

Sector: Auto

Resultados débiles y perspectivas cautas, pero aún con aspectos positivos

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €):	69.279 M€
Último:	138,20 €/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	1,89	2,76	-31,6%	
Ingresos	41.076	65.185	-37,0%	40.965
EBIT	-2.394	5.130	n/a	-1.898
Margen EBIT	-5,8%	7,9%		
BNA	-1.536	4.115	n/a	-1.728
Margen Beneficio	-3,7%	6,3%		

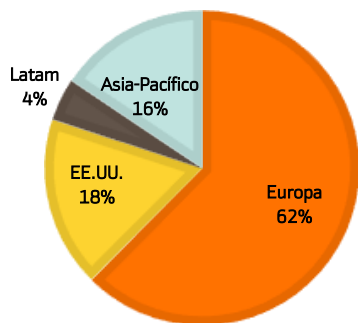
* Cifras en millones de euros

Principales ratios	2019	2020e	2021e	2022e
PER*	6,5 x	16,5 x	5,6 x	5,0 x
Rent. dividendo*	2,8%	3,5%	3,5%	4,0%
BPA (€/acc)	26,63	8,39	24,57	27,77
DPA (€/acc)	4,80	4,80	4,86	5,50
DN negocio industrial		Caja neta		
ROE	10,8%	3,4%	9,2%	9,6%

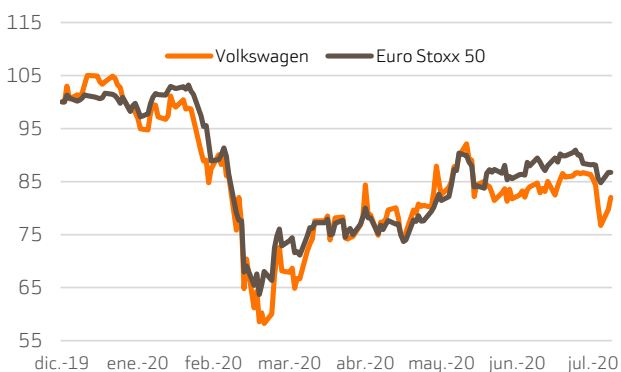
*2019 con cotización de cierre de año. 2020/21/22 con última cotización

DN del negocio industrial excluye efecto de leasings

Distribución ingresos del grupo



Evolución bursátil vs Eurostoxx 50 (base 100)



VOLKSWAGEN

Precio Objetivo:	146,7 €
Recomendación:	Neutral
Potencial:	6,1%
Analista:	Esther Gutiérrez de la Torre Coll, CFA

El 2T puede definirse como el peor trimestre para el sector automoción de la historia reciente. La interrupción de la producción, la imposibilidad de hacer entregas y las disrupciones en la cadena de suministros provocan una evolución muy débil en las cuentas de Volkswagen. Su guidance a futuro nos parece, además, más cauto que el de otros competidores. Por ello, reducimos nuestras estimaciones y nuestro precio objetivo cae consecuentemente. En concreto, hasta 146,7€ (desde 155,2€ anterior). Potencial +6%, lo que nos lleva a reafirmar nuestra recomendación de Neutral. En cualquier caso seguimos valorando positivamente la elevada posición de caja neta del negocio industrial, un atractivo mix de productos y una importante apuesta por la electrificación.

La paralización de la economía en el 2T provoca el peor trimestre para el sector automoción de la historia reciente. Las entregas de vehículos caen -25% en Nafta, -37% en Europa, -41% en Latam y -22% en China.

En ese contexto, **los resultados de Volkswagen son realmente débiles**. En concreto: las entregas de vehículos -31,6% a/a, ingresos -36,9%, EBIT -2.394M€ (vs. 5.130M€ en 2T19), BNA -1.536M€ (vs. 4.115M€ en 2T19) y BPA -3,23€ (vs. 7,91€ en 2T19). Tampoco ha ayudado un extraordinario de -700M€ relacionado con el *Dieselgate*.

Además, anuncia **una reducción del dividendo** hasta 4,80€ por acción ordinaria y 4,86€ por acción preferente vs. 6,50€ y 6,56€ anterior respectivamente. Decisión que nos parece prudente dado el contexto actual.

En cuanto al *guidance* para el conjunto del ejercicio, nos parece débil. **La visión de la Compañía es más cauta que la de otros competidores**. Percibe una recuperación gradual tras el fin del confinamiento y afirma que las ventas caerán de manera significativa este año desde los niveles alcanzados en 2019. En cuanto al EBIT anticipa que será muy inferior al de 2019, aunque conseguirá cerrar en positivo.

En este escenario recortamos nuestras estimaciones para este ejercicio y **nuestro precio objetivo se reduce hasta 146,7€** (desde 155,2€ anterior). **Potencial +6%**, lo que nos lleva a reafirmar nuestra recomendación de Neutral.

A futuro las incertidumbres sobre el sector son importantes. Existen muchos factores de preocupación: tensiones entre China y EE.UU., necesidad de invertir con fuerza para financiar el cambio estructural en el sector (electrificación o coche autónomo), dudas sobre el ritmo de recuperación económica o una estricta normativa sobre emisiones.

Sin embargo, Volkswagen sigue presentando aspectos que nos parecen muy positivos:

- **Sólida posición de caja neta** del negocio industrial, que aumenta respecto al primer trimestre gracias a la emisión de híbridos (3.000M€) durante el trimestre. En concreto, avanza +5% hasta superar los 18.600M€.

- Un **mix de productos** más sesgado hacia modelos SUV facilita el mantenimiento de unos márgenes superiores.

- Una **mayor apuesta por la electrificación** ayudará a cumplir con los nuevos estándares de emisiones de manera más holgada que muchos competidores.

Cifras en millones de euros

Resumen Cuenta de Pérdidas y Ganancias

	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TAMI'19-'25
Ingresos	229.550	235.849	252.632	212.211	231.310	245.188	252.544	257.595	262.747	1%
Margen Bruto	19,0%	19,7%	19,5%	17,0%	19,4%	19,4%	19,4%	19,4%	19,4%	
EBITDA	35.985	36.481	41.399	26.930	36.790	39.672	41.213	42.599	43.233	1%
Margen EBITDA	15,7%	15,5%	16,4%	12,7%	15,9%	16,2%	16,3%	16,5%	16,5%	
EBIT	13.819	13.920	16.960	6.324	15.171	16.914	17.282	17.993	18.238	1%
Margen EBIT	6,0%	5,9%	6,7%	3,0%	6,6%	6,9%	6,8%	7,0%	6,9%	
BAI	13.673	15.643	18.356	5.667	16.591	18.753	19.244	20.177	20.536	2%
BNA*	11.179	11.828	13.347	4.207	12.316	13.921	14.285	14.978	15.245	2%
Tasa variación interanual		5,8%	12,8%	-68,5%	192,8%	13,0%	2,6%	4,8%	1,8%	

TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento

Resumen Balance de Situación

	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Activo No Corriente	262.080	274.620	300.608	285.996	301.668	316.598	329.412	341.620	354.277
Activo Circulante	160.226	183.535	187.463	166.113	171.083	177.270	179.856	181.407	183.672
Total Activo	422.306	458.155	488.071	452.109	472.751	493.867	509.268	523.026	537.950
FFPP	108.849	117.117	121.781	123.581	133.459	144.625	156.082	168.095	180.323
Minoritarios	229	225	1.870	919	993	1.076	1.161	1.250	1.341
Pasivo no corriente	71.099	71.720	82.940	77.785	81.336	84.969	87.619	89.986	92.553
Deuda financiera	163.468	190.882	201.469	168.743	171.250	173.306	172.431	170.817	169.124
Pasivo Corriente	78.546	78.211	80.011	81.081	85.713	89.892	91.974	92.878	94.609
Total Pasivo	422.191	458.155	488.071	452.109	472.751	493.867	509.268	523.026	537.950

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	VR
+BNA	12.316	13.921	14.285	14.978	15.245	64.708
+Amortizaciones	21.619	22.758	23.931	24.606	24.995	
+Gastos Financieros *(1-t)	1.346	1.343	1.321	1.287	1.253	
- Inversiones en activos fijos	32.383	34.326	35.356	36.063	36.785	
- Inversiones en circulante	1.793	2.509	1.342	989	986	
= CFL Operativo	1.104	1.186	2.838	3.819	3.722	

WACC	6,8%
g	1,0%
EV	56.634 M€
- Deuda Neta(negocio industrial)	-18.663 M€
- Minoritarios	1766 M€
EqV	73.531 M€
Nº acciones	501 M
Estimación DCF	146,7 €/acción

Método de valoración:

Establecemos un precio objetivo de 146,7€/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 +6% 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%
5,6%	160,4	165,8	171,8	178,5	185,9	194,2	203,6
5,9%	153,1	158,0	163,2	169,1	175,5	182,7	190,7
6,2%	146,6	150,9	155,6	160,7	166,4	172,6	179,6
6,5%	140,8	144,6	148,8	153,3	158,3	163,8	169,8
6,8%	135,5	138,9	142,6	146,7	151,1	155,9	161,2
7,1%	130,6	133,7	137,1	140,7	144,6	148,9	153,6
7,4%	126,2	129,0	132,0	135,3	138,8	142,6	146,8
7,7%	122,1	124,6	127,4	130,3	133,5	137,0	140,7
8,0%	118,3	120,6	123,1	125,8	128,7	131,8	135,2

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 & Hoteles
Pilar Aranda - Petróleo & Aerolíneas	Pedro Echeguren - Farma & Salud
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos & Media	Juan Tuesta - Construcción & Tecnología
Luis Piñas - Alimentación/Distribución	Ana de Castro - Analista
Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo y Telecom	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