

Sector: Auto

*La estabilización ha llegado, pero el segmento premium seguirá favorecido. Neutral.*

### Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €):	67.675 M€
Último:	135,00 €/acc.
Nº Acciones (M.):	501 M acc.
Min / Max (52 sem):	98,3€/185,0€
Cód. Reuters / Bloomberg:	VOW GR/VOWG.DE

Detalle cifras*	3T20	3T19	Var. a/a	Estimaciones
Unidades	2,61	2,64	-1,1%	
Ingresos	59.355	61.420	-3,4%	57.603
EBIT	3.183	4.541	-29,9%	3.130
Margen EBIT	5,4%	7,4%		
BNA	2.751	3.986	-31,0%	2.422
Margen Beneficio	4,6%	6,5%		

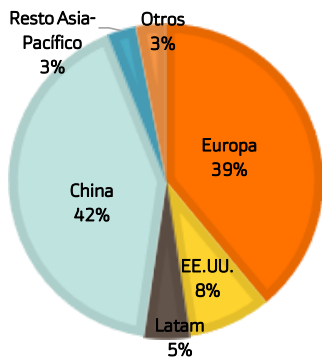
\* Cifras en millones de euros

Principales ratios	2019	2020e	2021e	2022e
PER*	6,5 x	16,1 x	5,5 x	4,9 x
Rent. dividendo*	2,8%	3,6%	3,6%	4,1%
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%

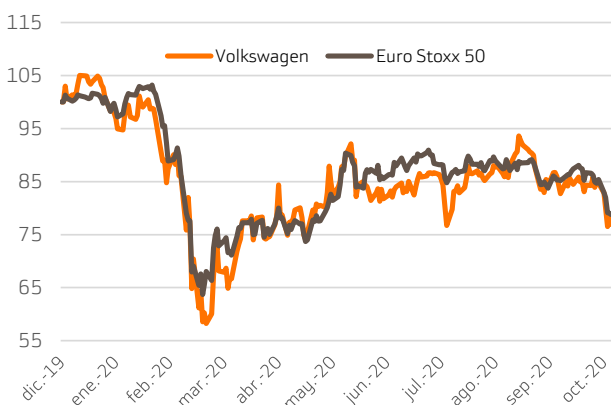
\*2019 con cotización de cierre de año. 2020/21/22 con última cotización

DN del negocio industrial excluye efecto de leasings

### Distribución ingresos del grupo



### Evolución bursátil vs Eurostoxx 50 (base 100)



Todos nuestros informes disponibles en:

<https://bankinter.com/broker/analisis>  
[www.bankinter.com](http://www.bankinter.com)

<https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>

Avda. de Bruselas, 14  
 28108 Alcobendas, Madrid

## VOLKSWAGEN

Precio Objetivo:	146,7 €
Recomendación:	Neutral
Potencial:	8,7%
Analista:	Esther Gutiérrez de la Torre Coll, CFA

*Los resultados del tercer trimestre muestran una importante estabilización de la cuenta de resultados mientras el balance se refuerza. De tal manera que la Compañía bate las estimaciones del consenso. Las medidas de eficiencia en costes, gestión del circulante y control de la liquidez funcionan. Todo ello permite reiterar el guidance para el ejercicio.*

*Mantenemos nuestras estimaciones. Nuestro precio objetivo queda en 146,7€ y nuestra recomendación en Neutral. Potencial +8,7%. Nos sigue pareciendo atractivo el mix de productos del grupo. Pero el fuerte crecimiento de China seguirá impulsando las ventas de modelos premium vs. el volumen. Eso favorecerá a los fabricantes con mayor peso en este segmento.*

### La cuenta de resultados se estabiliza en el 3T y el balance se refuerza

Volkswagen presenta unos **resultados trimestrales mejores de lo estimado** en todas las partidas de la cuenta de resultados. La reactivación del sector auto, especialmente en el mes de septiembre, ayuda a estabilizar las ventas y a moderar las caídas del resto de partidas, que fueron muy acusadas en el primer semestre.

**La demanda gana inercia especialmente en China** (+3,0% vs. -1,1%, en conjunto) y **las marcas premium registran un mejor comportamiento relativo**. Al igual que en otros fabricantes, su resiliencia resulta llamativa. Como prueba en el acumulado anual las ventas de Bentley +4,7%, Porsche -5,3%, Audi -12,5%, Volkswagen -18,6% o Seat -30,3%.

En conjunto, la caída de entregas a nivel global se sitúa en -20,2% y la de Volkswagen en -18,2%. Con ello, consigue un aumento de cuota de mercado de +0,4% a/a hasta 13%.

Además, **resultan determinantes las medidas de reducción de costes, gestión del circulante y control de la liquidez**. En este sentido, la caja neta del negocio industrial aumenta con fuerza respecto al cierre del 2T (+33% hasta 24.800M€), entre otros, gracias a la emisión de híbridos (3.000M€ aprox). Por su parte, la generación de flujo de caja libre mejora sustancialmente y alcanza 1.400M€ en el negocio industrial.

De cara a próximos meses **la Compañía mantiene inalterado su guidance**. Anticipa 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.

Tras estas cifras, **mantenemos nuestras estimaciones sin cambios. Nuestro precio objetivo queda en 146,7€ y nuestra recomendación en Neutral. Potencial +8,7%.**

Nos sigue resultando atractivo el mix de productos de Volkswagen. Sin embargo, pensamos que en los próximos trimestres las ventas de modelos de lujo seguirán siendo superiores a las de los segmentos de volumen. China liderará el crecimiento en el sector y gran parte del consumo del país se centra en los modelos premium.

El próximo evento a vigilar será a mediados de noviembre cuando la Compañía publique una actualización de su plan estratégico a cinco años. Lo más relevante serán los planes para Lamborghini y Porsche tras las crecientes especulaciones sobre una posible salida a bolsa de ambas.

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 +8,7% 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](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	Susana André - Portugal, Assistant
Rafael Diogo - Portugal	

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

---

Todos nuestros informes en:

<https://www.bankinter.com/broker/analisis/actualidad>

[www.bankinter.com](http://www.bankinter.com)

<https://www.bankinter.com/broker/analisis/informes>

Avda. de Bruselas, 14  
28108 Alcobendas, Madrid