

Sector: Auto

Pese al entorno, crece con fuerza. Subimos a Comprar.

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €):	91.060 M€
Último:	181,65 €/acc.
Nº Acciones (M.):	501 M acc.
Min / Max (52 sem):	134,3€/181,9€
Cód. Reuters / Bloomberg:	VOW GR/VOWG.DE

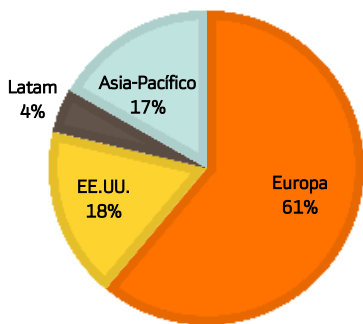
Detalle cifras*	3T18	3T19	Var. a/a	Estimaciones
Unidades	2,55	2,65	3,8%	
Ingresos	55.200	61.420	11,3%	57.605
EBIT	2.711	4.541	67,5%	4.098
Margen EBIT	4,9%	7,4%		
BNA	2.764	3.986	44,2%	3.158
Margen Beneficio	5,0%	6,5%		

* Cifras en millones de euros

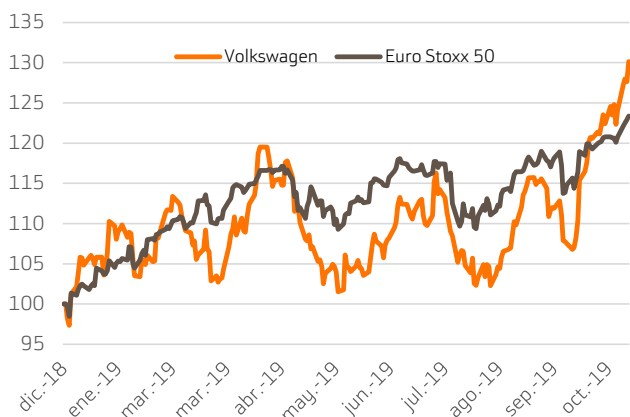
Principales ratios	2018r	2019e	2020e	2021e
PER*	5,9 x	7,0 x	6,7 x	6,6 x
Rent. dividendo*	3,5%	2,9%	3,0%	3,1%
BPA (€/acc)	23,59	25,79	27,21	27,60
DPA (€/acc)	4,80	5,20	5,48	5,56
DN negocio industrial		Caja neta		
ROE	10,1%	10,1%	9,8%	9,2%

*2018 con cotización de cierre de año. 2019/2021 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: 217,1 €
Recomendación: Comprar
Analista: Esther Gutiérrez de la Torre Coll, CFA

Las cifras del tercer trimestre baten las estimaciones del consenso y muestran avances significativos. Especialmente en un escenario complicado para el sector. A futuro la apuesta por la producción de más modelos SUV acelerará las ventas y los márgenes del grupo. Además, valoramos positivamente el giro estratégico de la Compañía hacia la electrificación, el recorte de costes, las alianzas con otros fabricantes y la generación de flujo de caja libre.

Por todo ello, mejoramos nuestra recomendación hasta Comprar desde Neutral con precio objetivo 217,1€. Potencial +20%.

Volkswagen desafía al entorno y crece con fuerza en el tercer trimestre

Las cifras del 3T19 muestran crecimientos sólidos y baten las estimaciones de consenso. Destacamos las ventas de unidades (+3,8%) y los ingresos (+11,3%).

El *guidance* de la Compañía apunta a un aumento de ingresos de alrededor de +5% este año. Pensamos que lo cumplirá. Se trata de un objetivo exigente si tenemos en cuenta el difícil entorno del sector. La producción global cae aproximadamente -6% a septiembre y todo hace prever un 4T y un 2020 muy complicados.

A futuro las ventas se verán respaldadas por los lanzamientos de nuevos modelos de mayor valor añadido (SUVs). Este tipo de vehículo es el de mayor éxito comercial actualmente. Volkswagen presenta una oferta menor a otros competidores dentro de esta gama y ahora persigue expandirla. Con ello, conseguirá también impulsar sus márgenes. Excluyendo extraordinarios, el margen EBIT objetivo se sitúa entre 6,5%/7,5%.

Por el lado del balance, valoramos positivamente el incremento de la posición de caja neta del negocio industrial (+2,1% desde cierre de 2018, hasta 19.600M€) pese al impacto negativo derivado de IFRS 16 (-5.300M€). Especialmente porque las exigencias normativas y las nuevas tendencias (electrificación, coche autónomo, etc) se traducen en una elevada necesidad de inversión.

En próximos ejercicios pensamos que la Compañía se verá favorecida por:

(i) **El giro estratégico del grupo hacia la electrificación.** Conviene recordar que a partir de 2020 las emisiones de CO2 deben reducirse de manera drástica (hasta 95 gr/km, -20% vs. 2017).

(ii) **Una política centrada en los recortes de costes, la generación de flujos de caja y las alianzas con otros fabricantes (Ford).** En un entorno en que las nuevas tecnologías y tendencias dentro de la automoción (electrificación, autoconducción, etc) exigen importantes inversiones, la cooperación resulta clave para aliviar el esfuerzo inversor en un momento en el que el ciclo económico se ralentiza y el ritmo de ventas de vehículos se suaviza consecuentemente.

En próximos meses una menor incertidumbre comercial debería favorecer un mejor comportamiento bursátil. Las últimas declaraciones desde el Departamento de Comercio de EE.UU. nos llevan a otorgar una menor probabilidad de aranceles a la importación de vehículos desde Europa. Recordamos que en el peor escenario la tasa podría pasar del 2,5% actual al 25%.

Por todo ello, elevamos recomendación desde Neutral hasta Comprar y establecemos un precio objetivo de 217,1€. Potencial +20% desde los niveles actuales de cotización.

Cifras en millones de euros

Resumen Cuenta de Pérdidas y Ganancias

	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	TAM ¹ 18-'24
Ingresos	217.267	229.550	235.849	247.641	255.071	260.172	265.376	269.356	272.050	2%
<i>Margen Bruto</i>	18,9%	19,0%	19,7%	19,3%	19,3%	19,3%	19,3%	19,3%	19,3%	
EBITDA	28.026	35.985	36.481	38.530	40.321	41.514	42.757	43.677	44.047	3%
<i>Margen EBITDA</i>	12,9%	15,7%	15,5%	15,6%	15,8%	16,0%	16,1%	16,2%	16,2%	
EBIT	7.103	13.819	13.920	15.117	15.816	15.951	16.181	16.138	15.607	2%
<i>Margen EBIT</i>	3,3%	6,0%	5,9%	6,1%	6,2%	6,1%	6,1%	6,0%	5,7%	
BAI	7.292	13.673	15.643	17.061	18.003	18.259	18.672	18.725	18.166	3%
BNA*	5.145	11.179	11.828	12.927	13.641	13.834	14.147	14.188	13.764	3%
<i>Tasa variación interanual</i>		117,3%	5,8%	9,3%	5,5%	1,4%	2,3%	0,3%	-3,0%	

TAM¹ es la Tasa Anual Media de Incremento

Resumen Balance de Situación

	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Activo No Corriente	254.010	262.080	274.620	277.978	288.042	297.074	305.885	313.941	321.110
Activo Circulante	155.723	160.226	183.535	171.793	174.766	176.643	176.304	177.559	179.490
Total Activo	409.733	422.306	458.155	449.771	462.807	473.717	482.189	491.500	500.600
FFPP	92.689	108.849	117.117	127.440	138.332	149.379	160.676	172.006	182.996
Minoritarios	221	229	225	781	848	916	985	1.054	1.122
Pasivo no corriente	72.947	71.099	71.720	77.541	79.788	81.669	83.130	84.735	86.304
Deuda financiera	154.819	163.468	190.882	159.030	156.372	152.313	146.304	140.963	135.942
Pasivo Corriente	89.057	78.546	78.211	84.980	87.467	89.441	91.093	92.742	94.236
Total Pasivo	409.733	422.191	458.155	449.771	462.807	473.717	482.189	491.500	500.600

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	VR
+BNA	12.927	13.641	13.834	14.147	14.188	13.764	98.825
+Amortizaciones	23.414	24.505	25.563	26.575	27.539	28.440	
+Gastos Financieros *(1-t)	1.294	1.260	1.209	1.135	1.068	998	
- Inversiones en activos fijos	32.193	33.159	33.822	34.499	35.016	35.366	
- Inversiones en circulante	815	2.153	1.231	-939	725	982	
= CFL Operativo	4.627	4.094	5.552	8.298	7.054	6.854	

WACC	8,0%
g	1,0%
EV	89.677 M€
- Deuda Neta(negocio industrial)	-19.386 M€
- Minoritarios	225 M€
EqV	108.838 M€
Nº acciones	501 M
Estimación DCF	217,1 €/acción

Método de valoración:

Establecemos un precio objetivo de 217,1€/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 +20% 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%
7,6%	213,7	218,2	223,1	228,3	234,0	240,1	246,7
7,7%	211,3	215,6	220,3	225,4	230,9	236,7	243,1
7,8%	208,9	213,1	217,7	222,6	227,8	233,5	239,7
7,9%	206,5	210,7	215,1	219,8	224,9	230,4	236,3
8,0%	204,3	208,3	212,5	217,1	222,0	227,3	233,0
8,1%	202,1	205,9	210,1	214,5	219,3	224,4	229,9
8,2%	199,9	203,7	207,7	212,0	216,6	221,5	226,8
8,3%	197,8	201,5	205,3	209,5	214,0	218,7	223,9
8,4%	195,8	199,3	203,1	207,1	211,4	216,0	221,0

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
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos
Luis Piñas - Consumo
Elena Fernández-Trapiella - Consumo

Aránzazu Cortina - Industriales
Juan Moreno - Inmobiliarias
Pedro Echeguren - Farma & Salud
Juan Tuesta - Construcción & Tecnología
Ana de Castro - Seguros
Aránzazu Bueno - Eléctricas

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