

Акции Volkswagen остаются выигрышной сделкой для инвесторов

Рекомендация:	Покупать
Целевая цена:	240 EUR
Текущая цена:	194 EUR
Потенциал роста/падения:	24%
ISIN:	DE0007664039

В конце октября немецкий автомобилестроитель Volkswagen опубликовал благоприятные квартальные результаты, и мы повысили целевую цену привилегированных акций Volkswagen до 240 евро. С начала года суммарные продажи транспортных средств увеличились на 4,8% г/г до 7,18 млн ед., и компании удалось расширить долю на рынке пассажирских авто до 12,7% с 12,6%. За первые 3 квартала выручка повысилась в на 1% до 145,67 млрд евро благодаря динамичному росту спроса в Азии и Северной Америке, где количество проданных автомобилей подскочило на 16% и 9,1% соответственно. Европейский рынок по-прежнему пребывает в стагнации, но мы надеемся, что в дальнейшем экономический подъем, начавшийся в этом году, будет способствовать повышению спроса на автомобили. В целом мы расцениваем результаты как умеренно позитивные, и считаем, что привилегированные акции Volkswagen – это выигрышная сделка для долгосрочных инвесторов.

Рыночные показатели	
Рыночная капитализация, млрд EUR	87,3
P/E	11,1
P/B	1,02
EV/EBITDA	6,86
Основные показатели за 9м 2013	
Выручка, ttm, млрд EUR	194,1
EBITDA, ttm, млрд EUR	23,7
EBITDA маржа	12,2%
Чистая прибыль, ttm, млрд EUR	8,4
Маржа чистой прибыли	4,3%
Чистый долг, LFI, млрд EUR	94,7

Ключевые события Volkswagen в 3 кв. 2013 г.

- ✓ Audi представил новый **A3 Cabriolet** и **A3 Sportback e-tron** с гибридным приводом с зарядкой от электросети;
- ✓ Ряд Porsche пополнился новыми гибридными моделями **918 Spyder** и **Panamera S E-Hybrid**;
- ✓ В модельном ряду SKODA появилась новинка **Rapid Spaceback**;
- ✓ Состоялась мировая премьера новой модели **SEAT LEON ST**;
- ✓ Китай становится ключевым рынком для Volkswagen. В сегменте пассажирских авто продажи в Китае увеличились на 17,7% до 2,36 млн ед. при том что в странах Зап. Европы было продано 2,06 млн автомобилей.

	9м 2013	9м 2012	Изменение, %
Европа/ др. страны	2 788 983	2 796 069	-0,3%
Зап. Европа	2 060 121	2 103 096	-2,0%
Германия	774 933	796 233	-2,7%
Центрально-Вост. Европа	441 745	449 033	-1,6%
Другие	287 117		
Сев. Америка	657 409	602 571	9,1%
США	463 186	431 581	7,3%
Южная Америка	562 405	644 144	-12,7%
Азиатско-тихоокеанский регион	2 615 539	2 254 744	16,0%
Китай	2 357 228	2 003 282	17,7%
Всего	6 624 336	6 297 528	5,2%

Источник: Volkswagen, расчеты ИК ФИНАМ

- ✓ В расчете на значительное увеличение платежеспособного спроса в Китае, в сентябре и августе Volkswagen открыл несколько заводов в разных частях страны. Так, например, в августе был открыт завод по производству двигателей FAW Engine в Чанчуне с годовой производственной мощностью 300 тыс двигателей. FAW Engine расположен в непосредственной близости с транспортным заводом, и предполагается, что в

будущем завод будет поставлять высокоэффективные двигатели для Audi и Volkswagen. В сентябре в рамках совместного предприятия FAW-Volkswagen начал работу завод в южном Китае, который на первом этапе развития может выпускать около 300 тыс автомобилей Audi и Volkswagen в год, и в два раза больше в среднесрочном периоде.

Отметим также, что среди компаний немецкого автопрома у Volkswagen самая высокая доля выручки, приходящаяся на Азию - 39% против 29% BMW и 24% Daimler.

В целом продажи транспортных средств, включая коммерческие, увеличились на 4,8% до 7,185 млн ед., а выручка повысилась на 1% до 145,67 млрд евро. При этом операционная прибыль снизилась на 3,4% до 8,56 млрд евро, что было связано с увеличением общих и коммерческих расходов на 1,17 млрд евро суммарно, а также отчислениями в резервы на непредвиденные расходы на сумму сотни миллионов евро.

Снижение чистой прибыли до 6,7 млрд евро с 20,06 млрд евро было обусловлено эффектом высокой базы в прошлом году, когда переоценка активов и интеграция Porsche резко повысили прибыль.

млн EUR	9m 2013	9m 2012	Изменение, %
Выручка	145 673	144 226	1,0%
Себестоимость	-118 625	-117 015	1,4%
Валовая прибыль	27 048	27 211	-0,6%
Дистрибьюторские расходы	-14 255	-13 590	4,9%
Общие расходы	-4 858	-4 351	11,7%
Прочие доходы/расходы	624	-413	-251,1%
Операционная прибыль	8 559	8 857	-3,4%
Доналоговая прибыль	9 399	22 957	-59,1%
Налог на прибыль	-2 697	-2 805	-3,9%
Чистая прибыль акционеров	6 714	20 059	-66,5%
Долг, всего	121 140	117 663	3,0%
Чистый долг	94 740	99 175	-4,5%
Debt/equity	1,38	1,44	-4,0%

Источник: Volkswagen, расчеты ИК ФИНАМ

Volkswagen активно наращивает инвестиционную программу в автомобильном сегменте, и с начала года капитальные инвестиции и расходы на R&D суммарно составили 14,9 млрд евро или 10,2% от выручки. Для сравнения в прошлом году на эти цели было потрачено 12,94 млрд евро или 9% от продаж.

Определенно позитивными моментами являются увеличение дивидендных выплат в первые 3 кв до 1 639 млн евро с 1 406 млн евро в прошлом году, а также снижение долговой нагрузки. Величина чистого долга уменьшилась на 4,4 млрд евро до 94,74 млрд евро, а коэффициент D/E снизился до 1,38% с 1,44% на конец 2012 г. При этом отметим, что согласно данным Reuters показатель D/E Volkswagen ниже, чем у конкурентов BMW и Daimler – 1,41 против 2,05 и 1,77 соответственно.

С начала года акции Volkswagen выросли на 12%, отстав от индекса DAX (+20%). На данном этапе это одна из самых дешевых бумаг в индексе по P/B: акции продаются практически по балансовой стоимости с P/B = 1,02. По основным мультипликаторам акции недооценены по отношению к мировым аналогам в среднем на 25%, что мы считаем не вполне справедливым, учитывая положительную долгосрочную динамику продаж и успехи компании на китайском рынке.

	P/E basic	EV/EBITDA	EV/Sales	P/B	P/S	P/CFO
Volkswagen прив.	11,10	6,86	0,91	1,02	0,45	3,84
Медиана	10,94	9,02	0,92	1,40	0,59	5,82

Источник: Thomson Reuters, расчеты ИК ФИНАМ

Мы полагаем, что значительная доля выручки, поступающая с азиатского рынка, вкупе со сравнительно низкой долговой нагрузкой помогут Volkswagen пережить стагнацию европейского рынка, и дисконт по отношению к аналогам не вполне оправдан. По нашим оценкам, недооцененность бумаг станет одним из главных драйверов роста привилегированных акций Volkswagen в среднесрочном периоде. Увеличению интереса к акциям компаний немецкого автопрома будет также способствовать оживление экономического роста в Европе. В перспективе 12 месяцев мы ожидаем повышения привилегированных акций Volkswagen до отметки 240 евро.



Настоящий материал и содержащиеся в нем сведения предназначены для клиентов «Инвестиционного Холдинга «ФИНАМ». Представленная информация подготовлена на основе источников, которые, по мнению авторов данного аналитического обзора, являются надежными, но при этом отражает исключительно мнение авторов относительно анализируемых объектов. Несмотря на то, что настоящий обзор был составлен с максимальной возможной тщательностью, ни его авторы, ни ЗАО «ФИНАМ» не заявляют и не гарантируют ни прямо, ни косвенно его точность и полноту. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, являются суждением на момент публикации настоящего аналитического обзора и могут быть изменены без предупреждения. Ни ЗАО «ФИНАМ», ни его сотрудники не несут ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате использования настоящего материала либо в какой-либо другой связи с ним. Копирование, воспроизводство и/или распространение настоящего материала, частично или полностью, без письменного разрешения ЗАО «ФИНАМ» категорически запрещено.