

Sector: Auto

## VOLKSWAGEN

Precio Objetivo: 299,3 €  
 Recomendación: Comprar  
 Potencial ord./pref.: 4%/47%  
 Analista: Esther Gutiérrez de la Torre Coll, CFA

*Los volúmenes caen pero los objetivos de rentabilidad permanecen intactos*

### Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €): 127.081 M€  
 Último ord./pref.: 287€/204€  
 N° Acciones (M.): 501 M acc.  
 Cód. Bloomberg ord./pref.: VOW GRVOW3 GY

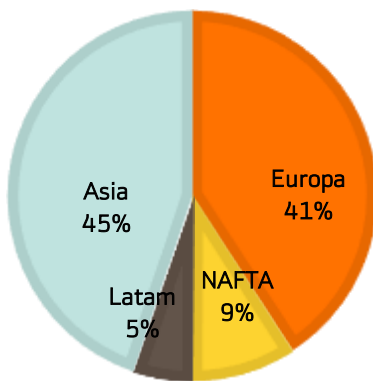
Detalle cifras*	3T20	3T21	Var. a/a	Estimaciones
Unidades	2,61	1,97	-24,5%	
Ingresos	59.355	56.931	-4,1%	54.033
EBIT	3.183	2.595	-18,5%	2.490
Margen EBIT	5,4%	4,6%		
BNA	2.751	2.903	5,5%	1.622
Margen Beneficio	4,6%	5,1%		

\*Cifras en millones de euros

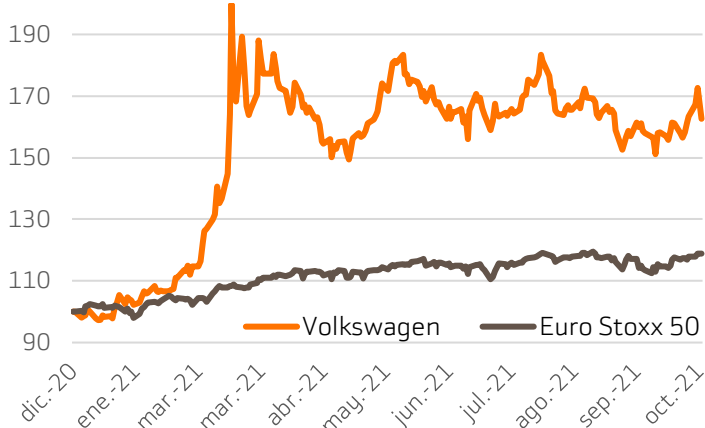
Principales ratios	2020	2021e	2022e	2023e
PER*	10,2 x	10,8 x	9,2 x	8,0 x
Rent. dividendo*	2,8%	2,8%	3,3%	3,8%
BPA (€/acc)	16,62	26,80	31,28	36,26
DPA (€/acc)	4,80	8,04	9,38	10,88
DN negocio industrial		Caja neta		
ROE	6,5%	9,8%	10,5%	11,3%

\*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)



*El trimestre resulta más complejo de lo inicialmente estimado. La escasez de semiconductores se agudiza y los niveles de producción caen con fuerza. La demanda aumenta, pero la oferta se contrae. Volkswagen se ve obligada a reducir su estimación de entregas en el conjunto del año, pero mantiene intacto su objetivo de rentabilidad. Una prueba más de su capacidad para aumentar precios. Con ello, revisamos nuestras estimaciones. Las recortamos para este ejercicio, pero las mejoramos a futuro. Al final la demanda no desaparece, simplemente se retrasa. Nuestro precio objetivo cae ligeramente hasta 299,3€ desde 303,7€. El potencial de revalorización desde los niveles actuales de cotización es de +4% para las acciones ordinarias y +47% para las preferentes (+18% aprox. en términos de capitalización). Por tanto, nuestra recomendación permanece en Comprar.*

Volkswagen consigue batir las estimaciones de consenso en un trimestre realmente complicado para la automoción. **La escasez de semiconductores empeora más de lo estimado a lo largo del tercer trimestre y los volúmenes de producción sufren en consecuencia.** Por ello, las cifras muestran caídas en la comparación interanual. Como referencia, IHS revisó a la baja recientemente sus estimaciones de producción global: -7,3% este año (hasta 74,8M), -9,1% hasta (83M) en 2022 y -1,1% en 2023 (92M). Con ello, el mercado no recuperaría los niveles de producción de 2019 (89M) hasta 2023.

Sufren más las marcas de volumen que las *premium* (Porsche o Audi). Algo lógico. En este contexto los fabricantes priorizan la producción de vehículos con mayores márgenes.

La evolución de las ventas de eléctricos puros sigue siendo remarcable. En el trimestre las entregas aceleran +109% hasta 122.100 unidades.

**La Compañía se ve obligada a recortar sus estimaciones de ventas de vehículos para el conjunto del año.** Ahora prevé que quedarán en línea con el año pasado en lugar de superarlas, como estimaba previamente. **Pese a ello confirma su objetivo de margen EBIT (6,0%/7,5%).** Una prueba de que **estamos ante un problema de oferta y no de demanda**, como reitera Volkswagen en estos resultados. No solo la escasez de chips pesa sobre los niveles de fabricación, sino que influyen otros factores como los rebrotes del virus en Asia o las disrupciones en la cadena de suministro.

En este contexto **revisamos a la baja nuestras estimaciones para el conjunto de año, pero las mejoramos para próximos ejercicios.** Al final la situación actual conduce a un retraso de demanda, no a una desaparición de la misma. Con ello, **nuestro precio objetivo cede ligeramente, hasta 299,3€ desde 303,7€.** El potencial de revalorización desde los niveles actuales de cotización es de +4% para las acciones ordinarias y +47% para las preferentes (+18% aprox. en términos de capitalización). Por tanto, **nuestra recomendación permanece en Comprar.**

A futuro, y más allá de los riesgos del contexto actual, Volkswagen insiste en la necesidad de seguir reduciendo costes, mejorando productividad e incrementando eficiencia para poder contrarrestar la competencia de fabricantes como Tesla, 100% dedicados al motor eléctrico.

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	240.715	258.768	274.294	282.523	288.174	291.055	5%
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	39.875	43.738	47.561	49.586	51.572	52.282	6%
Margen EBITDA	15,5%	16,4%	16,5%	16,6%	16,9%	17,3%	17,6%	17,9%	18,0%	
EBIT	13.920	16.960	9.675	16.453	19.010	21.835	23.273	24.684	25.153	17%
Margen EBIT	5,9%	6,7%	4,3%	6,8%	7,3%	8,0%	8,2%	8,6%	8,6%	
BAI	15.643	18.356	11.666	18.515	21.608	25.054	26.853	28.641	29.083	16%
BNA	<b>11.828</b>	<b>13.347</b>	<b>8.333</b>	<b>13.434</b>	<b>15.678</b>	<b>18.178</b>	<b>19.483</b>	<b>20.780</b>	<b>21.101</b>	17%
Tasa variación interanual		12,8%	-37,6%	61,2%	16,7%	15,9%	7,2%	6,7%	1,5%	

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	302.796	317.692	332.980	346.515	359.493	371.803
Activo Circulante	183.535	187.463	194.945	162.979	173.077	180.543	184.500	185.768	187.154
<b>Total Activo</b>	<b>458.155</b>	<b>488.071</b>	<b>497.114</b>	<b>465.775</b>	<b>490.768</b>	<b>513.523</b>	<b>531.015</b>	<b>545.260</b>	<b>558.956</b>
FFPP	117.117	121.781	127.049	136.453	147.427	160.152	173.790	188.336	188.336
Minoritarios	225	1.870	1.734	1.120	1.210	1.315	1.427	1.546	1.546
Pasivo no corriente	71.720	82.940	88.113	80.439	84.755	88.685	91.705	94.166	96.531
Deuda financiera	190.882	201.469	203.457	163.255	167.821	169.313	166.941	161.647	170.911
Pasivo Corriente	78.211	80.011	76.761	84.508	89.555	94.059	97.151	99.566	101.632
<b>Total Pasivo</b>	<b>458.155</b>	<b>488.071</b>	<b>497.114</b>	<b>465.775</b>	<b>490.768</b>	<b>513.523</b>	<b>531.015</b>	<b>545.260</b>	<b>558.956</b>

## Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	VR
+BNA	15.678	18.178	19.483	20.780	21.101	151.172
+Amortizaciones	24.728	25.726	26.314	26.888	27.128	
+Gastos Financieros *(1-t)	1.053	1.066	1.045	1.011	1.093	
- Inversiones en activos fijos	34.934	37.030	38.141	38.903	39.292	
- Inversiones en circulante	6.882	5.919	3.137	2.154	1.099	
= CFL Operativo	<b>-357</b>	<b>2.021</b>	<b>5.564</b>	<b>7.622</b>	<b>8.932</b>	

WACC	7,0%
g	1,0%
EV	126.128 M€
- Deuda Neta(negocio industrial)	-25.642 M€
- Minoritarios	1723 M€
EqV	150.047 M€
Nº acciones	501 M
Estimación DCF	<b>299,3 €/acción</b>

## Método de valoración:

Establecemos un precio objetivo de 299,3€/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 +4% para las acciones ordinarias y +47% 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%	330,2	342,5	355,9	370,8	387,4	405,8	426,6
6,1%	313,9	324,8	336,7	349,7	364,2	380,2	398,0
6,4%	299,2	308,9	319,5	331,0	343,7	357,7	373,2
6,7%	285,9	294,6	304,1	314,3	325,5	337,8	351,4
7,0%	273,9	281,7	290,1	<b>299,3</b>	309,3	320,2	332,1
7,3%	262,8	269,9	277,5	285,8	294,7	304,4	314,9
7,6%	252,7	259,1	266,0	273,5	281,5	290,2	299,6
7,9%	243,4	249,2	255,5	262,2	269,5	277,3	285,7
8,2%	234,8	240,1	245,9	252,0	258,5	265,6	273,2

## Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

Fecha	Recomendación	Precio Objetivo
04/08/2021	Comprar	303,70 €
10/05/2021	Comprar	302,90 €
22/03/2021	Comprar	327,60 €
30/10/2020	Mantener	146,70 €

## 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://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/analisis/fuentes](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/fuentes)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/analisis/responsabilidad\\_legal](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal)

## 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