

Sector: Auto

VOLKSWAGEN

Precio Objetivo: 215,0 €
 Recomendación: Comprar
 Potencial ord./pref.: 11%/56%
 Analista: Esther Gutiérrez de la Torre Coll, CFA

Buenas cifras y guidance optimista

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €): 85.522 M€
 Último ord./pref.: 194/ 140
 Nº Acciones (M.): 501 M acc.
 Cód. Bloomberg ord./pref.: VOW GRVOW3 GY

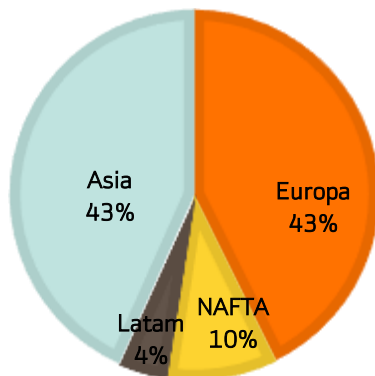
Detalle cifras*	2T21	2T22	Var. a/a	Estimaciones
Unidades	2,55	1,98	-22,4%	
Ingresos	67.293	69.543	3,3%	66.644
EBIT	6.546	4.505	-31,2%	4.095
Margen EBIT	9,7%	6,5%		
BNA	5.040	3.914	-22,3%	3.184
Margen Beneficio	7,5%	5,6%		

*Cifras en millones de euros

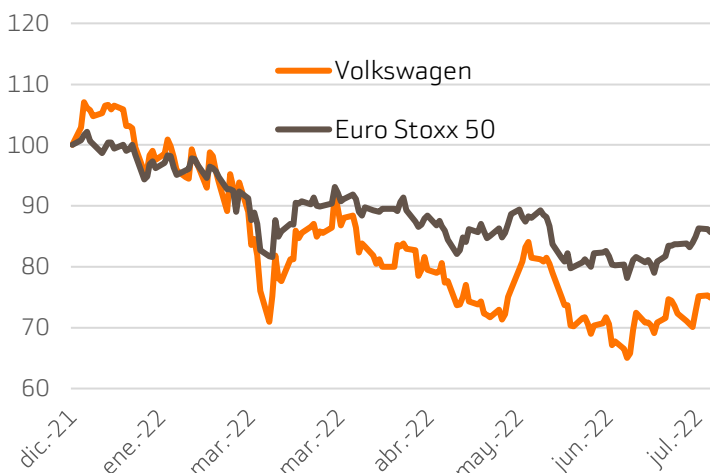
Principales ratios	2021	2022e	2023e	2024e
PER*	6,0 x	4,4 x	3,9 x	3,7 x
Rent. dividendo*	4,3%	6,8%	7,7%	5,4%
BPA (€/acc)	29,61	31,03	35,56	36,84
DPA (€/acc)	7,56	9,31	10,67	11,05
DN negocio industrial		Caja neta		
ROE	10,2%	9,9%	10,5%	0,0%

*2021 con cotización accs. preferentes cierre de año. 2022/23/24 con última cotización DN del negocio industrial excluye efecto de leasings

Distribución ventas de vehículos



Evolución bursátil vs Eurostoxx 50 (base 100)



El trimestre sorprende de nuevo. Las cifras de la Compañía baten en un escenario difícil. La producción sigue penalizada, pero los ingresos consiguen avanzar ligeramente gracias a una política de precios agresiva. Es lógico en este entorno que las marcas premium (lujo y deportivas) lo hagan mejor que las de volumen y sean las que permitan al margen EBIT avanzar. De cara a próximos meses la Compañía mantiene sus guías, pero se muestra optimista al considerar que los crecimientos estimados quedarán en la parte alta del rango previsto. Nuestro modelo contempla un escenario más prudente. Nos preocupan las posibles distorsiones de una reducción del suministro del gas ruso a Europa. Por ello, aumentamos ligeramente nuestra prima de riesgo y nuestra WACC avanza hasta 8,6% (desde 8,4%). Nuestro precio objetivo queda en 215,0€ (vs. 225,1€ previo). El potencial de revalorización es de +26% aprox. en términos de capitalización y nos lleva a mantener nuestra recomendación en Comprar.

El trimestre sorprende positivamente. Especialmente si tenemos en cuenta que ha estado marcado por los cierres de plantas en China, la guerra en Ucrania y sus efectos sobre ciertos componentes (arnés de cables) y una importante inflación de costes.

La buena evolución de las marcas premium y deportivas impulsan el crecimiento de ingresos (+3,3% a/a) pese a la caída de las ventas de unidades (-13,5%). El EBIT (-31,2%) ralentiza con fuerza penalizado por un extraordinario negativo (-2.400M€) derivado de un instrumento de cobertura frente a la variación del precio de las materias primas. Sucede, en este punto, lo contrario que en el 1T cuando se anotó una ganancia extraordinaria de unos 3.500M€ aprox. por este mismo motivo. Pese a ello, esta partida bate las estimaciones del consenso. Si eliminamos este efecto, **el margen EBIT en el primer semestre queda en 10,4%** vs. 9,3% en el 1S 2021 y 8,4% en el 1S 2019.

De cara a próximos meses, **Volkswagen confirma las guías para el año y anticipa un segundo semestre sólido.** De hecho, ve probable que los crecimientos alcancen la parte alta de su rango estimado. Entre otros motivos gracias a una actividad que gana inercia en China tras la retirada de restricciones y la mejora de las cadenas de suministro. En concreto, estima que las entregas de unidades crecerán entre +5%/+10%, los ingresos avanzarán +8%/+13% y el margen EBIT quedará alrededor de 7,0%/8,5%.

Tras estas cifras mantenemos nuestras estimaciones inalteradas. Contemplan un escenario prudente. Pensamos que Volkswagen cumplirá con sus guías, pero nos movemos dentro del rango bajo de sus previsiones. El segundo semestre será más positivo en aspectos fundamentales. Entre ellos, la reapertura de actividad en China o una mayor disponibilidad de semiconductores y arnés de cables. Como referencia, en China las entregas empezaron a acelerar ya en junio (+27% a/a). Sin embargo, **nos preocupa una posible disminución del gas ruso a Europa**, que amenaza la recuperación de volúmenes que debería producirse. Por ello, **aumentamos ligeramente nuestra prima de riesgo** y nuestra WACC avanza hasta 8,6% (desde 8,4%). **Nuestro precio objetivo queda en 215,0€** (vs. 225,1€ previo). El potencial de revalorización desde los niveles actuales de cotización es de +11% para las acciones ordinarias y +56% para las preferentes (+26% aprox. en términos de capitalización). Por tanto, **mantenemos nuestra recomendación en Comprar.**

Cifras en millones de euros

Resumen Cuenta de Pérdidas y Ganancias

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TAMI'21-'26
Ingresos	235.849	252.632	222.884	250.200	270.216	283.727	292.239	298.083	302.555	4%
Margen Bruto	19,7%	19,5%	17,5%	18,9%	18,4%	18,4%	18,5%	18,7%	18,7%	
EBITDA	36.481	41.399	36.745	46.748	47.405	48.718	50.656	52.167	53.048	3%
Margen EBITDA	15,5%	16,4%	16,5%	18,7%	17,5%	17,2%	17,3%	17,5%	17,5%	
EBIT	13.920	16.960	9.675	19.275	18.856	21.395	22.088	23.623	23.783	4%
Margen EBIT	5,9%	6,7%	4,3%	7,7%	7,0%	7,5%	7,6%	7,9%	7,9%	
BAI	15.643	18.356	11.666	20.126	21.439	24.566	25.451	27.390	27.463	6%
BNA	11.828	13.347	8.333	14.843	15.555	17.824	18.466	19.873	19.926	6%
Tasa variación interanual		12,8%	-37,6%	78,1%	4,8%	14,6%	3,6%	7,6%	0,3%	

TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento

Resumen Balance de Situación

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Activo No Corriente	274.620	300.608	302.169	328.261	335.525	349.758	362.366	375.015	387.191
Activo Circulante	183.535	187.463	194.945	200.348	173.414	184.642	189.796	193.644	196.252
Total Activo	458.155	488.071	497.114	528.609	508.939	534.401	552.162	568.659	583.444
FFPP	117.117	121.781	127.049	144.449	155.337	167.814	180.740	194.651	194.651
Minoritarios	225	1.870	1.734	1.705	1.337	1.445	1.556	1.676	1.676
Pasivo no corriente	71.720	82.940	88.113	86.443	87.375	91.746	94.795	97.627	100.165
Deuda financiera	190.882	201.469	203.457	210.202	172.348	176.257	174.821	171.770	181.687
Pasivo Corriente	78.211	80.011	76.761	85.810	92.542	97.139	100.250	102.935	105.265
Total Pasivo	458.155	488.071	497.114	528.609	508.939	534.401	552.162	568.659	583.444

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	VR
+BNA	15.555	17.824	18.466	19.873	19.926	102.176
+Amortizaciones	28.549	27.323	28.568	28.544	29.265	
+Gastos Financieros *(1-t)	1.041	1.035	1.014	980	1.055	
- Inversiones en activos fijos	36.479	38.303	39.452	40.241	40.845	
- Inversiones en circulante	11.728	5.192	3.183	2.109	1.715	
= CFL Operativo	-3.062	2.685	5.412	7.046	7.686	

WACC	8,6%
g	1,0%
EV	81.486 M€
- Deuda Neta(negocio industrial)	-28.209 M€
- Minoritarios	1908 M€
EqV	107.787 M€
Nº acciones	501 M
Estimación DCF	215,0 €/acción

Método de valoración:

Establecemos un precio objetivo de 215€/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 +56% para las acciones ordinarias y +11% 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%
7,4%	231,9	237,8	244,1	250,8	258,2	266,1	274,8
7,7%	223,5	228,8	234,5	240,7	247,3	254,4	262,1
8,0%	215,8	220,6	225,8	231,4	237,3	243,8	250,7
8,3%	208,6	213,1	217,8	222,9	228,3	234,1	240,4
8,6%	202,0	206,1	210,4	215,0	220,0	225,2	230,9
8,9%	195,8	199,6	203,5	207,8	212,3	217,1	222,3
9,2%	190,1	193,5	197,2	201,1	205,2	209,6	214,3
9,5%	184,7	187,9	191,3	194,9	198,7	202,7	207,0
9,8%	179,7	182,6	185,8	189,1	192,6	196,3	200,3

Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

Fecha	Recomendación	Precio Objetivo
17/05/2022	Comprar	225,10 €
21/03/2021	Neutral	226,60 €
28/10/2021	Comprar	299,30 €
04/08/2021	Comprar	303,70 €

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

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

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

Jorge Pradilla - Logística

Rafael Alonso - Bancos

Aránzazu Bueno - Eléctricas

Aránzazu Cortina - Industriales

Filipe Aires - Químicas & Papel

Pedro Echeguren - Farma & Salud

Pilar Aranda - Petróleo & Aerolíneas

Esther Gutiérrez de la Torre - Autos

Mariana Queirós Ferro - Telecoms

Juan Tuesta - Construcción & Tecnología

Luis Piñas - Aliment./Distribución & Otros

Elena Fernández-Trapiella - Consumo&Lujo

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