior. Con ello, **nuestro precio objetivo cae hasta 302,9€** desde 327,6€ anterior. Pese a este ajuste, **mantenemos nuestra recomendación en Comprar**. El potencial de revalorización desde los niveles actuales de cotización es de +15% para las acciones ordinarias y +44% para las preferentes (+25% aprox. en términos de capitalización).

Cifras en millones de euros

### Resumen Cuenta de Pérdidas y Ganancias

	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI'20-'25
<b>Ingresos</b>	229.550	235.849	252.632	222.884	252.973	268.152	276.196	281.720	287.355	5%
<i>Margen Bruto</i>	19,0%	19,7%	19,5%	17,5%	19,3%	19,3%	19,3%	19,3%	19,3%	
<b>EBITDA</b>	35.985	36.481	41.399	36.745	39.116	44.404	47.051	48.629	50.439	7%
<i>Margen EBITDA</i>	15,7%	15,5%	16,4%	16,5%	15,5%	16,6%	17,0%	17,3%	17,6%	
<b>EBIT</b>	13.819	13.920	16.960	9.675	15.212	19.274	20.659	22.152	22.717	19%
<i>Margen EBIT</i>	6,0%	5,9%	6,7%	4,3%	6,0%	7,2%	7,5%	7,9%	7,9%	
<b>BAI</b>	13.673	15.643	18.356	11.666	16.915	21.854	23.573	25.461	26.207	18%
<b>BNA*</b>	<b>11.179</b>	<b>11.828</b>	<b>13.347</b>	<b>8.333</b>	<b>12.507</b>	<b>16.159</b>	<b>17.430</b>	<b>18.826</b>	<b>19.378</b>	18%
<i>Tasa variación interanual</i>		5,8%	12,8%	-37,6%	50,1%	29,2%	7,9%	8,0%	2,9%	

TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento

### Resumen Balance de Situación

	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Activo No Corriente</b>	262.080	274.620	300.608	302.169	307.978	322.798	335.230	347.608	359.637
<b>Activo Circulante</b>	160.226	183.535	187.463	194.945	174.901	179.537	182.394	186.548	188.241
<b>Total Activo</b>	<b>422.306</b>	<b>458.155</b>	<b>488.071</b>	<b>497.114</b>	<b>482.878</b>	<b>502.335</b>	<b>517.624</b>	<b>534.156</b>	<b>547.878</b>
<b>FFPP</b>	108.849	117.117	121.781	127.049	135.804	147.115	159.316	172.495	186.059
<b>Minoritarios</b>	229	225	1.870	1.734	1.115	1.208	1.308	1.416	1.528
<b>Pasivo no corriente</b>	71.099	71.720	82.940	88.113	83.392	86.752	89.393	92.248	94.618
<b>Deuda financiera</b>	163.468	190.882	201.469	203.457	174.615	175.267	172.826	170.517	165.849
<b>Pasivo Corriente</b>	78.546	78.211	80.011	76.761	87.952	91.993	94.781	97.480	99.824
<b>Total Pasivo</b>	<b>422.191</b>	<b>458.155</b>	<b>488.071</b>	<b>497.114</b>	<b>482.878</b>	<b>502.335</b>	<b>517.624</b>	<b>534.156</b>	<b>547.878</b>

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

	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	VR
<b>+BNA</b>	12.507	16.159	17.430	18.826	19.378	144.674
<b>+Amortizaciones</b>	23.905	25.130	26.392	26.478	27.721	
<b>+Gastos Financieros *(1-t)</b>	1.093	1.123	1.110	1.076	1.043	
<b>- Inversiones en activos fijos</b>	34.151	36.200	37.286	38.032	38.793	
<b>- Inversiones en circulante</b>	1.044	5.786	3.067	2.106	2.148	
<b>= CFL Operativo</b>	<b>2.309</b>	<b>424</b>	<b>4.579</b>	<b>6.241</b>	<b>7.201</b>	

WACC	6,0%
g	1,0%
EV	123.962 M€
- Deuda Neta (negocio industrial)	-29.600 M€
- Minoritarios	1734 M€
EqV	151.828 M€
Nº acciones	501 M
Estimación DCF	<b>302,9 €/acción</b>

#### Método de valoración:

Establecemos un precio objetivo de 302,9€/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 +15% para las acciones ordinarias y +44% 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%
4,8%	337,4	352,4	369,2	388,3	410,0	435,0	464,1
5,1%	318,4	331,5	346,0	362,3	380,6	401,5	425,5
5,4%	301,7	313,1	325,7	339,8	355,5	373,2	393,3
5,7%	286,8	296,9	307,9	320,1	333,7	348,9	366,0
6,0%	273,5	282,4	292,2	<b>302,9</b>	314,7	327,8	342,5
6,3%	261,5	269,5	278,1	287,6	298,0	309,4	322,1
6,6%	250,7	257,8	265,5	273,9	283,1	293,2	304,3
6,9%	240,8	247,2	254,2	261,7	269,8	278,7	288,5
7,2%	231,8	237,6	243,9	250,6	257,9	265,8	274,5

### 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 COMPANIAS

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

### EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada - Director  
Rafael Alonso - Bancos  
Pilar Aranda - Petróleo & Aerolíneas  
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos & Media  
Luis Piñas - Alimentación/Distribución  
Aránzazu Bueno - Eléctricas  
Susana André - Portugal, Assistant  
Álvaro Lence

Aránzazu Cortina - Industriales  
Juan Moreno - Inmobiliarias & Hoteles  
Pedro Echeguren - Farma & Salud  
Juan Tuesta - Construcción & Tecnología  
Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo y Telecom  
Eduardo Cabero - Seguros  
Jorge Pradilla  
Adrián González

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