

Sector: Auto

## VOLKSWAGEN

Precio Objetivo: 155,1 €  
 Recomendación: Comprar  
 Potencial ord./pref.: 17%/36%  
 Analista: Esther Gutiérrez de la Torre Coll, CFA

*Los resultados de 2023 son mejores de lo que parece a primera vista*

### Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €): 62.596 M€  
 Cierre 13/03/2024 (ord./pref.): 132,8/ 113,8  
 N° Acciones (M.): 501 M acc.  
 Cód. Bloomberg ord./pref: VOW GR/VOW3 GY

Detalle cifras*	2023	2022	Var. a/a	Estimaciones**
Unidades	9,24M	8,26M	11,8%	
Ingresos	322.284	279.232	15,4%	315.886
EBIT	22.576	22.124	2,0%	22.414
Margen EBIT	7,0%	7,9%		
BNA	16.599	14.867	11,6%	15.690
Margen Beneficio	5,2%	5,3%		

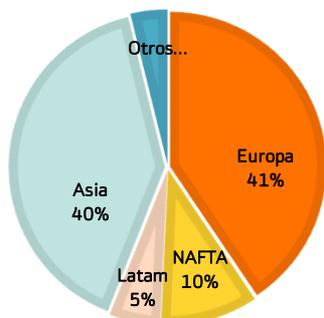
\* Cifras en millones de euros

\*\* Consenso Bloomberg

Principales ratios	2023e	2024e	2025e	2026e
PER*	3,4 x	3,6 x	3,5 x	3,3 x
Rent. dividendo*	8,1%	8,3%	8,6%	9,0%
BPA (€/acc)	33,11	31,65	32,46	34,06
DPA (€/acc)	9,00	9,49	9,74	10,22
DN negocio industrial		Caja neta		
ROE	8,7%	7,9%	7,6%	7,5%

\*2023 con cotización accs. preferentes cierre de año. 2024/25/26 con última cotización DN del negocio industrial excluye efecto de leasings

### Distribución ventas de vehículos



### Evolución bursátil (base 100)



*Los resultados de 2023 son positivos, pero no convencen al mercado. En nuestra opinión, la reacción es demasiado negativa e irá corrigiendo progresivamente. De hecho, tras estas cifras mejoramos nuestras previsiones para las ventas, que nos han sorprendido positivamente en 2023. 2024 mostrará una evolución de "peor a mejor". El primer semestre estará impactado por el lanzamiento de nuevos modelos y los problemas logísticos que persisten en ciertas marcas. Habrá que esperar al segundo semestre para ver un repunte de los márgenes. Seguimos pensando que Volkswagen ofrece una oportunidad en términos de valoración (como referencia, PER 2024 de 3,6x). En concreto, nuestro precio objetivo avanza hasta 155,1€ (desde 151,6€) y nuestra recomendación permanece en Comprar.*

Las cifras de 2023 son positivas, superan estimaciones y cumplen con las guías anuales en entregas, ingresos y margen EBIT. Pese a ello, la reacción en mercado ha sido muy negativa. En nuestra opinión por cuatro motivos:

(i) **El margen EBIT cerró 2024 en 7,0% vs. 7,9% en 2022.** Sin embargo, la Compañía ya había anticipado en el 3T que quedaría en torno a 7,0%/7,3%. Nuestras estimaciones apuntaban a un margen de 7,0%, tal y como ha sucedido.

(ii) **Las guías para 2024 parecen demasiado prudentes, pero en realidad no lo son.** Volkswagen estima un crecimiento de +5% en ingresos y un margen EBIT entre 7,0%/7,5%. Es una visión similar a la de otros fabricantes como Stellantis o Mercedes, que esperan un 2024 complicado, e incluso supera las estimaciones de producción para el conjunto del ejercicio, que apuntan a un año plano en volúmenes.

(iii) **Preocupa la evolución en China.** Volkswagen está dispuesta a perder cuota de mercado este año y el próximo y preocupa el impacto en ventas porque China supone un 36% de las entregas anuales. Pensamos que es una estrategia apropiada. En un contexto de sobrecapacidad y guerra de precios favorecer la calidad frente al volumen ayuda a proteger los márgenes.

(iv) **La Compañía ha mejorado su dividendo** tanto para las acciones ordinarias como para las preferentes (en 0,30€, hasta 9,0€ y 9,06€ acción respectivamente; rentabilidad por dividendo 6,8% y 8,0%). Sin embargo, otros competidores han anunciado medidas más atractivas como elevados programas de recompra de acciones y quizás el mercado esperaba algo similar (no era nuestro escenario).

Tras estas cifras, revisamos nuestras estimaciones. Mejoramos nuestras previsiones para ventas, que nos han sorprendido positivamente en 2023. Eso sí, 2024 mostrará una evolución de "peor a mejor". El primer semestre estará impactado por el lanzamiento de nuevos modelos, y los costes asociados a los mismos, y los problemas logísticos que persisten en ciertas marcas.

**Nuestro precio objetivo avanza hasta 155,1€ (desde 151,6€) y nuestra recomendación permanece en Comprar.** Reiteramos que Volkswagen no está entre nuestras principales preferencias en el sector, que siguen centradas en el segmento lujo (Ferrari, Mercedes o BMW). Sin embargo, consideramos que ofrece una oportunidad en términos de valoración (como referencia, PER 2024 de 3,6x).

Cifras en millones de euros

## Resumen Cuenta de Pérdidas y Ganancias

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TAMI'23-'28
Ingresos	222.884	250.200	279.232	322.284	335.175	341.879	348.716	352.204	355.726	2%
Margen Bruto	17,5%	18,9%	18,7%	18,9%	18,7%	18,7%	18,7%	18,7%	18,7%	
EBITDA	36.745	46.748	52.794	50.859	53.159	53.954	55.030	55.857	56.693	2%
Margen EBITDA	16,5%	18,7%	18,9%	15,8%	15,9%	15,8%	15,8%	15,9%	15,9%	
EBIT	9.675	19.275	22.124	22.576	23.699	24.202	25.234	26.088	27.043	4%
Margen EBIT	4,3%	7,7%	7,9%	7,0%	7,1%	7,1%	7,2%	7,4%	7,6%	
BAI	11.666	20.126	22.043	23.194	23.798	24.408	25.609	26.637	27.618	4%
BNA	8.333	14.843	14.867	16.599	15.865	16.271	17.072	17.757	18.411	2%
Tasa variación interanual		78,1%	0,2%	11,6%	-4,4%	2,6%	4,9%	4,0%	3,7%	
TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento										

## Resumen Balance de Situación

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Activo No Corriente	302.169	328.261	340.464	360.695	387.056	400.976	415.876	430.256	454.455
Activo Circulante	194.945	200.348	224.308	239.643	212.258	217.190	221.523	222.994	224.606
Total Activo	497.114	528.609	564.772	600.338	599.315	618.166	637.399	653.250	679.061
FFPP	127.049	144.449	165.377	175.694	186.799	198.189	210.139	222.569	235.457
Minoritarios	1.734	1.705	12.950	14.218	15.117	16.038	17.005	18.011	19.054
Pasivo no corriente	88.113	86.443	81.715	82.229	99.528	102.659	105.853	108.486	112.772
Deuda financiera	203.457	210.202	205.185	232.799	191.143	191.554	191.616	189.077	193.067
Pasivo Corriente	76.761	85.810	99.545	95.398	106.728	109.726	112.785	115.107	118.710
Total Pasivo	497.114	528.609	564.772	600.338	599.315	618.166	637.399	653.250	679.061

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

	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	VR
+BNA	15.865	16.271	17.072	17.757	18.411	59.479
+Amortizaciones	29.461	29.752	29.796	29.769	29.650	
+Gastos Financieros *(1-t)	1.904	1.878	1.856	1.817	1.879	
- Inversiones en activos fijos	45.249	42.735	43.590	44.025	44.466	
- Inversiones en circulante	780	2.234	2.279	1.162	1.174	
= CFL Operativo	1.201	2.932	2.856	4.155	4.300	

WACC	8,3%
g	1,0%
EV	51.681 M€
- Deuda Neta (negocio industrial)	-40.289 M€
- Minoritarios	14.218 M€
EqV	77.752 M€
Nº acciones	501 M
Estimación DCF	155,1 €/acción

## Método de valoración:

Establecemos un precio objetivo de 155,1€/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 +17% para las acciones ordinarias y +36% 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%
7,1%	165,4	169,0	172,9	177,1	181,7	186,6	192,1
7,4%	160,3	163,5	167,0	170,8	174,9	179,4	184,2
7,7%	155,5	158,5	161,7	165,1	168,8	172,8	177,1
8,0%	151,2	153,9	156,8	159,9	163,2	166,8	170,7
8,3%	147,1	149,6	152,3	155,1	158,1	161,4	164,9
8,6%	143,4	145,7	148,1	150,7	153,5	156,4	159,6
8,9%	139,9	142,0	144,3	146,6	149,1	151,8	154,7
9,2%	136,7	138,6	140,7	142,9	145,2	147,6	150,3
9,5%	133,7	135,5	137,3	139,4	141,5	143,7	146,1

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

(1) Fecha y hora de finalización de la elaboración de la recomendación y de su difusión

## Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

Fecha	Recomendación	Precio Objetivo
02/11/2023	Comprar	151,60 €
16/08/2023	Comprar	187,50 €
10/05/2023	Comprar	198,90 €
04/04/2023	Comprar	198,90 €

## 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](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](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

Carlos Pellicer - Alimentación

Rafael Alonso - Bancos

Aránzazu Bueno - Eléctricas

Aránzazu Cortina - Industriales

Pedro Riberio - Químicas

Pedro Echeguren - Farma & Salud

Pilar Aranda - Petróleo & Aerolíneas

Esther Gutiérrez de la Torre - Autos

Juan Tuesta - Construcción & Tecnología

Jorge Pradilla - Logística

Elena Fernández-Trapiella - Consumo&Lujo

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