

Sector: Auto

Los márgenes superan ampliamente los niveles pre-pandemia

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €): 126.680 M€
 Último ord./pref.: 286€/205€
 N° Acciones (M.): 501 M acc.
 Cód. Bloomberg ord./pref.: VOW GRVOW3 GY

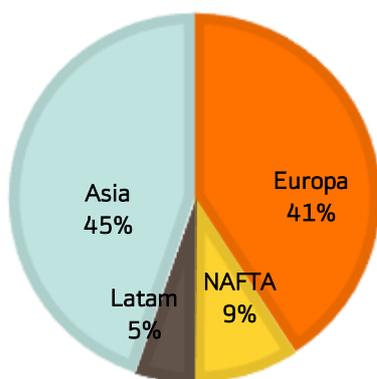
Detalle cifras*	2T20	2T21	Var. a/a	Estimaciones
Unidades	1,89	2,55	34,9%	
Ingresos	41.076	67.293	63,8%	59.748
EBIT	-2.394	6.546	n.a.	3.570
Margen EBIT	-5,8%	9,7%	n.a.	
BNA	-1.536	5.040	n.a.	3.735
Margen Beneficio	-3,7%	7,5%		

*Cifras en millones de euros

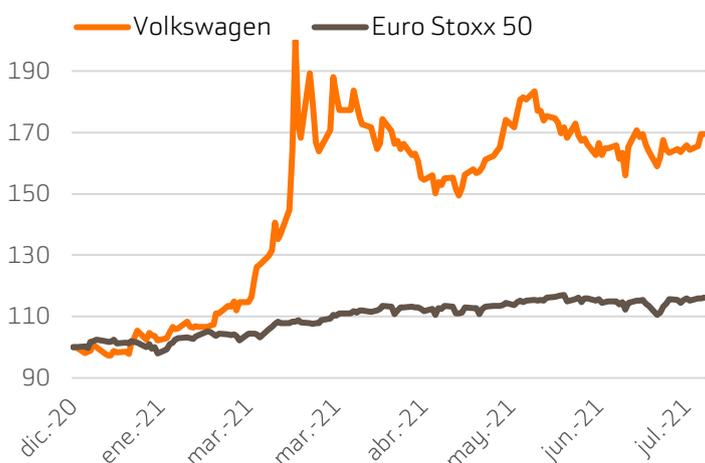
Principales ratios	2020	2021e	2022e	2023e
PER*	10,2 x	10,2 x	8,9 x	8,4 x
Rent. dividendo*	2,8%	2,9%	3,4%	3,6%
BPA (€/acc)	16,62	28,13	32,31	34,06
DPA (€/acc)	4,80	8,44	9,69	10,22
DN negocio industrial			Caja neta	
ROE	6,5%	10,2%	10,8%	10,6%

*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: 303,7 €
 Recomendación: Comprar
 Potencial ord./pref.: 6%/48%
 Analista: Esther Gutiérrez de la Torre Coll, CFA

Las ventas de vehículos aceleran, la capacidad de aumentar precios se mantiene y las medidas de eficiencia siguen en marcha. Todo ello favorece un repunte de márgenes hasta niveles superiores a los alcanzados pre-pandemia y permite una mejora de guidance por segunda vez en el ejercicio. Como consecuencia elevamos nuestras estimaciones para el conjunto del ejercicio. A futuro los principales retos siguen siendo la escasez de semis, el encarecimiento de las materias primas y la expansión de la variante Delta por Asia. Incorporamos estos riesgos en nuestra tasa de descuento. Con ello, nuestro precio objetivo avanza ligeramente hasta 303,7€ (desde 302,9€) y nuestra recomendación permanece en Comprar.

Volkswagen continúa su fuerte recuperación operativa. En el segundo trimestre publica unas cifras que batan ampliamente las estimaciones del consenso y muestran unos crecimientos realmente remarcables. Esta buena evolución deriva en gran parte de la sólida demanda de sus marcas más premium, Audi y Porsche. La Compañía puede incluso subir precios en el periodo, lo que contribuye a una importante mejora de márgenes. El margen operativo acelera hasta 9,7% en el trimestre vs. 7,8% en el 2T 2019. El EBIT alcanza los 11.400M€ en el semestre y supera el nivel récord anterior, 10.000M€ alcanzado en 2019. Por tanto, se sitúa ampliamente por encima de niveles pre-pandemia.

Resulta destacable la venta de eléctricos, que acelera +165% a/a y alcanza las 171.000 unidades en el semestre, lo que demuestra que la estrategia de la Compañía funciona. En próximos meses esta tendencia debería acelerarse por la incorporación de nuevos modelos.

El balance sigue dando buenas noticias y la caja neta aumenta hasta 35.048M€ (+18,4% desde el 1T 2021).

A futuro la Compañía advierte de la escasez de semiconductores y estima un nivel de entregas inferior al inicialmente anticipado. Pese a ello, mejora por segunda vez sus objetivos para el conjunto del año. En concreto, mejora en +0,5% su estimación para el margen sobre ventas, que ahora queda en 6,0%/7,5%.

Tras estos resultados mejoramos nuestras estimaciones para el conjunto del ejercicio mientras que a largo plazo prevemos unos márgenes ligeramente superiores. Eso sí, nuestra prima de riesgo sube e impulsa la tasa de descuento de nuestro modelo (hasta 7,0% desde 6,0% previo). Tratamos de reflejar el posible impacto de la escasez de chips, el encarecimiento de las materias primas y el riesgo a la extensión de la variante Delta, que afecta especialmente a Asia. Este último punto nos preocupa porque Asia en general, y China en particular, es un mercado realmente relevante para Volkswagen. Un rebrote del virus, unido a las disrupciones en la cadena de suministro, podrían acelerar la pérdida de cuota de mercado que la Compañía experimenta en la región. En concreto las ventas totales aceleran +28,9% en Asia durante el semestre mientras que las de Volkswagen crecen +16,8%.

Finalmente, rolamos nuestros flujos de tal manera que contemplamos el periodo 2022/2026 para nuestra valoración.

Con todo ello, nuestro precio objetivo varía ligeramente. Queda en 303,7€ (desde 302,9€ previo). El potencial de revalorización desde los niveles actuales de cotización es de +6% para las acciones ordinarias y +48% para las preferentes (+20% aprox. en términos de capitalización). Por tanto, nuestra recomendación permanece en Comprar.

Cifras en millones de euros

Resumen Cuenta de Pérdidas y Ganancias

	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TAMI'20-'26
Ingresos	235.849	252.632	222.884	252.973	268.152	276.196	281.720	287.355	290.228	4%
Margen Bruto	19,7%	19,5%	17,5%	19,3%	19,3%	19,3%	19,3%	19,3%	19,3%	
EBITDA	36.481	41.399	36.745	41.174	44.775	47.006	48.583	50.601	51.311	6%
Margen EBITDA	15,5%	16,4%	16,5%	16,3%	16,7%	17,0%	17,2%	17,6%	17,7%	
EBIT	13.920	16.960	9.675	17.269	19.645	20.614	22.105	23.581	24.079	16%
Margen EBIT	5,9%	6,7%	4,3%	6,8%	7,3%	7,5%	7,8%	8,2%	8,3%	
BAI	15.643	18.356	11.666	19.434	22.321	23.532	25.413	27.272	27.751	16%
BNA	11.828	13.347	8.333	14.101	16.195	17.073	18.439	19.787	20.135	16%
Tasa variación interanual		12,8%	-37,6%	69,2%	14,9%	5,4%	8,0%	7,3%	1,8%	

TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento

Resumen Balance de Situación

	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Activo No Corriente	274.620	300.608	302.169	307.978	322.798	335.230	347.608	360.338	372.430
Activo Circulante	183.535	187.463	194.945	169.889	178.635	182.504	186.660	187.845	189.226
Total Activo	458.155	488.071	497.114	477.867	501.433	517.734	534.269	548.183	561.656
FFPP	117.117	121.781	127.049	136.919	148.256	160.207	173.114	186.965	186.965
Minoritarios	225	1.870	1.734	1.124	1.217	1.315	1.421	1.535	1.535
Pasivo no corriente	71.720	82.940	88.113	82.527	86.597	89.412	92.267	94.670	96.997
Deuda financiera	190.882	201.469	203.457	169.995	173.488	172.004	169.971	165.149	174.259
Pasivo Corriente	78.211	80.011	76.761	87.301	91.876	94.795	97.494	99.864	101.901
Total Pasivo	458.155	488.071	497.114	477.867	501.433	517.734	534.269	548.183	561.656

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	VR
+BNA	16.195	17.073	18.439	19.787	20.135	138.650
+Amortizaciones	25.130	26.392	26.478	27.020	27.232	
+Gastos Financieros *(1-t)	1.094	1.081	1.050	1.020	1.101	
- Inversiones en activos fijos	36.200	37.286	38.032	38.793	39.181	
- Inversiones en circulante	5.786	3.067	2.106	2.148	1.095	
= CFL Operativo	432	4.193	5.828	6.887	8.192	

WACC	7,0%
g	1,0%
EV	118.946 M€
- Deuda Neta(negocio industrial)	-35.048 M€
- Minoritarios	1767 M€
EqV	152.227 M€
Nº acciones	501 M
Estimación DCF	303,7 €/acción

Método de valoración:

Establecemos un precio objetivo de 303,7€/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% para las acciones ordinarias y +48% 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%
5,8%	332,2	343,4	355,7	369,4	384,6	401,5	420,5
6,1%	317,2	327,1	338,0	350,0	363,2	377,9	394,3
6,4%	303,7	312,6	322,2	332,8	344,4	357,3	371,5
6,7%	291,4	299,4	308,1	317,5	327,7	339,0	351,4
7,0%	280,3	287,5	295,3	303,7	312,8	322,8	333,7
7,3%	270,1	276,6	283,6	291,2	299,4	308,3	318,0
7,6%	260,8	266,7	273,1	279,9	287,2	295,2	303,8
7,9%	252,2	257,6	263,4	269,6	276,2	283,4	291,1
8,2%	244,3	249,2	254,5	260,1	266,1	272,6	279,6

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

Aránzazu Cortina - Industriales
Juan Moreno - Inmobiliarias & Hoteles
Pedro Echeguren - Farma & Salud
Juan Tuesta - Construcción & Tecnología
Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo & Telecom
Eduardo Cabero - Seguros
Filipe Aires - Químicas & Papel
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