



## **VALORACIÓN GRUPO VOLKSWAGEN**

**Autor: Rocío Herranz González**

**Director: Ángeles Zatarain**

**Coordinador del Máster: Jose María Fernández-Rico**

**Titulación: Máster en Finanzas**

**Fecha: 7 de julio de 2014**

# ÍNDICE

ÍNDICE .....	2
BLOQUE I INTRODUCCIÓN .....	3
1.1 INTRODUCCIÓN .....	4
1.2 ¿POR QUÉ VOLKSWAGEN? .....	4
1.3 OBJETIVOS .....	6
1.4 METODOLOGÍA .....	6
1.5 SECTOR AUTOMOVILÍSTICO .....	8
BLOQUE II GRUPO VOLKSWAGEN .....	16
2.1 CATALIZADORES .....	17
2.2 EXPOSICIÓN GEOGRÁFICA .....	33
2.3 ANÁLISIS .....	37
a. ESTADO DE RESULTADOS: .....	37
b. BALANCE: .....	39
c. <i>CASH FLOW</i> : .....	41
2.4 VALORACIONES .....	42
a. MODELO DE DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA .....	42
b. PRECIO / VALOR CONTABLE x 1 .....	50
c. VALORACIÓN TOTAL .....	51
d. VALORACIÓN COMPARATIVA .....	51
2.5 RATIOS Y RETRIBUCIONES .....	54
a. ROCE .....	54
b. RATIOS .....	55
c. RETRIBUCIÓN AL ACCIONISTA .....	57
d. ANÁLISIS TÉCNICO .....	58
2.6 INVESTIGACIÓN DE ANALISTAS .....	59
BLOQUE III CONCLUSIONES .....	61
3.1 CONCLUSIÓN .....	62
3.2 REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....	63
ANEXO .....	66

## **BLOQUE I INTRODUCCIÓN**

## 1.1 INTRODUCCIÓN

El grupo Volkswagen, con sede en Wolfsburg, Alemania, es uno de los líderes mundiales y el líder europeo en la fabricación de coches. El grupo está compuesto por 12 marcas de 7 países europeos, cada una con su propio carácter y actuando de manera independiente: Volkswagen Passenger Cars, Audi, Seat, Škoda, Bentley, Bugatti, Lamborghini, Porsche, Ducati, Volkswagen Commercial Cars, Scania y MAN. Estas 12 marcas se han ido uniendo al grupo desde 1965, cuando Volkswagen compró Auto Union GmbH (actual Audi). La variedad de producto en este grupo es enorme y va desde los coches hasta las motos, pasando por los camiones. Además, cada marca abarca un diferente segmento de mercado, tocando la totalidad de ellos. Esta gran variedad de producto le ha permitido vender 10 millones de coches en 2013, un 4% más que en 2012.

Igualmente hay que destacar que Volkswagen también ofrece servicios financieros cuyo objetivo es ayudar al cliente con productos financieros como leasing o aseguramiento. El grupo Volkswagen cuenta con más de 100 plantas de producción en Europa, América, Asia y África.

Consumidores, empresas y gobiernos están afrontando la era digital. Los modelos de negocio tradicionales se enfrentan a grandes limitaciones tras el acceso de la más reciente y revolucionaria tecnología, la continua aparición de nuevos contenidos y las nuevas formas de consumo. Empresas con fuertes modelos de negocios tradicionales y profundo conocimiento de la industria se enfrentan a nuevos retos, colocándose Volkswagen en la cabeza del pelotón.

## 1.2 ¿POR QUÉ VOLKSWAGEN?

Literalmente, la palabra "Volkswagen" significa el "coche del pueblo." En Alemania, la idea del coche para el pueblo no era nueva. Antes de los años 30, se habían producido muchos esfuerzos para crear coches sencillos para poder ser producidos internamente, pero ninguno resultó del todo satisfactorio. Casi todos los coches anteriores a 1930

fueron diseñados de forma sencilla para que pudieran ser adquiridos por la clase obrera, pero todos superaban el salario anual del trabajador medio. El sector automovilístico es de suma importancia en la salud económica de un país, y es por eso que con la crisis que padecemos hizo llamar mi atención una empresa tan importante como es el Grupo Volkswagen. En España, por ejemplo, el sector del automóvil representa el 10% del Producto Interior Bruto (PIB) y el 17,7% del total de las exportaciones. Además, el sector genera 300.000 empleos directos, según datos del ICEX, Instituto Español de Comercio Exterior.

España, con sus 17 plantas, -de un total de 169 fábricas en Europa- es el primer fabricante europeo de vehículos industriales, por delante de Francia y Alemania, y el segundo mayor fabricante de automóviles de Europa. Por su parte, el sector de fabricantes de componentes y equipos para automoción está integrado por un millar de empresas, con una facturación de más de 27.000 millones de euros, de los que el 60% corresponde a exportaciones. También hay que destacar el elevado índice de inversión en I+D del sector, un 12% del total con 1.600 millones de euros, lo que coloca a las fábricas españolas a la vanguardia de la industria por su alto grado de automatización.

En 2013 el sector automovilístico se ha beneficiado de un crecimiento, las exportaciones ligadas a la fabricación de vehículos ascendieron en 2013 a más de 37.000 millones de euros, que es el equivalente a un 3% del PIB español. Aun así, las matriculaciones en nuestro país, aunque se encuentran aún muy lejos de las cotas previas a la crisis, muestran signos de reactivación. En total, se calcula que han incrementado la actividad económica en más de 6.000 millones de euros y han generado una recaudación fiscal de cerca de 2.000 millones. Por lo tanto el sector automovilístico puede ser un antecedente de una lenta recuperación de la crisis actual. Ahora que ya conocemos el motivo de escoger una empresa dedicada a este sector es necesario revelar el motivo de escoger Volkswagen, la marca automovilística alemana cerró el primer semestre del año como líder del mercado español con 42.277 unidades matriculadas, un 26,3% más, mientras que el modelo más vendido en este período fue

el Seat Ibiza, con 16.537 unidades un 20,7% más, según datos de las asociaciones de fabricantes (Anfac), concesionarios (Faconauto) y vendedores (Ganvam). Y es que Volkswagen no solo es líder en España, ocupa el segundo puesto a nivel mundial y ha sido calificado como la empresa automotriz más sustentable del mundo.

La empresa alemana, está muy diversificada dentro del mundo del automóvil y es de gran ambición, se puede observar en las últimas compras realizadas como son Scania y Porsche, con estas dos ya son 12 marcas que pasan desde los coches, hasta las motos y los camiones.

### 1.3 OBJETIVOS

La finalidad del presente trabajo es:

- Evaluar los resultados del grupo.
- Conocer los márgenes con los que opera el grupo.
- Calcular los principales ratios y su rentabilidad futura.
- Hallar un adecuado método de valoración de la empresa, y hallar el valor intrínseco de la compañía.
- Conocer el estado de las inversiones e identificar cuáles son los factores clave en la creación de valor.

Con todo ello se intentará conocer de manera más detallada y profunda el núcleo de esta compañía, y el porqué de su exponencial éxito.

### 1.4 METODOLOGÍA

Volkswagen tiene una parte industrial y otra financiera, creo conveniente que para valorar la parte industrial de Volkswagen debemos usar el método Descuento de Flujos de Caja o también conocido en inglés como **Discount Cash Flows (DCF)** y la parte financiera con una valoración de **Precio/Valor Contable**, `ratio al que se considera justa una valoración de un banco.

a) El **DCF** constituye la forma más completa y realista de realizar una valoración de una empresa. Este método analiza y estima los resultados futuros de una empresa para determinar el precio de las acciones o el valor de la empresa en el presente a partir de la actualización de dichos flujos descontándolos a una tasa media ponderada de los recursos financieros utilizados.

Por lo tanto lo más importante de una valoración por DCF es la proyección en el futuro de la cuenta de resultados de la empresa, ya que obliga a conocerlo todo de la empresa y el sector.

b) Para valorar la parte financiera de Volkswagen utilizaremos como dijimos anteriormente **precio/valor contable x 1**, con este método obtenemos el Total de Fondos Propios o Capital. Es el valor que les interesa a los accionistas de una compañía. Es lo que cotiza en Bolsa. Cuando pagamos por una empresa pagamos su capital, su 'equity', entonces p/bv es el precio que tiene en mercado entre el valor en libros de sus activos.

El ratio utilizado es  $1 \times p/bv$  porque sus activos que son principalmente los créditos ya se sabe cuánto te van a dar por ellos, es decir no existe sobrevaloración. Sin embargo en una empresa tecnológica se suele pagar un p/bv más alto dado que sus activos en el futuro van a ser más valiosos, por ejemplo con una patente del coche electrónico. La patente estará valorada en 10€, pero como esperamos que en el futuro valga 100 pues pagaríamos  $10 \times p/bv$ .

También puede darse el caso, de coger un ratio inferior a 1, por ejemplo si hay crédito basura como podría ser a promotoras donde existe el riesgo del impago, pero en Volkswagen no es el caso.

Después de esto sumaríamos cada valoración para obtener la valoración total del Volkswagen.

- c) También calcularemos el **ROCE**, mide la eficiencia y la rentabilidad del capital que se invierte en la empresa, cuanta rentabilidad sacas al negocio en función del dinero invertido.
- d) El **WACC**, es una tasa de descuento que mide el coste de capital, entendido éste como una media ponderada entre la proporción de recursos propios y la proporción de recursos ajenos. Se usa principalmente como tasa de descuento en el modelo de valoración de empresas Descuento de Flujos de caja, que es el utilizado en este trabajo.
- Si el WACC es inferior a la rentabilidad sobre el capital invertido se habrá generado un valor económico agregado, 'EVA' para los accionistas.

## 1.5 SECTOR AUTOMOVILÍSTICO

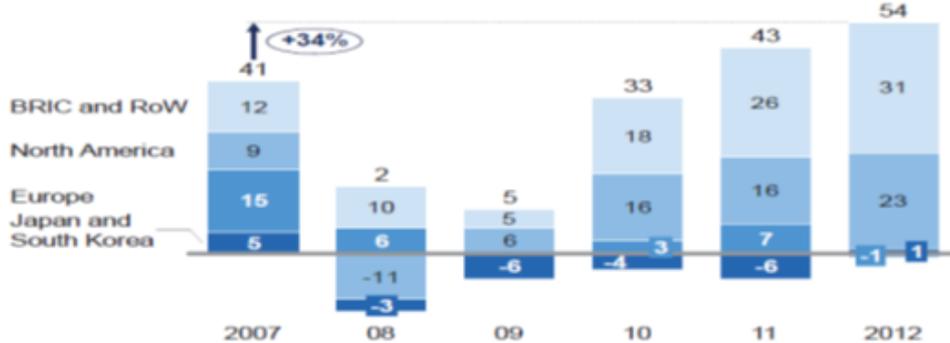
El sector automovilístico es un sector de enorme importancia para la economía, con un total de 12 millones de trabajos en Europa, 8 millones en Estados Unidos y más de 5 millones en Japón. Este sector está experimentando un cambio continuo y los coches de hoy en día poco tienen que ver con los creados por Henry Ford, Ferdinand Porsche o Kiichiro Toyoda. El futuro del sector automovilístico no va a ser igual en todos los países ni en todos los tipos de coche. Por eso hay que diferenciar por países a Europa, excluyendo Rusia, América del Norte (US, Canadá y México), Japón y Corea del Sur, los BRICS (Brasil, Rusia, India y China) y el resto del mundo (RoW). Por tipos de coches hay que diferenciar entre el segmento Premium, con los precios y márgenes más altos, que representa un 10% del mercado, el segmento medio que comprende un 70% de la venta total de coches y el segmento bajo con los coches más baratos y es un 20% del total.

**Por geografía**, en los últimos años se está experimentando un crecimiento importante y se espera que continúe de la misma manera. A nivel global el sector automovilístico se ha recuperado tras años de crisis con unos beneficios en el sector de 54.000 millones de €, muy superiores a los 41.000 millones de € del 2007. Según un informe

de la consultora McKinsey, se espera que estos beneficios lleguen a los 79.000 millones de € en 2020, es decir, casi un 50% más.

**Automotive profits now exceed precrisis levels, but the sources have changed**

Global passenger car profit development by geography<sup>1</sup>  
EUR billions



FUENTE: MCKINSEY AUTOMOTIVE

Aparte del aumento en los beneficios en 2012, lo que resulta más interesante es ver el cambio en la distribución geográfica de estos beneficios. En 2007 los BRIC y RoW representaban un 30% del total del beneficio mientras que en 2012 ha sido un 60%, debido principalmente a un aumento en las ventas del 65%, la mayoría ha sido en China.

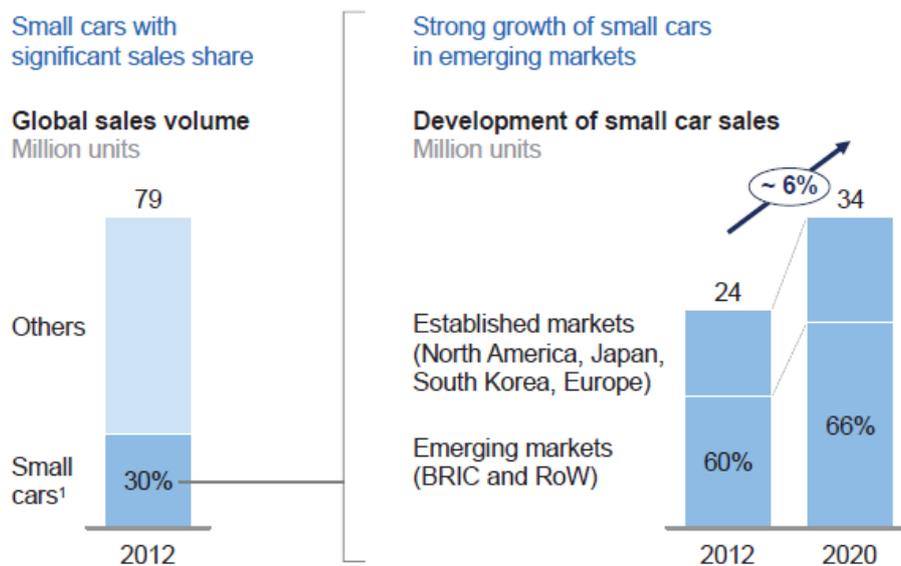
En Europa sin embargo ha pasado lo contrario. En 2007 los beneficios del sector automovilístico en Europa fueron de 15000 millones de €. En 2012 han sido unas pérdidas de 1000 millones de €. Esto se ha debido principalmente a las menores ventas de coches (principalmente por la grave crisis económica y financiera) que han bajado a niveles de 1990, a la sobrecapacidad de la industria automovilística europea y la enorme competencia que ha provocado que los precios apenas hayan aumentado en 15 años. La situación en Japón y Corea del Sur es similar a la de Europa aunque en 2012 consiguieron volver a beneficios tras varios años muy malos. Según McKinsey el crecimiento en Japón no es sostenible debido a que está fundamentado en programas del gobierno que en algún momento terminarán. Por el contrario en US las cosas han mejorado mucho. En 2007 los beneficios eran de 9000 millones de € y en 2012 han

sido de 23000 millones de € con unas ventas históricas en 2012 de 17 millones de unidades.

El cambio ya mencionado en la estructura geográfica de los beneficios del sector se espera que continúe y que los BRICs y RoW representen dos tercios del total en 2020.

**Por segmento**, en la actualidad se espera un gran crecimiento en los tres segmentos pero especialmente en el segmento Premium debido a la continua creación de nuevas fortunas, sobre todo en emergentes, y del segmento bajo, este último en las grandes ciudades de los mercados emergentes.

### Small cars show big potential in emerging markets



<sup>1</sup> Including class A and B with subcompacts, microcars, and superminis  
SOURCE: IHS Automotive; McKinsey

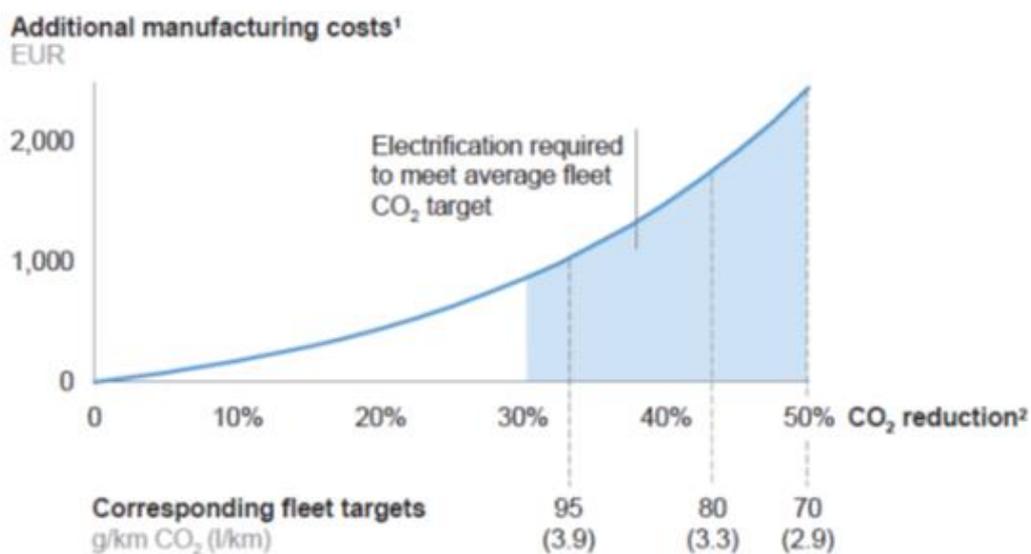
Este cambio en la estructura geográfica es sólo una muestra más del cambio continuo de este sector y hace que los desafíos futuros sean muchos. Los más importantes son:

- **Más complejidad y más costes.** El aumento en la regulación debido a las exigencias medioambientales y de seguridad hace que cada vez sea más complejo y más caro crear coches. Si este aumento de costes no se traduce en un aumento del precio esto va a significar una reducción en otros gastos

importantes como el destinado a la diferenciación del coche. En los últimos 15 años el precio de los coches apenas ha cambiado mientras que el número de extras que se incluyen en él han aumentado. Esto ha provocado una caída en el beneficio por coche vendido. Los nuevos costes por exigencias medioambientales y de seguridad van a aumentar esta caída en el beneficio por coche vendido.

**Tougher emissions regulations will encourage OEMs to invest in e-mobility**

C-CLASS VEHICLES

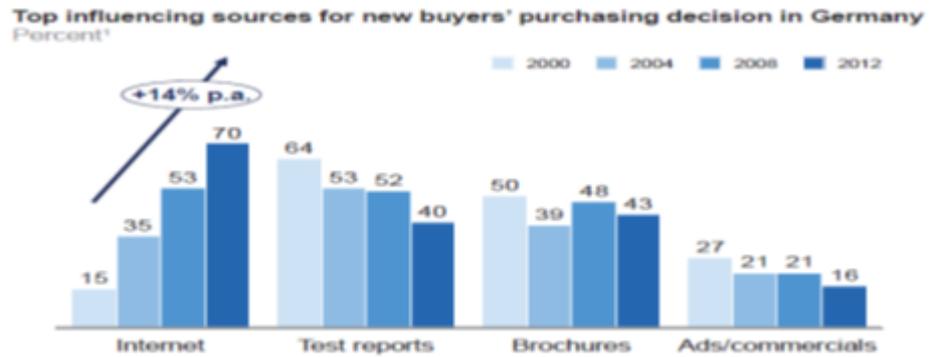


Fuente: McKinsey

- **Cambio en la estructura geográfica.** Como hemos mencionado anteriormente se ha producido un cambio geográfico en la demanda de coches y este cambio se va a mantener al menos hasta 2020. Sin embargo la localización actual de la producción no se ha adaptado a este cambio y lo tendrá que hacer, especialmente en China.
- **Demanda digital.** En la actualidad hemos visto como en determinados sectores, como en el de la moda, se ha producido un cambio brutal en la demanda, que compra cada vez más vía online en vez de en la tienda física. En 2012, 70% de los compradores señalaron Internet como su principal fuente de información a

la hora de comparar entre coches. Hace 5 años los clientes iban una media de 5 veces al concesionario antes de comprarse un coche. Hoy entran al concesionario ya informados y la media de visitas al concesionario es inferior a 2 veces.

**The Internet has become a significant influence on buyers' purchasing decision**



Fuente: McKinsey

- **China.** China va a ser el país dónde más aumenten las ventas y los beneficios. Esto tiene ciertas consecuencias negativas ya que el ya conocido gobierno chino, muy impredecible, puede limitar este potencial. Futuras tasas como las que se pretenden imponer en el sector de lujo o farmacéutico podrían limitar bastante este crecimiento.
- **Mercado de segunda mano.** China es el mercado donde más coches se venden, con 18 millones de unidades vendidas, pero el crecimiento de ventas de coches nuevos se ha reducido desde un 18% de 2006 a 2012 a un 6% de 2012 a 2020. Esto son muchos coches y probablemente sea cada vez más importante el mercado de segunda mano, que, según McKinsey, se espera que crezca a un 20% anual de 2012 a 2020. Este gran aumento tiene que provocar un cambio de negocio en los concesionarios que hoy en día se enfocan principalmente a la venta de coches nuevos.
- **Conectividad.** Una de las características que más valoran los clientes, especialmente los menores de 30 años, a la hora de comprar un coche nuevo es la conectividad. Por conectividad nos referimos a instalar wifi en el coche,

conectar el móvil vía bluetooth, sistemas de navegación...etc. Esta parte es dónde se obtienen los mejores márgenes. Por ejemplo añadir wifi o bluetooth al coche al fabricante le cuesta aproximadamente 50\$ por coche cuando su precio para el cliente es muy superior. Se estima que en 2020 un 20% de los coches estén conectados a internet, sin embargo no será igual en todos los segmentos. En el segmento Premium la penetración será mucho mayor que en el segmento medio y en el bajo. La conectividad tiene un problema al que ya se ha encontrado solución. La tecnología avanza a un ritmo brutal, mucho más rápido que la vida media de un coche. La vida media de un coche es de 7 años mientras que en tecnología la vida media es muy inferior. Para evitar que la tecnología se quede obsoleta los fabricantes de coches tienen previsto ofrecer la posibilidad de poder cambiar la tecnología dentro del coche ya vendido. Esto va a suponer la creación de un nuevo mercado, con unos márgenes superiores y que va a crecer a un ritmo exponencial.

Esta conectividad también permitirá a los fabricantes saber cuántos coches tienen que pasar la revisión, hacer un cambio de aceite...etc. y ofreciendo programas de fidelización captar los clientes de los talleres no oficiales.

## Internet-connected cars are on the rise



Fuente: McKinsey

- **Aumento de las alianzas con proveedores.** Los fabricantes de coches no pueden competir con las empresas tecnológicas a la hora de hacer frente con la rápida evolución de la tecnología por lo que cada vez será más frecuente alianzas de los fabricantes con empresas tecnológicas como Google o Apple para hacer frente a esta nueva tendencia en la demanda. Esto mejorará los márgenes de los fabricantes ya que podrán reducir su gasto en I+D.
- **Reducción de la sobrecapacidad.** El número de competidores, especialmente en el segmento bajo, ha aumentado lo que provoca que el problema de sobrecapacidad se haga más grave. Este problema se ve sobre todo en Europa por lo que se estima que los principales fabricantes de coches reduzcan la capacidad de producción en Europa en 750.000 unidades en 2015. Esta reducción implicará problemas con los gobiernos debido al alto nivel de paro en Europa y a las protestas de los sindicatos pero en EEUU ya se ha avanzado mucho y será un ejemplo a la hora de realizarlo en Europa.

- **Seguridad vial.** Una de las cosas que más se valora a la hora de comprar un coche es, sin duda, la seguridad. En este ámbito se están realizando importantes inversiones que están dando lugar al lanzamiento de extras que permiten avisar al conductor si circulan coches en el famoso punto ciego o si existe cambio a la hora de cambiar de carril. Estos nuevos productos se están incorporando en forma de extras lo que está mejorando los márgenes pero llegará un momento en el que sea una parte más del coche y esto tendrá que implicar una subida en los precios. Además en este ámbito Google ha creado un sistema que puede cambiar la industria, el coche que conduce sólo (ya lleva 1 millón de km sin un solo percance). Este coche interactúa con otros, y a través de señales que se intercambian, son capaces de prever frenadas y evitar accidentes, cosa que el humano no es capaz.
- **Seguridad tecnológica.** Este aumento en la tecnología del coche les hace más vulnerables ante posibles ataques informáticos lo que va a provocar que se tengan que hacer fuertes inversiones en seguridad informática.
- **Cambio en los materiales.** Los materiales utilizados para fabricar un coche tienen una gran importancia en aspectos fundamentales como la velocidad del coche, el consumo de gasolina y las emisiones de CO2. Para mejorar estos tres aspectos fundamentales es necesario bajar el peso de los materiales por lo que los fabricantes de coches utilizan cada vez más fibra de carbono o aluminio y menos acero. La fibra de carbono es mucho más ligera y resistente, sin embargo, es mucho más cara por lo que todo parece indicar que la transición no va a ser radical y acabe en algún material compuesto que sea un poco menos ligero que la fibra de carbono pero más barato.

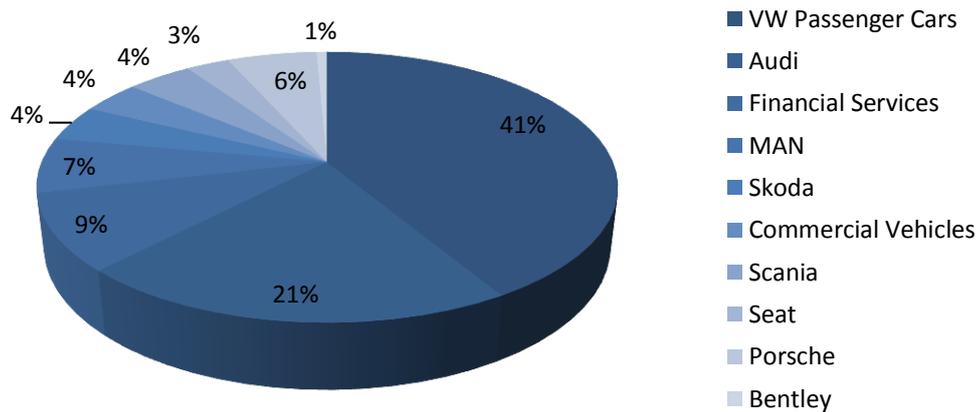
## **BLOQUE II GRUPO VOLKSWAGEN**

## 2.1 CATALIZADORES

Las razones para invertir en el Grupo Volkswagen son:

- **Grupo diversificado.** Como hemos mencionado en la introducción, Volkswagen es un grupo muy diversificado al contar con más de 12 marcas.

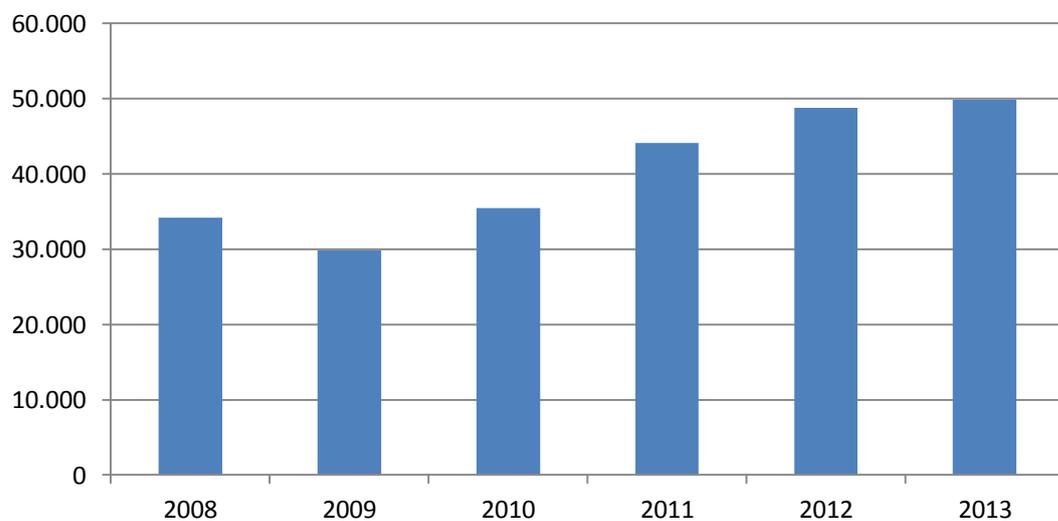
### Ingresos por marcas, 2013



Fuente: Datos de la compañía

Dentro de esa diversificación cuenta con marcas muy sólidas que se encuentran en un momento de subida. Como Audi, Porsche y Škoda.

### Audi, en crecimiento. Ingresos:

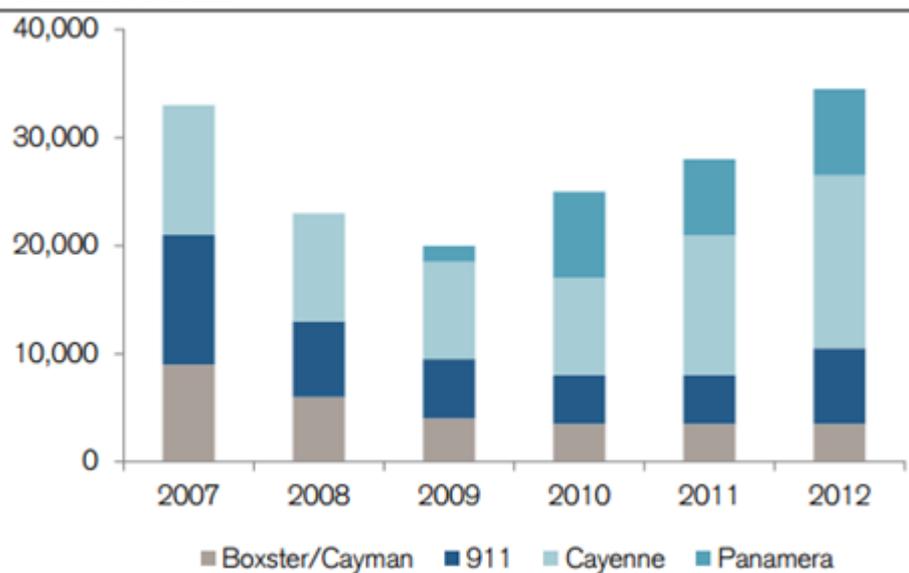


Fuente: Datos de la compañía

La marca **Audi** vendió 1,6 millones de vehículos en el periodo de referencia, superando la cifra récord de 2012 en un 8,3%. Esto significa que, en el 2013, Audi logró su objetivo fijado para 2015 de 1,5 millones de entregas de Audi al año antes de lo previsto. La región de Asia y el Pacífico con un +20.9% y Norte América con un +12.7%, son regiones con un fuerte y rápido crecimiento. Las unidades vendidas en 2013 anunciadas por la marca fueron de 1.3 millones de vehículos, un 3.9% más que el año anterior. Además la unión con la empresa china FAW-Volkswagen hizo vender 411.000 vehículos. Los modelos más vendidos han sido la familia A3, y Q3, Q5 y Q7. Sobre la producción de Audi podemos decir que se han fabricado 1.6 millones de vehículos, que supone un 9.5% más que el año anterior.

### VENTAS DE PORSCHE

Unidades vendidas



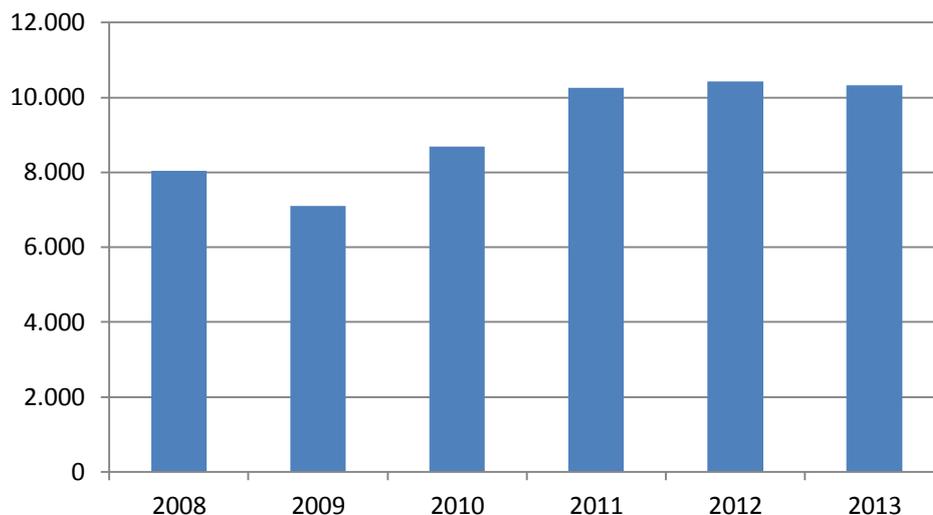
Fuente: Datos de la compañía

Unos 49.9 mil millones de €, fueron los ingresos por ventas en el 2013 que supera el valor del año anterior en un 2,3% a pesar de haber sufrido efectos adversos con el cambio de la moneda. El descenso del beneficio operativo de 5.4 a 5.0 mil millones se debe principalmente a las inversiones iniciales en los nuevos productos y las nuevas tecnologías, el impacto de la expansión sistemática de la red de producción internacional y el entorno de mercado desafiante en muchos lugares. La marca genera un retorno operativo sobre las ventas de 10,1%.

En 2013, la marca **Porsche** persiguió sistemáticamente su proyecto para defender su futuro; modernizó su planta de producción principal en Stuttgart, y amplió el centro de desarrollo en Weissach. Además, ha ampliado significativamente la planta de Leipzig, donde el modelo Macan se está produciendo como quinto modelo de Porsche. Porsche ha vendido en todo el mundo más de 162.000 coches, un 15% más que en 2012. Son unas cifras excelentes, pero sin duda hay que destacar que en el año de su 50 Aniversario, el Porsche 911 ha alcanzado las 30.000 unidades vendidas. Frente a lo que ocurre con otras marcas de lujo en las que China es el mercado principal, en Porsche todavía sigue siendo Estados Unidos, dónde se han entregado en total 42.323 coches durante el pasado año, un 20% más que el año anterior. También hay que destacar el predominio de Porsche en su propio mercado, el alemán. Allí se entregaron el año pasado 20.638 nuevos vehículos. En total en el 2013 se produjeron 820.000 vehículos. Si hablamos de marcas, el Porsche Cayenne, el todoterreno sigue siendo una pieza clave dentro de las ventas de Porsche, ya que con él han alcanzado las 84.000 unidades vendidas. Boxster y Cayman han crecido mucho, lógico teniendo en cuenta que son modelos nuevos. Se registró un año fiscal sumamente exitoso en 2013. Los ingresos por ventas ascendieron a 14.3 mil millones de €, el beneficio operativo fue 2.6 mil millones de €, mientras que las ventas de retorno de explotación ascendieron un 18%.

En el primer trimestre Porsche subió las ventas entre enero y abril un 5,2 %, hasta 54.960 unidades vendidas, respecto al mismo periodo de 2013, sobre todo, en China por el éxito del Gran Turismo Panamera. Además Porsche informó de que las ventas aumentaron en este periodo en Europa un 8,2 %, que supone 17.816 unidades vendidas. Las entregas de Porsche hasta abril aumentaron un 3,8 % en EEUU, que 14.208 unidades, un 5,8 % en Alemania, 7.540 unidades, y un 12,4 % en China, 13.301 unidades. Además, las ventas de Porsche en abril mejoraron un 7 %, hasta el récord de 16.297 unidades.

### Skôda, en crecimiento. Ingresos:



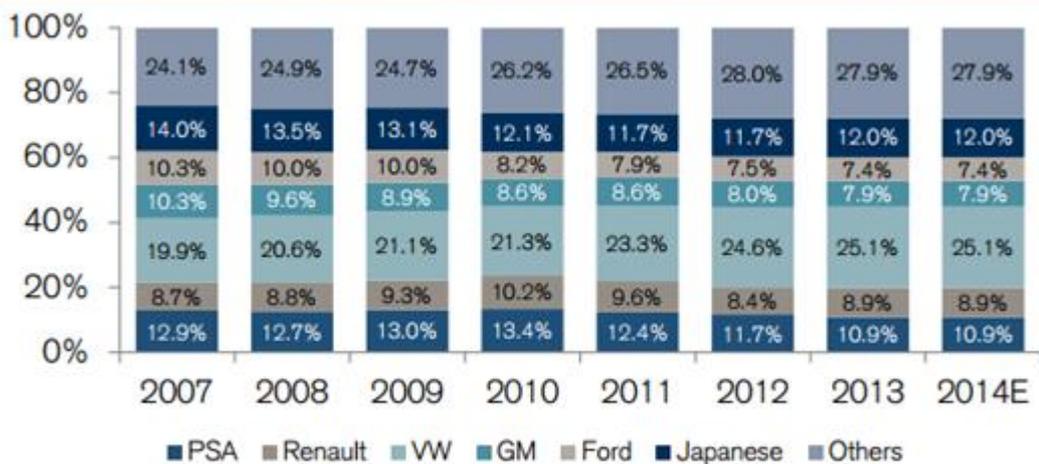
*Fuente: Datos de la compañía*

En 2013, **ŠKODA AUTO** continuó implementando con éxito su estrategia de crecimiento a pesar de ser un año difícil para la industria automovilística. El fabricante registró el segundo mejor año en ventas de sus 118 años de historia corporativa, con 920.800 vehículos entregados (2012: 939.200; un 2,0% menos). Tras el lanzamiento de nuevos modelos en la primera mitad de 2013, las entregas de ŠKODA se incrementaron en la parte final del año. La facturación de ŠKODA en 2013 alcanzó los 10.300 millones de euros, superando claramente la cifra de 10.000 millones de euros por tercer año consecutivo. En un período de altas inversiones, la compañía logró un sólido beneficio operativo de 522 millones de euros. Las inversiones sumaron un total de 741 millones de euros. La campaña de modelos del fabricante entra en la siguiente fase en 2014, cuando ŠKODA se focalizará en un diseño de lenguaje más emocional y expresivo. Al mismo tiempo, la compañía fortalecerá también sus actividades de ventas internacionales

- **Grupo líder a nivel europeo y mundial.** Como se puede apreciar en la siguiente tabla, donde se muestra la cuota de mercado de los fabricantes automovilísticos en Europa, queda latente que Volkswagen es el líder a nivel

Europeo. Volkswagen supera en cuota de mercado a gigantes como PSA-Peugeot y Citroën-, Renault o incluso a todas las marcas japonesas juntas y esta cuota va creciendo año a año. En el resto del mundo no es el líder pero sí que está posicionada entre los líderes. Por ejemplo, en América del Sur y Asia tiene una cuota de mercado cercana al 20%. La región donde menos cuota de mercado tiene es la zona NAFTA. En 2013, el Grupo Volkswagen entregó 9.731 millones de vehículos a nivel mundial (2012: 9.276 millones) y registró una penetración de 12.8 por ciento en el mercado mundial de vehículos para pasajeros. El Grupo Volkswagen opera 106 plantas en 19 países europeos, y en ocho países de América, Asia y África. Cada día de la semana, 572,800 colaboradores alrededor del mundo producen cerca de 39.350 vehículos, los cuales son comercializados en 153 países.

### CUOTA DE MERCADO EN EUROPA



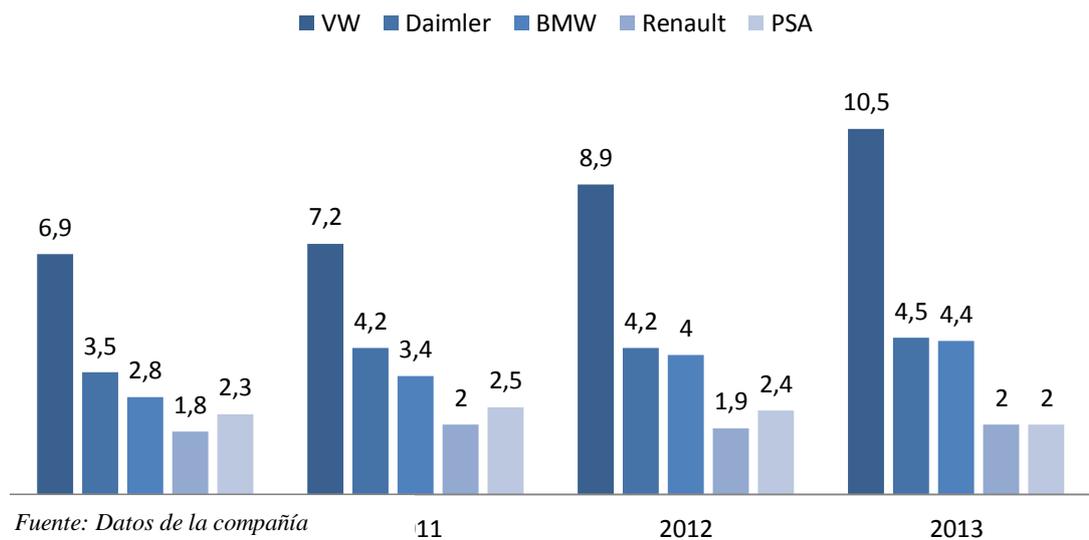
Fuente: ACEA

- Líder en inversión de I+D.** La razón de esta cuota de mercado es, como en tantas otras empresas líderes, su enorme inversión en I+D (siendo el fabricante de coches que más invirtió en 2012 y 2013, más que BMW y Daimler juntas). Esta inversión le da una ventaja competitiva que le permite vender más coches y por tanto distribuir este gasto en I+D entre un mayor número de unidades y va a permitir que se cumplan los objetivos de baja contaminación en coches de lujo antes que las demás marcas. El grupo lidera el campo de las tecnologías de

propulsión innovadoras para sus vehículos, según recoge el estudio realizado por el Centro de Gestión de la Automoción. La multinacional explicó que en la actualidad cuenta con 40.000 personas en todo el mundo dedicadas a la investigación y al desarrollo y recordó que en 2012 invirtió cerca de 8.900 millones de euros en el desarrollo de nuevos modelos, tecnologías y motores más eficientes.

La firma germana indicó que la gama actual de modelos del consorcio está compuesta en la actualidad por 302 variantes, con unas emisiones de dióxido de carbono (CO2) medias por debajo de 120 gramos por kilómetro.

## Inversión en I+D, miles de millones:



- Lanzamiento de nuevos modelos que generan gran parte de las ventas y plataforma MQB.** Uno de los factores clave para invertir en el sector automovilístico es el ciclo de producto y el consiguiente lanzamiento de modelos importantísimos para el grupo. En Volkswagen a finales de 2013 y durante 2014 se van a lanzar coches como el VW Golf y VW Polo ,el Audi A3 y Audi TT pero sobre todo el nuevo modelo de Porsche, el Macan. El Macan tiene unas proyecciones de venta espectaculares debido a que el segmento al que pertenece SUV, es el que mejores ventas está teniendo en toda la industria.

Este segmento, recoge los coches denominados los *todoterrenos* que cada vez tienden a ser más compactos. Por supuesto, conservan ese diseño que recuerda a los todoterrenos, pero, cada vez, a una escala más pequeña. Otro denominador común de la nueva hornada de SUV es la posibilidad de elegir entre versiones de tracción total o delantera. Hay clientes que se sienten atraídos por el diseño, pero que no van a pisar el campo en la vida. Con las variantes de tracción delantera se ahorran el coste extra de la tracción 4x4.

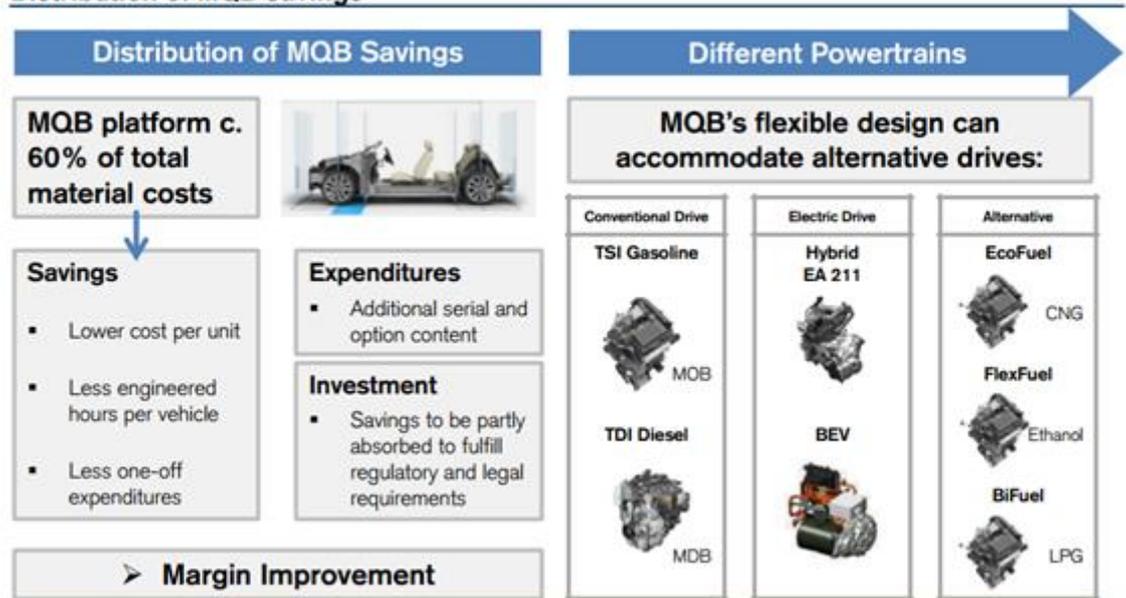
En 2013 en España, se vendieron 88.187 unidades, lo que los convirtió en el tercer segmento más vendido del país, por detrás de los utilitarios y los compactos. Hace tiempo que superaron a los monovolúmenes compactos y su aumento de ventas (+5,05 % en España en 2013, frente a un mercado que subió menos, un 3,34%) continúa imparable, sobre todo porque las marcas no dejan de lanzar propuestas y nuevos modelos en este segmento. Hoy, suponen más de un 9% de los coches comprados. VW sabe muy bien que el segmento que más tirón tiene es el SUV y está lanzando modelos en todas sus marcas, incluida Bentley y Seat. Con este lanzamiento esperamos que la contribución de Porsche al grupo Volkswagen pase de 0.7€ por acción a 1€.



Respecto al SUV de **Seat**, queda por decidir dónde se fabricará, que ha sido diseñado en el Centro Técnico de Seat en Martorell y se venderá también con una versión con la marca Škoda. La planta checa de Kvasiny se había postulado

hasta ahora como clara favorita debido a los menores costes laborales ya que permitiría reducir la inversión en el nuevo modelo. A finales de marzo de 2014, el presidente de Volkswagen anunció la adjudicación a Kvasiny de la producción de un nuevo modelo sin concretar. Stackmann, presidente de Seat, había destacado en anteriores ocasiones que la prioridad para Seat era, antes que producirlo en Martorell, ampliar su gama de producto con un SUV para poder entrar así en un segmento de mercado que sigue creciendo. El presidente del consejo de administración de Seat y miembro de la dirección de Volkswagen, Francisco Javier García Sanz, destacó en marzo que las plantas de Seat y Škoda competían "en igualdad de condiciones" por fabricar el SUV. Por lo tanto, Seat que intentó introducirse en el mercado Chino aunque no lo consiguió y busca un nuevo impulso con el lanzamiento de un SUV, el mercado principal es Europa donde la marca posee un 93.6% de sus ventas. El nuevo SUV compacto que el grupo Volkswagen lanzará, posiblemente, ya en las tres marcas generalistas del grupo (Volkswagen, Seat y Škoda), estará asentado en la plataforma modular MQB y compartirá muchos elementos comunes entre ellos. Algo parecido a lo que ya tenemos hoy en día con el Škoda Rapid y el Seat Toledo.

### Distribution of MQB savings



Fuente: Datos de la compañía

El lanzamiento de estos nuevos modelos va a hacer crecer las ventas a un ritmo espectacular. A este aumento en las ventas hay que sumar la reducción en costes de su **plataforma MQB**, es el acrónimo del nombre en alemán *Modularer Querbaukasten* cuya traducción más precisa al español sería Matriz Modular Transversal. La plataforma MQB le va a permitir fabricar varios modelos de coches en una misma línea de fabricación y reducir en gran medida los tiempos de entrega, lo que va a suponer una gran mejora en los resultados de los próximos años. Se espera que MQB reduzca los costes en 700m€ en 2015, o lo que es lo mismo, aportar 1€ de BPA (Beneficio por acción).

La MQB es una estructura técnica unitaria en la que se basarán casi todos los futuros vehículos del Grupo cuyo motor sea transversal a la dirección de marcha (de ahí la denominación “transversal”). Está compuesta por siete elementos constructivos estándar o módulos: partes delantera y trasera con su correspondiente eje, suelo central, y asientos delanteros y traseros. Algunas dimensiones, como la distancia entre el pedal del acelerador y el centro del eje delantero, son siempre las mismas y permiten dotar a la parte delantera de una estructura uniforme. Al mismo tiempo, la MQB es un concepto altamente flexible. La longitud, la anchura y la altura, así como la distancia entre ruedas, la distancia entre ejes, el tamaño de las ruedas y la posición de los asientos son variables, aunque las posibles variantes están preestablecidas de forma escalonada. El número de variantes está predefinido con exactitud y contempla todos los requisitos futuros, tanto los que exige el mercado como los que impone la legislación. Gracias a ello, el sistema modular podrá ser utilizado a largo plazo por las diferentes marcas del Grupo para construir diferentes tipos de vehículos en una sola línea de fabricación. Para ello, será preciso ensamblar los módulos que correspondan a sus respectivos modelos. Los motores, las cajas de cambios, los mecanismos de dirección, los componentes electrónicos, los sistemas de información y entretenimiento, y las piezas de la carrocería también son modulares. Todos ellos están adaptados al concepto MQB y siguen

el mismo principio: flexibilidad combinada con estandarización. En la plataforma modular diésel, por ejemplo, los módulos de tratamiento de los gases de escape se pueden utilizar por separado o se pueden combinar para, de esa forma, cumplir las diversas normas sobre emisiones vigentes en el mundo.



- **Porsche.** A finales de 2013 se lanzó el nuevo modelo de Porsche, el Macan, que pertenece al segmento SUV, el segmento que más crecimiento tiene, especialmente en China. El único rival claro de las versiones de gasolina del Macan es el *Infiniti QX 50*. En el caso de la versión Diesel, las alternativas aumentan, son el Audi Q5, con el que comparte algunas piezas de su estructura, el BMW X3 y el recién llegado BMW X4. El Mercedes-Benz GLK es más pequeño que el Macan pero también podría considerarse un rival. El Macan tiene sus propios sistemas de propulsión, un diseño distinto, y esas caras siglas Porsche como PASM, PTV Plus, y PCCB que denotan características únicas. El CEO de Porsche, Matthias Mueller, dijo en febrero que las ventas anuales de su compañía se hincharán a más de 200.000 en 2015, gracias - en su mayoría - al nuevo Macan.

En Porsche, hay una gran margen de beneficio en el precio. En los primeros nueve meses del año anterior, el margen de beneficio operativo de Porsche superó el 18%, que supone uno de los más altos en el negocio.

Dicho de otra manera, durante ese mismo período, Porsche representó sólo el 1,7% de las ventas de vehículos de pasajeros totales del Grupo VW, pero el 26% de sus beneficios antes de impuestos. Y el Cayenne representó más de la mitad de las ventas de Porsche en ese período. Por lo que si el Macan lleva las ventas

de Porsche de 162.000 el año pasado a 200.000 para el próximo año, el impacto en el balance final de VW será significativo.

Éste junto a un posible lanzamiento del nuevo Cayenne en 2015 y nuevas versiones del 911 turbo aumentarán la contribución de Porsche al EPS desde 0.7 a 1.1 €.



- **Volkswagen Finance.** Volkswagen Finance es la empresa del grupo que se encarga de facilitar a los clientes la compra de coches del grupo otorgándoles productos financieros como préstamos, leasing o seguros. Volkswagen Finance tiene uno de los ratings más altos (A2) entre sus competidores debido a su fortaleza financiera. Debido al tamaño de Volkswagen Finance, se espera que pase a estar regulada por el BCE en vez de por BAFIN lo que requerirá una ampliación de capital de 2000 millones de €.

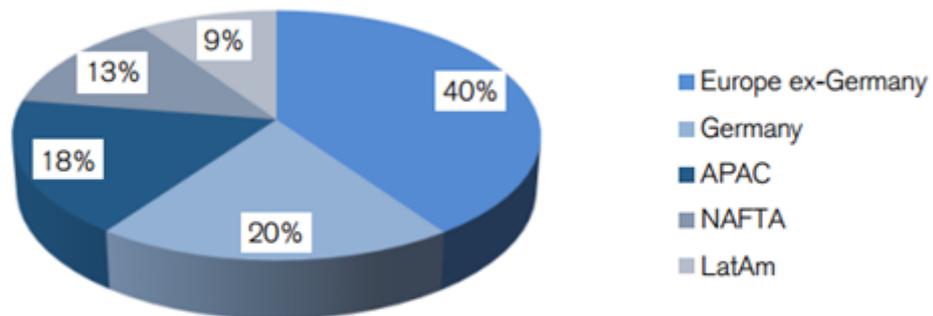
En España, Volkswagen Finance, concedió préstamos para la adquisición de vehículos por importe de 1.410 millones de euros durante el pasado ejercicio, lo que supone un aumento del 10% en comparación con las cifras de 2012. La firma financió un total de 105.460 operaciones en 2013, un 17,2% más. La entidad financiera explicó que el 87,4% de este volumen correspondió a vehículos nuevos (91.988 unidades), lo que supone una subida del 20,7% en comparación con los datos de 2012, mientras que el 12,63% restante (13.308

unidades) fueron vehículos de ocasión. Durante 2013, la compañía cerró contratos de servicio de mantenimiento sobre un total de 27.586 unidades, lo que representa un incremento del 145,43% si se compara con los datos contabilizados durante el ejercicio precedente.

- **Los BRICs han contrarrestado a los países europeos.** Como hemos mencionado en el apartado “Sector automovilístico” la demanda de coches a nivel europeo ha caído bastante durante los últimos años. Esta caída en Europa se ha conseguido contrarrestar con un gran aumento en las ventas en los países llamados BRICs (Brasil, Rusia, India y China), especialmente en China.

### **INGRESOS POR REGIÓN**

---



---

*Fuente: Datos de la compañía*

- **Expansión en US.** US es una de las zonas dónde VW tiene menos cuota de mercado, sin embargo es una de las zonas donde más se ha recuperado la venta de coches. La nueva fábrica en Tuscaloosa (Alabama, EEUU), que pronto comenzará a funcionar, ayudará a expandirse por esta zona. Aparte de la nueva fábrica, el lanzamiento de nuevos modelos SUV y pick-up (los que más se venden en US) ayudarán a una mejora en las ventas. El mercado de Norte América registró los volúmenes más altos desde 2007 en el 2013, con un

incremento de 7.3% que son 18.4 millones de vehículos. En US tiene un porcentaje de mercado de 7.7% que suponen 15.6 millones de unidades, gracias a las facilidades de financiación ofrecidas. En Canadá, la demanda aumentó un 4,0% gracias a los 1.7 millones de vehículos vendidos, el mercado Mexicano supera el millón y marca un nuevo registro que se alcanzó por última vez en 2008, registrando un aumento de 7.7% a 1.1 millones de unidades vendidas.

- **China.** Hace 30 años que Volkswagen se introdujo en el mercado Chino, es un país vital para VW al ser el país donde más ventas se producen. En su plan estratégico de 2018 esperan aumentar la capacidad en China de 2.6 millones de unidades en 2012 a 4 millones en 2018 para cubrir el aumento en la demanda que se espera que sea entre el 5 y 7% año por año. Actualmente se producen 21 modelos en China y se espera que en 2018 sean 30. El *joint venture* Shanghái-Volkswagen alcanzó un hito en noviembre de 2013, cuando se fabricó el diez millonésimo vehículo de la línea de producción. En el año fiscal, 3 millones de vehículos fueron producidos localmente, registrando un crecimiento de 16,4%. Además de los modelos del Grupo establecidos y los modelos que se han modificado para el mercado chino, con una distancia entre ejes más larga, por ejemplo, las empresas mixtas de Volkswagen también producen vehículos especialmente diseñados para los clientes chinos; ejemplos de estos incluyen los modelos de Volkswagen Lavida, Nueva Bora and Santana. Las empresas de Volkswagen en China produjeron un total de 3.1 millones de vehículos en el último año, un aumento año a año del 18.6%. El objetivo es aumentar la capacidad anual de VW en China a más de cuatro millones de vehículos en 2018. Se espera invertir un total alrededor de 18.2 mil millones de € en nuevas instalaciones de producción y productos en China entre 2014 y 2018. Estas inversiones serán financiadas en su totalidad por los flujos de efectivo de las empresas.



Fuente: Datos de la compañía

- **Negociación con Scania,** En febrero Volkswagen poseía el 62.60% del paquete accionario de Scania, además del 89 por ciento de los derechos de voto. Para hacerse con la totalidad de las acciones de la compañía Scania, Volkswagen lanzó una OPA el 21 de febrero por el 37.4% que le faltaba de la compañía sueca. La oferta, valorada en 6.700 millones de euros, supone una prima para los accionistas minoritarios del 36% sobre el cierre en ese momento.

Al conocerse la noticia, las acciones de Scania subieron casi un 32% cerrando el martes próximo en las 195 coronas suecas, lo que se acerca a las 200 coronas ofrecidas inicialmente por Volkswagen.

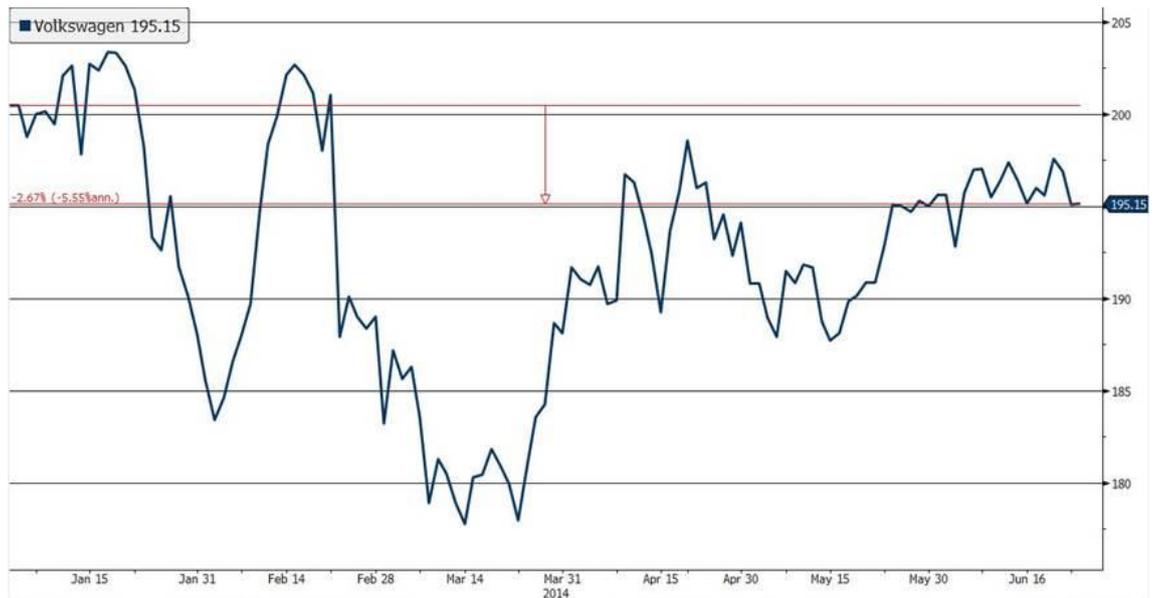
El grupo alemán pagaría esta cantidad con 2.000 millones de sus reservas, otros tantos conseguidos al emitir acciones preferentes y 3.000 millones de euros con instrumentos híbridos de capital. Por lo tanto anuncia que va a comprar Scania el 21 de febrero y da hasta el 25 de abril a los accionistas para que acepten la oferta. La oferta solo es válida si le permite alcanzar el 90% de las acciones porque según la ley sueca cuando tienes el 90% del accionariado el otro 10% está obligado a vender. Esto genera mucha incertidumbre en el grupo ya que los inversores desconocen si se puede competir con Daimler y con Volvo

y es por ello que el precio de la acción cae, después de haber subido. Además el hecho de que se pagase 200 SEK también afecta al precio de la acción y lo hace disminuir, ya que es una prima bastante alta, lo que implica que las sinergias existentes las están pagando casi todas al accionista de Scania y no al de Volkswagen.

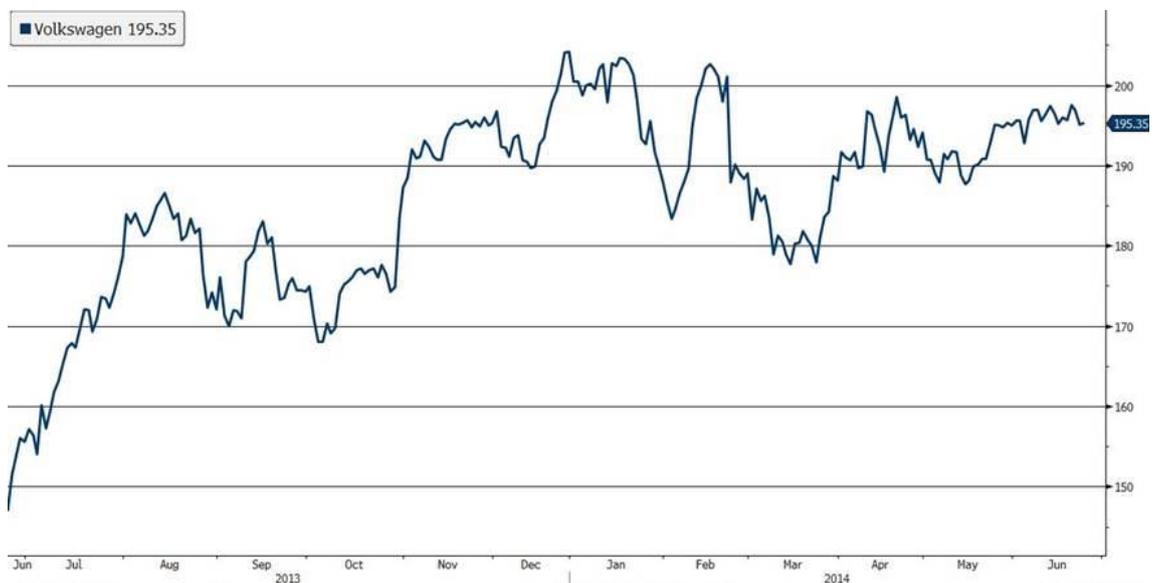
A día 25 de abril no consigue el 90%, se queda en 88.25% así que amplía tiempo de oferta y consigue el 90% por lo que el 10% restante está obligado a vender sus acciones a Volkswagen por 200SEK. Aun así Volkswagen decide ampliar plazo.

Actualmente El grupo automovilístico alemán controla el 99,57 % de las acciones del fabricante de camiones sueco Scania y el 5 de junio se establece como último día de aceptación de la oferta. Volkswagen en estos momentos tiene una participación del 99,57 % y derechos de voto de 99,66 % en Scania. El mayor fabricante automovilístico de Europa había prolongado el periodo de aceptación de su oferta por el resto de acciones que todavía no poseía en Scania hasta el 5 de junio. A partir de ese momento las acciones de Scania dejaron de cotizar en bolsa, en el NASDAQ OMX Stockholm. El número de acciones que tiene ahora Volkswagen en Scania es de 796.560.206 títulos, de ellos 398.721.189 acciones A y 397.839.017 acciones B, con y sin derecho a voto respectivamente.

- **Importante subida en Europa**, la cuota de mercado registró un aumento del 4,5% en el mes de abril, es el crecimiento más lento desde noviembre. La siguiente gráfica muestra la evolución de la cotización desde enero hasta mediados de junio, la línea roja muestra el cambio que ha experimentado. Como se puede ver la negociación con Scania en un primer momento hizo subir el precio de la acción y después con la incertidumbre disminuyó el precio de la acción. A mediados de abril coincidiendo con la negociación de Scania subió el precio hasta mantenerse más estable en junio al conocerse con exactitud la compra de Scania.



El gráfico que continúa muestra la evolución de la cotización en un año, como podemos ver va aumentando, a pesar de recuperarse de la caída de febrero.



- Resultados positivos en el primer trimestre**, con un Ebit de 2850 millones de €, un +22% año-contra-año, vuelven a superar las expectativas del mercado. Porsche y Audi corresponden a un 76% de beneficios y un 16% del volumen, reiterando a su vez el positivismo en Porsche. Volkswagen sigue siendo el

preferido del sector europeo, a pesar de la incertidumbre de la negociación con Scania en el primer trimestre.

Por regiones, la compañía matriculó 958.600 unidades en Europa hasta marzo, un 8,7% más, mientras que las entregas en Norteamérica cayeron un 4,1%, hasta alcanzar las 197.300 unidades. En Sudamérica, la empresa comercializó 168.600 unidades en el trimestre, un 23,1% menos, y 978.700 unidades en Asia-Pacífico, un 13,7% más que el año anterior.

Por marcas, las ventas mundiales de Volkswagen crecieron un 3,9% en el primer trimestre, hasta 1,48 millones de unidades, mientras que las entregas de Audi alcanzaron las 412.800 unidades, lo que se traduce en una subida del 11,7%. Porsche, logró una cifra comercial de 38.700 unidades, un 4,7% más, y Škoda matriculó 247.200 en todo el mundo entre enero y marzo de este año, un 12,1% más. La firma española Seat aumentó un 7,3% sus ventas en el período, con 93.400 unidades, y Volkswagen Vehículos Comerciales las redujo un 2,3%, hasta 120.900 unidades.

## 2.2 EXPOSICIÓN GEOGRÁFICA

Se puede ver como la tendencia coincide con lo mencionado en el apartado “Sector Automovilístico” donde se destaca que Europa es un mercado de poco crecimiento mientras que los emergentes, especialmente en Asia, dónde más crecimiento hay y por eso el grupo Volkswagen se ha orientado más a estos países y ha reducido su exposición a Europa.

En la siguiente tabla se puede ver la exposición geográfica por continentes, con los países más importantes del grupo Volkswagen.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Europa/ Resto de mercados</b>	<b>60%</b>	<b>55%</b>	<b>50%</b>	<b>49%</b>	<b>45%</b>	<b>43%</b>
Europa Occidental	48%	46%	40%	38%	33%	32%
Alemania	17%	20%	14%	14%	13%	12%
Reino Unido	6%	5%	5%	5%	5%	5%
Francia	4%	4%	4%	4%	3%	3%
Italia	4%	4%	3%	3%	2%	2%
España	4%	4%	3%	3%	2%	2%
<b>Europa Central y Oriental</b>	<b>9%</b>	<b>6%</b>	<b>6%</b>	<b>7%</b>	<b>7%</b>	<b>7%</b>
Rusia	2%	2%	2%	3%	4%	3%
República Checa	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Polonia	1%	1%	1%	1%	1%	1%
<b>Mercados restantes</b>	<b>4%</b>	<b>3%</b>	<b>4%</b>	<b>4%</b>	<b>4%</b>	<b>5%</b>
Turquía	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Sudáfrica	1%	1%	1%	1%	1%	1%
<b>América del norte</b>	<b>8%</b>	<b>7%</b>	<b>8%</b>	<b>8%</b>	<b>9%</b>	<b>9%</b>
EE.UU.	5%	5%	5%	5%	7%	6%
México	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Canadá	1%	1%	1%	1%	1%	1%
<b>Sudamérica</b>	<b>13%</b>	<b>13%</b>	<b>13%</b>	<b>11%</b>	<b>11%</b>	<b>10%</b>
Brasil	10%	11%	10%	9%	9%	8%
Argentina	2%	2%	2%	2%	2%	2%
<b>Asia y el Pacífico</b>	<b>19%</b>	<b>24%</b>	<b>30%</b>	<b>31%</b>	<b>35%</b>	<b>37%</b>
China	16%	22%	27%	28%	31%	34%
India	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Japón	0%	0%	1%	1%	1%	1%

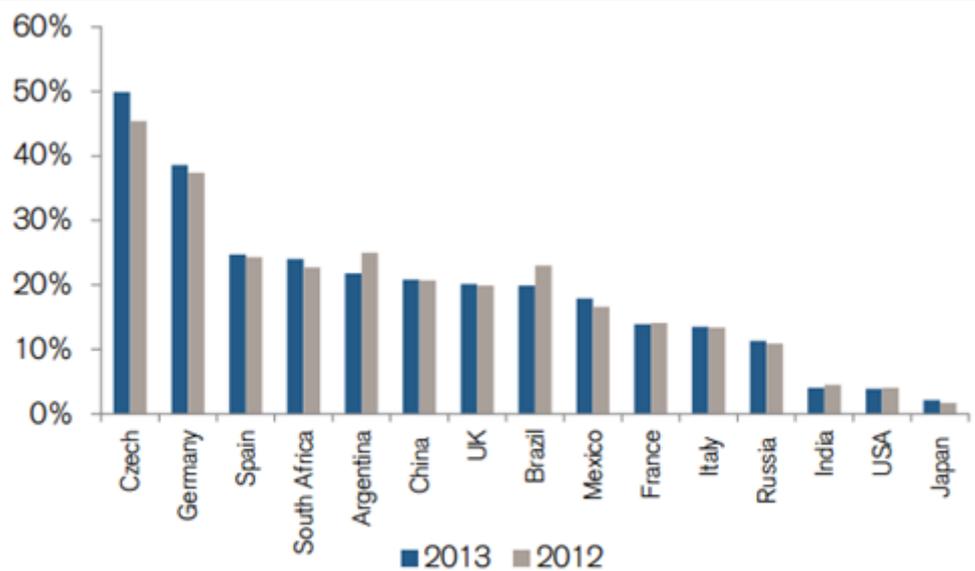
*Fuente: Datos de la compañía.*

En **España** el mercado del automóvil sigue su tendencia de recuperación y por noveno mes consecutivo las matriculaciones crecieron en mayo, en concreto un 16,9%. Y dentro de este contexto alcista, en las ventas por marcas, el claro dominador es Volkswagen, líder indiscutible en el mes y también en el acumulado del año, por delante de otra marca del grupo alemán, Seat. Esta última, la segunda del ranking, es sin embargo la que lidera con mucha claridad la clasificación por modelos. Y es que uno de los modelos de Seat, el Ibiza, sin duda, es el modelo de moda en estos

momentos en España, siendo el más vendido en mayo y también en el acumulado del año. Y tras su pasos, aunque con un 10% menos de ventas, se sitúa su hermano mayor, el León. Los dos Seat ocupan las dos primeras posiciones en mayo y también durante todo el año 2014. En el mes de mayo se han producido algunos movimientos en el mercado. Porsche ha aumentado sus ventas un 136% en el mes tras la llegada del Macan y pasa de 86 unidades en mayo de 2013 a 203 este mayo.

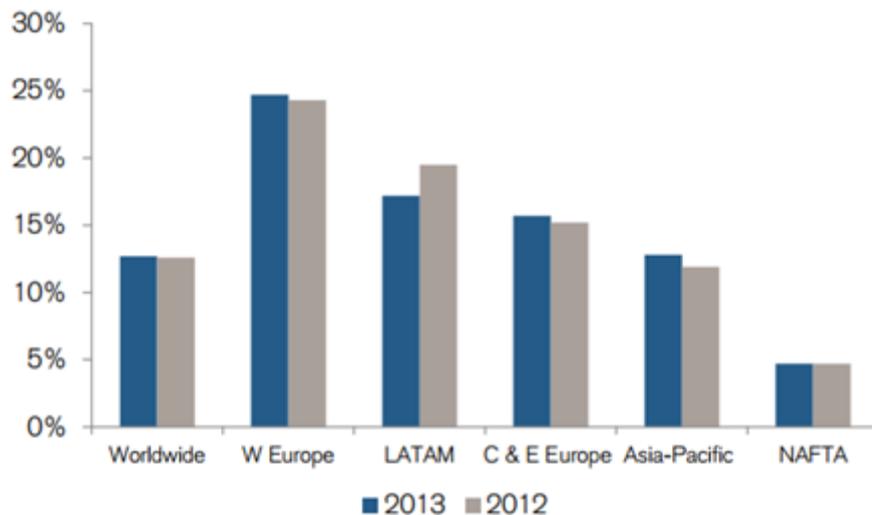
Como se puede ver en las gráficas inferiores, Volkswagen cuenta con una cuota de mercado muy importante en casi todos los países a excepción de India, USA y Japón lo que le permite compensar potenciales debilidades en un mercado con mejoras en otros países.

### VW CUOTA DE MERCADO



Fuente: Datos de la compañía

## VW CUOTA DE MERCADO POR REGIONES



Fuente: Datos de la compañía

El porcentaje de **mercado mundial** ha crecido aunque poco, junto con el de Europa, Asia y Pacífico. NAFTA se ha mantenido estable. Mientras en LATAM, el número de nuevas matriculaciones de turismos cayó ligeramente por debajo del nivel del año anterior. En 2.8 millones de unidades, la demanda en Brasil fue de 3,1% donde por debajo del nivel récord alcanzado en 2012. Se espera que este año el mercado continúe siendo impulsado por los incentivos fiscales del gobierno, pero su efecto ha sido mucho más fuerte en el año anterior. El número de nuevas compras de automóviles de pasajeros importados disminuyeron un 17,0%. Por el contrario, a 563 mil unidades, las exportaciones de vehículos propios de Brasil aumentaron en un significativo 26,5%. En Argentina, la demanda de automóviles de pasajeros aumentó un 8,9% en el ejercicio 2013 con récord de 640 mil unidades. La alta inflación del país significa que los consumidores están invirtiendo más en activos tangibles.

Las ventas de vehículos han aumentado 49% en todo el mundo desde el 2008, a 9.3 millones de unidades, y su participación de mercado global ha mejorado hasta el 12.8%, aumentando casi 0.5%.

Para sostener este crecimiento, durante los próximos dos años, la empresa, junto con sus socios chinos, planea invertir cerca de 80.000 millones de dólares en diez nuevas plantas (incluyendo siete en China) y decenas de nuevos productos, desde un SUV de estilo americano hasta un vehículo de 9.000 dólares para los mercados emergentes.

## 2.3 ANÁLISIS

### a. ESTADO DE RESULTADOS:

Volkswagen *Automotive*

Income Statement	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Ingresos por ventas	102.632	93.041	112.806	142.092	172.822	175.003
Coste de ventas	-87.895	-82.068	-94.746	-117.853	-142.154	-144.481
<b>Beneficio bruto</b>	<b>14.737</b>	<b>10.973</b>	<b>18.060</b>	<b>24.239</b>	<b>30.668</b>	<b>30.522</b>
Gastos de distribución	-10.061	-10.002	-11.442	-13.808	-17.932	-18.604
Gastos de administración	-2.254	-2.259	-2.659	-3.562	-5.159	-5.682
Margen de explotación	3.006	2.553	2.231	3.104	2.347	3.571
<b>Resultado operativo</b>	<b>5.428</b>	<b>1.265</b>	<b>6.190</b>	<b>9.973</b>	<b>9.924</b>	<b>9.807</b>
Participación en beneficios y pérdidas de las inversiones de capital	809	610	1.819	2.041	13.423	3.513
Gastos financieros	0	0	0	0	0	0
Otros resultados financieros	-560	-1.271	-131	5.510	554	-2.858
Resultado financiero	249	-661	1.688	7.551	13.977	655
<b>Resultado antes de impuestos</b>	<b>5.677</b>	<b>604</b>	<b>7.878</b>	<b>17.524</b>	<b>23.901</b>	<b>10.462</b>
Renta Impuesto sobre la renta / gasto	-1.668	-151	-1.456	-2.702	-3.219	-2.873
<b>Beneficio después de impuestos</b>	<b>4.009</b>	<b>453</b>	<b>6.422</b>	<b>14.822</b>	<b>20.682</b>	<b>7.589</b>
Intereses no controlados	-71	-40	384	370	145	18
<b>Atribuible a los accionistas de Volkswagen AG</b>	<b>4.080</b>	<b>493</b>	<b>6.038</b>	<b>14.452</b>	<b>20.537</b>	<b>7.571</b>

Fuente: Datos de la compañía

Antes de analizar la cuenta de pérdidas y ganancias y el balance hay que recordar que Volkswagen se divide en Volkswagen *Automotive*, la parte “core” del negocio que se dedica a la venta de coches, y Volkswagen Finance, la parte que complementa a Volkswagen *Automotive* financiando a los clientes la compra del coche. El porcentaje de las dos partes es el siguiente en el balance consolidado:

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Industrial</b>	87%	61%	87%	90%	91%	85%
<b>Financiera</b>	19%	39%	13%	10%	9%	15%

A la hora de analizar Volkswagen consideramos que lo importante es mirar los números de su actividad principal, que es la venta de coches, y que incluir la parte de Volkswagen Finance distorsionaría este análisis.

El comportamiento de las ventas en Volkswagen es brutal. Las ventas aumentan año a año, salvo en 2009 donde las ventas solo cayeron un 7,5% a pesar de la grave crisis que fue especialmente dura con la industria automovilística, a un ritmo constante desde 2008 hasta hoy del 15%.

El resultado de 2013 no ha sido bueno ya que, a pesar del aumento en las ventas, los gastos han sido superiores a lo esperado lo que provoca una ligera caída en el margen bruto. En el año 2013, el Grupo Volkswagen genera ingresos por ventas de 175 millones de €, 2,2% más que en 2012. Aunque la leve disminución de los volúmenes, fueron más que compensados por la consolidación de todo el año inicial de Porsche y el buen desempeño del negocio de la División de servicios Financieros. La mayor proporción de los ingresos por ventas, el 80,9% se registró fuera de Alemania.

El margen bruto permaneció prácticamente sin cambios en el 18,1%. Sin embargo no se puede comparar el resultado neto de 2011 y 2012 con el resultado de 2013 por dos razones:

En 2012 la mayor parte de su beneficio viene por los intereses recibidos tras completar la adquisición del 100% de Porsche, es decir, algo no recurrente. VW compró el 49.9% de las operaciones de vehículos deportivos de Porsche en diciembre del 2009 por 3.900 millones de euros y buscaba adquirir el resto mediante la compra de acciones de la compañía. Sin embargo el 4 de julio de 2012, VW y Porsche acordaron un acuerdo que le permite al fabricante de Wolfsburg comprar la mitad restante de Porsche. A partir del 1 de agosto de 2012 quedó concretada la integración del nuevo grupo automotriz Volkswagen-Porsche por un valor de 4.49 billones de euros.

La diferencia entre 2013 y 2011 es el resultado financiero. El resultado financiero de 2011 es tan positivo por unas ganancias en un derivado de cobertura de Porsche con *Goldman Sachs*. Esta ha sido la única vez en la historia en la que se recuerda que una empresa industrial ganase en un derivado de cobertura a un banco por lo que claramente no es algo recurrente.

Por todo esto consideramos que el resultado recurrente y que vamos a ver en los próximos años se va a asemejar más al de 2013 que al de los últimos dos años.

Para los próximos años esperamos una mejora en el resultado que venga de una mejora en márgenes (por aumento de ventas gracias a los nuevos modelos y por reducción de costes gracias a la plataforma MQB).

## b. BALANCE:

Volkswagen Automotive

### Balance Sheet

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Activos</b>						
<b>Activos no corrientes</b>	<b>46.378</b>	<b>52.411</b>	<b>62.134</b>	<b>86.279</b>	<b>119.776</b>	<b>122.438</b>
Activos intangibles	12.186	12.790	13.023	21.861	58.936	59.007
Propiedades, plantas y equipos	22.879	24.064	25.440	31.454	38.004	40.632
Leasing y alquileres	410	324	384	3.278	2.667	2.642
Servicios financieros por cobrar	0	0	-22	-600	-602	-602
Créditos corrientes y otros activos no financieros	10.903	15.233	23.309	30.286	20.771	20.759
<b>Activo Corriente</b>	<b>42.370</b>	<b>44.296</b>	<b>49.395</b>	<b>59.755</b>	<b>61.282</b>	<b>68.319</b>
Inventarios	16.732	13.375	16.393	25.378	25.868	25.580
Servicios financieros por cobrar	-103	-161	-238	-816	-911	-844
De crédito corrientes y otros activos financieros	13.340	9.193	10.446	15.494	15.166	16.458
Valores Negociables	3.730	3.231	5.375	5.235	5.697	6.675
Equivalentes de efectivo	7.664	18.658	17.419	14.464	15.462	20.450
Activos mantenidos para la venta	1.007	0	0	0	0	0
<b>Activos totales</b>	<b>88.748</b>	<b>96.707</b>	<b>111.529</b>	<b>146.034</b>	<b>181.058</b>	<b>190.757</b>
<b>Pasivo y Patrimonio Neto</b>						
Patrimonio Neto	28.964	29.253	39.546	52.488	68.458	75.984
Patrimonio neto atribuible a los accionistas de Volkswagen AG	26.841	27.321	37.048	46.891	64.542	74.103
Interés minoritario	2.123	1.932	2.498	5.597	3.916	1.881
<b>Pasivos no corrientes</b>	<b>30.688</b>	<b>39.508</b>	<b>42.364</b>	<b>49.074</b>	<b>68.910</b>	<b>65.290</b>
Pasivos financieros no corrientes	2.240	9.272	8.989	7.663	15.069	15.913
Provisiones para pensiones	12.829	13.793	15.265	16.592	23.658	21.481
Otros pasivos no corrientes	15.619	16.443	18.110	24.819	30.183	27.896
<b>Pasivo exigible</b>	<b>29.096</b>	<b>27.947</b>	<b>29.617</b>	<b>44.471</b>	<b>43.692</b>	<b>49.484</b>
Pasivos financieros corrientes	2.865	2.156	-3.143	-2.979	-2.544	-343
Acreedores comerciales	9.085	9.734	11.628	15.245	15.663	16.582
Otros pasivos corrientes	16.380	16.057	21.132	32.205	30.573	33.245
Pasivos asociados a activos mantenidos para la venta	766	0	0	0	0	0
<b>Total Pasivo</b>	<b>88.748</b>	<b>96.708</b>	<b>111.527</b>	<b>146.033</b>	<b>181.060</b>	<b>190.758</b>

Fuente: Datos de la compañía

Volvemos a detenernos en la parte Industrial del grupo y el porcentaje de las dos partes en el balance consolidado es el siguiente:

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Industrial</b>	65%	64%	64%	64%	63%	63%
<b>Financiera</b>	35%	36%	36%	36%	37%	37%

Cada año suele ser el casi el mismo porcentaje como podemos ver. Del balance hay que destacar la buena posición financiera del grupo. En relación a su solvencia, destacar que la deuda neta es negativa por lo que nada parece indicar que vaya a tener un problema de solvencia. La deuda neta es la deuda financiera de la empresa menos la caja que tiene, sin duda una posición privilegiada sobre todo en épocas de crisis como la actual, en la que uno de los principales problemas de las compañías es el de pagar los intereses de la deuda y/o tener acceso a más. Un banco prestará dinero a empresas con un nivel bajo de deuda antes que a otras que su deuda esté ahogando a la compañía. Además hay que tener en cuenta que Volkswagen Finance es la que mejor rating posee y en lugar de estar regulado por el regulador de empresas automovilísticas está regulado por el BCE.

Respecto a su liquidez, su activo corriente es superior a su pasivo corriente por lo que tampoco parece posible que la empresa tenga tensiones de liquidez. Los activos corrientes se incrementaron en 11.5% año a año; y del 2008 al 2014 se han incrementado un 81% convirtiéndose en la partida que más aumento ha experimentado.

También hay que destacar el peso del activo intangible en el balance, fruto de las adquisiciones que se han realizado y que crean unas sinergias muy importantes para la empresa. Propiedades, plantas y equipos se incrementaron del 2008 al 2013 un 38% convirtiéndose en la parte de los activos no corrientes que experimenta un mayor cambio. Sin embargo no creo que siga aumentando debido a que la plataforma MQB

ya está comprada y por tanto ahora se ahorraran bastantes costes y hará que aumenten los ingresos.

### c. CASH FLOW:

#### Volkswagen Automotive

Cash Flow						
€ Millón	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Beneficio antes de impuestos	5.677	603	7.878	17.524	23.900	10.462
Impuestos pagados	-1.973	-265	-1.364	-2.784	-4.514	-2.622
Depreciación y amortización	6.680	6.740	7.751	7.843	9.982	10.786
Variación de las provisiones de pensiones	132	130	72	8	87	168
Otros ingresos / gastos	429	-623	-1.981	-7.208	-13.678	-107
<b>Flujo de caja bruto</b>	<b>10.945</b>	<b>6.585</b>	<b>12.356</b>	<b>15.383</b>	<b>15.777</b>	<b>18.687</b>
Variación de capital	-2.144	6.229	1.576	1.727	452	1.925
Variación de existencias	-2.688	3.820	-2.035	-3.594	1.044	-729
Variación cuentas a cobrar	-1.130	750	-1.910	-944	114	-1.163
Variación de pasivos	1.100	193	3.350	2.698	-627	2.118
Variación de otras provisiones	382	1.457	2.377	3.712	57	2.241
Variación en arrendamiento	-105	-48	-98	-394	-232	-465
Variaciones en serv. financieros	297	57	-108	249	96	-77
<b>Flujo de efectivo de act. Operativas</b>	<b>8.800</b>	<b>12.815</b>	<b>13.930</b>	<b>17.109</b>	<b>16.232</b>	<b>20.612</b>
<b>Flujo de efectivo de act. Inversión</b>	<b>-11.479</b>	<b>-10.252</b>	<b>-9.095</b>	<b>-15.998</b>	<b>-16.455</b>	<b>-16.199</b>
Adquisiciones de propiedades	-6.773	-5.783	-5.656	-7.929	-10.271	-11.040
Equipos	-2.216	-1.948	-1.667	-1.666	-2.615	-4.021
Los costes capitalizados	-2.571	-2.667	-2.061	-6.626	-3.927	-1.702
Adquisición y cesión de capital	-2.679	2.563	4.835	1.112	-223	4.413
Inversiones	496	509	-1.432	-1.285	-111	-1.298
<b>Flujo neto de efectivo</b>	<b>942</b>	<b>5.497</b>	<b>-3.161</b>	<b>-4.267</b>	<b>2.551</b>	<b>1.734</b>
Variación en inversiones y préstamos	-57	155	4.496	106	-98	-353
<b>Flujos de efectivo de act. de financiamiento</b>	<b>-1.298</b>	<b>8.724</b>	<b>640</b>	<b>-4.334</b>	<b>2.120</b>	<b>4.497</b>
<b>Variación efectivo y equivalentes</b>	<b>7.639</b>	<b>16.362</b>	<b>17.002</b>	<b>12.668</b>	<b>14.788</b>	<b>19.285</b>
Variación neta del efectivo	5.679	5.701	7.482	8.966	8.110	9.515
<b>Efectivo y equivalentes de efectivo al 31 de diciembre</b>	<b>13.318</b>	<b>22.063</b>	<b>24.484</b>	<b>21.634</b>	<b>22.898</b>	<b>28.800</b>
Valores y préstamos	-5.279	-11.427	-5.845	-4.683	-12.324	-11.932
<b>Liquidez bruta</b>	<b>8.039</b>	<b>10.636</b>	<b>18.639</b>	<b>16.951</b>	<b>10.573</b>	<b>16.869</b>

Fuente: Datos de la compañía

La generación de caja por parte del grupo es bastante sólida. A pesar de realizar bastantes adquisiciones (con el impacto negativo que esto tiene en el cash flow) tiene cash flow positivo debido a la gran cantidad de caja que genera por sus actividades corrientes. En los últimos años el cash flow solo ha sido negativo en 2012, año en el

que la empresa termino de comprar la participación que le quedaba en Porsche (50,1%).

## 2.4 VALORACIONES

### a. MODELO DE DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA

Antes de comenzar con la valoración, es adecuado describir en que consiste este modelo que según los expertos es el método de valoración que más se ajusta, si obtenemos los datos precisos, al valor representativo de la propia empresa aunque debemos tener en cuenta que depende de las características de la compañía, actividad y el nivel de riesgo que padece. El modelo de Descuento de Flujos de Caja es el método más utilizado para conocer el precio de la empresa.

Este modelo se realiza a través de cálculos sencillos mediante el descuento de futuros flujos de caja libre. Estos flujos se obtienen en función de variables como son los gastos operativos, los costes de financiación que son el coste de capital ajeno y el coste de recursos propios, las inversiones futuras y el riesgo que posee la compañía. Es importante saber que los Flujos de Caja Libre no es lo mismo que los beneficios que genera la empresa y que no podemos utilizar ya que consideraríamos que la empresa cobra todo lo que vende y paga todo lo que compra, además de sumar las amortizaciones que son gastos contables que no suponen salidas de efectivo.

Si llevamos esto a Volkswagen, obtendremos los flujos de caja mediante la cuenta de pérdidas y ganancias, que vendrán en función de las ventas de vehículos ya que solo tenemos en cuenta la parte de *Automotive*, estos constituyen los ingresos operativos de la compañía.

Cuando hablamos de flujos de caja nos referimos a los flujos de caja libre, **FCL**, el saldo disponible para pagar a los accionistas y para cubrir el servicio de la deuda, intereses de la deuda junto con el principal de la deuda de la empresa, después de descontar las

inversiones realizadas en activos fijos y en necesidades operativas de fondos (NOF). La fórmula es la siguiente:

$$FCL = \text{BAIT} (1-t) + \text{Amortizaciones} - \Delta \text{NOF} - \text{CAPEX}$$

Nos encontramos con el **BAIT** que son los beneficios antes de interés e impuestos y la **t** hace referencia a los impuestos. Aunque las amortizaciones se consideren como un coste de la depreciación del inmovilizado y, por tanto, sean parte del BAIT, no influye en el cálculo del gasto de caja y, por ese motivo, hay que volver a sumar el importe de nuevo. Por tanto obtenemos el beneficio neto de la compañía; **NOF** son las variaciones en las necesidades operativas de fondos que se calcula a través de Caja + Clientes + Existencias – Proveedores, también conocido en inglés como *Net Working Capital*, es una partida estrechamente vinculada al ciclo de explotación de la empresa, ya que recoge el volumen necesario de fondos para desarrollar la actividad de la empresa sin que se produzcan desequilibrios de tesorería; y por último el **CAPEX**, se denomina así de las palabras *CAPital EXpenditures*, son inversiones de capital que crean beneficios. Se ejecuta cuando un negocio invierte en la compra de un activo fijo o para añadir valor a un activo existente con una vida útil que se extiende más allá del año imponible. Los CAPEX son utilizados por una compañía para adquirir o mejorar los activos fijos tales como equipamientos, propiedades o edificios industriales.

Para poder descontar los flujos de caja libre es necesario conocer la tasa que va a hacer posible estimar el precio de la empresa y aquí resulta el WACC (Weighted Average Cost of Capital) o coste medio ponderado de capital. Es decir, es una tasa que mide el coste medio que nos ha costado nuestro activo, edificios, coches, activos financieros, atendiendo a como se ha financiado el capital propio mediante aportación de los socios y recursos de terceros por cualquier tipo de deuda ya sea emitida en forma de obligaciones o un préstamo adquirido.

De esa manera, debemos calcular los dos costes para hallar el WACC:

$$WACC = (K_d(1-t) \times (D/(D+E)) + (K_e \times (E/(D+E))))$$

Dónde:

- $K_d$  : es el coste de la financiación de terceros
- $K_e$  : coste de recursos propios
- $D$  : estructura óptima financiada con deuda
- $E$  : estructura de financiación óptima con recursos propios

La tasa de descuento es de suma importancia ya que el valor de la compañía es inversamente proporcional, y esto hace que se busque minimizar el coste de capital para tener un valor de la empresa mayor.

Para  $K_d$ , el coste de la deuda, no solo influye el coste de los préstamos a corto y a largo plazo sino también la deuda emitida, como son los bonos y obligaciones, y debemos de ponderar cada una de las partes por la cantidad que se emita. Además, no debemos olvidar que el pago de intereses se descuenta y provoca un ahorro fiscal. Y es por ello que en el cálculo de los flujos de caja no se tienen en cuenta los intereses, a su vez produce que la utilización de deuda mejora el valor de mercado de los activos debido a la deducción fiscal de los intereses.

$$\text{Coste de la deuda: } K_d \times (1-t)$$

Ahora debemos hallar el otro coste, el de los recursos propios,  $K_e$ , donde necesitaremos el modelo CAPM, *Capital Asset Pricing Model*. En teoría, un activo es valorado correctamente cuando su precio de cotizaciones es igual al valor calculado utilizando CAPM. Si el precio es mayor que la valuación obtenida, el activo está sobrevaluado, y viceversa. Este modelo estima el coste del equity o recursos propios a través de la siguiente fórmula:

$$\text{Coste de los recursos propios} = K_e = R_f + (\beta_a \times (R_m - R_f))$$

Dónde:

$R_f$  : Es el rendimiento de un activo libre de riesgo es aquél que promete una rentabilidad cierta, es decir. Está libre del riesgo de insolvencia de su emisor y su riesgo es nulo.

$\beta_a$  : se denomina beta apalancada y expresa el nivel de riesgo, tanto operativo como financiero, que soportan las acciones, es el riesgo sistemático o no diversificable. Si la empresa no tuviera deuda, es lógico que la beta fuese distinta por la desaparición del riesgo financiero. Esa deuda se denomina desapalancada y expresa el nivel de riesgo derivado de la actividad operativa de la empresa, es decir el riesgo de los activos de la empresa.

$R_m - R_f$  : La prima de riesgo representa la rentabilidad adicional a la del activo sin riesgo exigida por el accionista.

Por lo tanto el coste de los recursos propios es la suma de la rentabilidad que se exige a los bonos sin riesgo ( $R_f$ ), más la prima de riesgo exigida al mercado ( $R_m - R_f$ ) por la beta apalancada ( $\beta_a$ ).

En el caso Volkswagen asumimos una tasa de descuento que depende de las circunstancias del mercado, proyectos y necesidades de la empresa. Realizando una proyección de 7 años, comenzamos con un incremento del 0.70% al 0.31% en los tres primeros años y se mantiene constante en los últimos años.

Por la misma razón, si la compañía tiene distintas líneas de negocio hay que calcular el valor y la tasa de cada una de ellas. En el caso que nos ocupa tenemos las dos partes bien diferenciadas, *Automotive* y Volkswagen Finance. También, si nos encontramos ante proyectos que no están considerados como actividad normal de la compañía, debemos excluirlos para tener un precio representativo de la empresa.

Después de calcular los FCL y el WACC, debemos de hallar el valor residual, **VR**. Se trata del valor que se espera que tenga la empresa una vez finalizado el período de proyección. No existe un único método para determinar este valor, pero sí se sabe que éste depende considerablemente de las hipótesis que se hayan utilizado para el cálculo de los FCL en el período previsional, así como que es un elemento fundamental en el valor final de la empresa. No podemos estimar los flujos de caja a perpetuidad por la incertidumbre que ello conlleva pero podemos asumir que la compañía llegado un momento crecerá siguiendo una **tasa g** perpetua. Debemos ser muy cautos y prestar la atención y esfuerzo necesario para poder estimar esta tasa, ya que tiene vital importancia en el valor estimado y puede llevarnos a un error en el precio de la compañía. A lo largo del tiempo han existido diferentes argumentaciones para llegar al valor de “g”, que van desde considerarla equivalente al importe de la inflación estimada, pasando por estimar el crecimiento histórico del PIB mundial en largos períodos de tiempo, hasta calcular “g” como el crecimiento del consumo a largo plazo para los productos del sector en que opera la empresa que queremos valorar. Al final, se trata de ser razonable y utilizar el sentido común. Por lo tanto, la tasa “g” de crecimiento tiene que hacer referencia a la evolución de la economía real en el largo plazo, para que la valoración sea lo más ajustada al verdadero precio de la empresa.

En nuestro caso, asumimos un crecimiento del flujo de caja a partir del año 2020, del 1%. El crecimiento a largo plazo debe ser el crecimiento real de la economía en un periodo largo. De tal manera que sea el potencial de crecimiento ajustado por la inflación, por lo que en una economía sana, creo que 1% es la tasa correcta. A simple vista puede parecer un crecimiento extremadamente pequeño, pero hay que tener en cuenta que estamos hablando de perpetuidad y conviene ser prudente.

De igual modo, deberemos estudiar la volatilidad de la compañía, pero Volkswagen es una empresa que lleva muchos años en el sector y es muy sólida por lo que apenas es volátil.

En definitiva, podemos decir que el valor residual de la compañía se rige por la siguiente fórmula:

$$\text{Valor residual (en el año } n) = \text{FCL}_n \times (1+g) / (\text{WACC}-g)$$

Debemos añadir al flujo de caja del último año (FCL<sub>n</sub>), que es el 2020 en nuestra valoración, la tasa de crecimiento estimada y dividimos entre la diferencia del WACC y la tasa de crecimiento, esto nos da el valor residual.

Posteriormente, hay que descontar el valor resultante a la tasa WACC y así sumarlo al valor del flujo de caja libre del último año considerado en la valoración.

Ya halladas todas las variables, tan solo nos queda aplicar la fórmula que descuenta los futuros flujos de caja a la tasa WACC. No debemos olvidar sumar el valor residual al flujo de caja del último año, una vez descontado a la tasa WACC. Así, de esta manera, obtendremos el valor de la empresa a la fecha actual o también denominado *Enterprise value*, en inglés:

$$\text{Enterprise value} = \sum (\text{FC}_t / (1+\text{WACC})^t)$$

Después de sumar el flujos de caja futuros, es decir el valor de la empresa debemos conocer el valor de los recursos propios, este se denomina *Equity value* y constituye el valor que perciben por la transacción los accionistas de la empresa. Para conocer el valor de los recursos propios, primero tenemos que calcular la Deuda Financiera Neta que se calcula como la suma de las deudas financieras de la compañía, a corto y largo plazo, menos la caja y las inversiones a corto plazo que son las inversiones financieras temporales. Una vez hallada lo restamos al *Enterprise value* y obtenemos el *Equity value*.

Una vez explicado esto nos queda:

$$\text{Equity value} = \text{Enterprise value} - \text{Deuda Financiera Neta}$$

$$\text{DFN} = \text{Deuda de la Compañía} - (\text{Caja} + \text{Inversiones Financieras Temporales})$$

Después de describir el método escogido comenzaremos a describir nuestro caso, Volkswagen. A pesar de que a la hora de analizar la cuenta de pérdidas y ganancias, el balance y el *cash flow* no hemos incluido la parte financiera de Volkswagen porque distorsiona ciertas partidas, como la de deuda, aunque para el valorar Volkswagen sí que hay que incluirlo.

Para valorar Volkswagen hemos analizado la parte industrial usando el método **DCF** y la parte financiera con una valoración de **1x P/Book Value** o precio/valor contable, ratio al que se considera justa una valoración de un banco.

Para la valoración de la parte industrial hemos sido conservadores, con crecimientos en EBIT Del 2% y un CAPEX creciendo en la misma medida, es bastante razonable e incluso sea superior dada su evolución reciente y el lanzamiento de nuevos modelos como el Golf, el Polo A3, el Macan, etc. Además de la creación de la plataforma MQB, que solo traerá ventajas para el grupo. Pero debemos ser cautos debido a una posible ralentización económica en China, que es el país donde más venden y el país que más crecimiento está teniendo.

El CAPEX, inversiones de capital que crean beneficio, crecerán entre el 1% y el 2%, salvo en el 2014 que es un 10% debido a las inversiones de Scania y la plataforma MQB, que son inversiones fuertes las cuales no suelen ser habituales. Del 2015 al 2018 el CAPEX aumenta un 1% ya que con las adquisiciones que ha tenido en los últimos años, además de las mencionadas junto con Porsche, no está previsto adquirir ninguna otra compañía y por tanto esa parte de caja que antes destinaban a inversión ahora es ingreso, aun así siempre se suelen realizar pequeñas inversiones y por ello se estima el 2% en los dos últimos años, más lejanos a las recientes adquisiciones.

La amortización y la depreciación considero que no va a aumentar ya que es una partida que se considera estable a lo largo de los años.

Los cambios en el Net Working Capital serán proyecciones del 1%, el grupo tiene mucha liquidez, genera mucha caja y lleva muchos años ya en el mercado, al ser el Net Working Capital positivo no tiene problemas de liquidez.

A continuación se muestra una tabla con los Flujos de Caja Libres, expresados en millones:

FCL								
	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
EBIT*(1-Tax)	7.216	7.360	7.508	7.658	7.811	7.967	8.126	8.289
CAPEX	-11.040	-12.144	-12.265	-12.388	-12.512	-12.637	-12.890	-13.148
Depreciación y Amortización	10.786	10.786	10.786	10.786	10.786	10.786	10.786	10.786
Cambio NOF	1.245	1.257	1.270	1.283	1.296	1.309	1.322	1.335
<b>FCL</b>	<b>5.717</b>	<b>4.745</b>	<b>4.758</b>	<b>4.773</b>	<b>4.789</b>	<b>4.807</b>	<b>4.701</b>	<b>4.592</b>

A la hora de calcular el WACC también hemos sido conservadores, situándolo por encima de los últimos años, la fuente es Bloomberg que tiene cierto prestigio y es segura. Al mismo tiempo utiliza el valor de mercado del equity que es el necesario ya que el valor contable es muy antiguo ya que se establece cuando se crean las acciones y es más real el de mercado. El coste de la deuda,  $K_d$ , aumenta al ir pasando los años, estimo que para 2016 los tipos de interés vayan aumentando conforme Europa vaya saliendo de la crisis.

WACC							
	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Equity	39,20%	39,20%	39,00%	39,00%	39,00%	39,00%	39,00%
Ke	12,00%	13,00%	13,50%	13,50%	13,50%	13,50%	13,50%
Deuda	60,80%	60,80%	61,00%	61,00%	61,00%	61,00%	61,00%
Kd	2,00%	2,50%	3,50%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
<b>WACC</b>	<b>5,92%</b>	<b>6,62%</b>	<b>7,40%</b>	<b>7,71%</b>	<b>7,71%</b>	<b>7,71%</b>	<b>7,71%</b>

Los flujos de caja descontados a la tasa de descuento, junto con el valor residual que tiene una tasa de crecimiento del 1%, podemos verlo en las siguientes tablas donde se muestra en millones:

DFC	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Flujos de Caja Descontados	5.717	4.480	4.186	3.853	3.559	3.317	3.011	2.731
<b>EV TOTAL</b>	<b>30.854</b>							

DFC Valor Residual	
g (crecimiento perpetuo)	1%
FCF Residual	4.638
WACC Residual	7,71%
EV VR al año 2015	69.178
<b>EV VR</b>	<b>41.145</b>

Después se suma y obtenemos el *Enterprise value* o valor de la empresa:

<b>EV</b>	<b>30.854 + 41.145 = 71.999</b>
<b>Menos: DFN</b>	<b>-6.493</b>
<b>Total Equity value</b>	<b>78.492</b>

Ya tenemos el valor de la parte *Automotive* de Volkswagen hallado por el método de Descuento de Flujos de Caja, ahora debemos calcular la parte Financiera.

#### b. PRECIO / VALOR CONTABLE x 1

Es el método al que se considera justa una valoración de un banco y se calcula a partir de una diferencia de sumas, se conoce también por *Price/Book Value*. Utilizamos el ratio x 1 porque sus activos que son principalmente los créditos ya se conocen cuánto te van a dar por ellos, es decir no existe sobrevaloración. De este modo el método consiste en calcular el *Enterprise value* que está formado por el pasivo y el patrimonio neto. Y restarle la deuda financiera neta, formada por los pasivo financieros corrientes más los pasivos financieros no corrientes y menos el efectivo y equivalentes de

efectivo. Recordar que aquí solo utilizaremos la parte financiera de Volkswagen. Podemos verlo más claro en la siguiente tabla:

<b>EV</b>	133.574	Pasivo + PN
<b>Menos: DFN</b>	106.844	Pasivo financieros corrientes + Pasivos financieros no corrientes - Efectivo y equivalentes de efectivo
<b>Total Equity value</b>	<b>26.730</b>	

### c. VALORACIÓN TOTAL

Ahora que ya tenemos las dos partes del negocio de Volkswagen podemos concluir el valor de la empresa, en millones, a raíz de los dos métodos de valoración anteriores:

<b>EV</b>	<b>205.573</b>
<b>Menos: DFN</b>	<b>100.351</b>
<b>Total Equity value</b>	<b>105.222</b>
<b>Número de acciones</b>	<b>450</b>
<b>Precio por acción estimado por DFC</b>	<b>234 €</b>
<b>Precio de la acción</b>	<b>191.3€</b>

Volkswagen posee 496m de acciones, de las cuales 295m son ordinarias y 155m son preferentes. Con todo esto el precio objetivo de Volkswagen estimamos que es 234€, es decir, superior a su precio actual, que se encuentra a fecha 7 de junio de 2014 a 191.3€. Por lo tanto recomendamos COMPRAR, al ser el precio mayor que su precio de mercado.

### d. VALORACIÓN COMPARATIVA

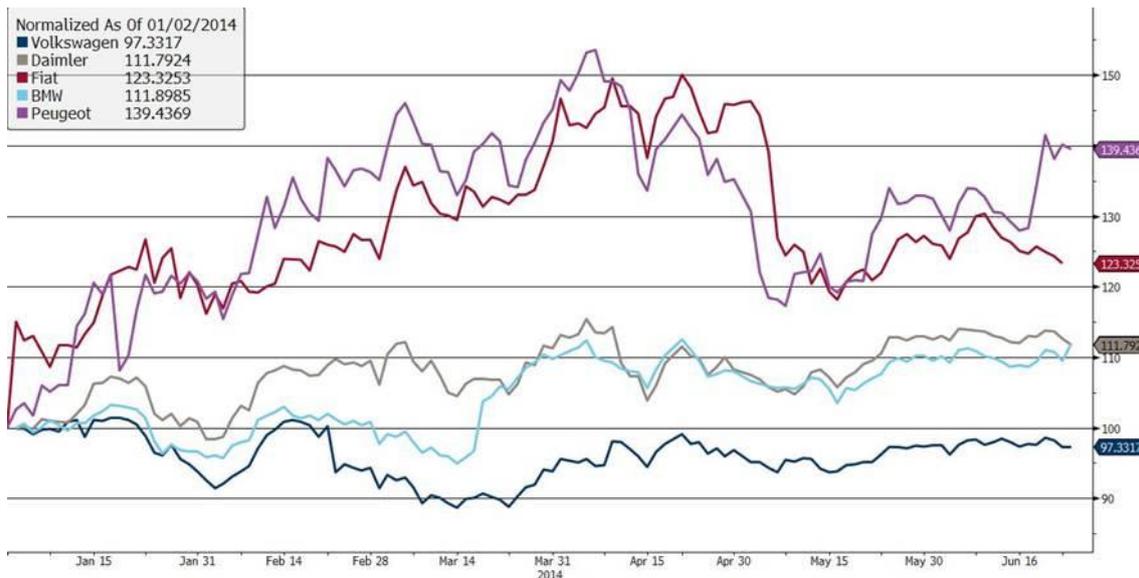
Es importante resaltar que Volkswagen ocupó la primera posición de marcas por volumen de ventas en el mercado español en el primer trimestre del año aunque el modelo más vendido fue el Citroën C4. Dentro del ranking español, la segunda posición la ocupó Opel, seguido de Seat, de Peugeot y de Ford. Volkswagen lideró con la entrega de 194.845 unidades, un 16,1% más que el año anterior. Entre las marcas más vendidas se encuentra Peugeot, Citroën, Nissan, Audi y también Hyundai.

En cuanto a lo que la acción de Volkswagen se refiere, es crucial mencionar que tiene el mismo comportamiento a la baja que el índice. La acción está actualmente cotizando muy cerca de su media móvil de 40 días (cambios entre +1,75% y - 1,75% son considerados neutros). Anteriormente, desde el 01/04/2014, la acción cotizaba por encima de la media de 40 días. El punto confirmado de inversión de la tendencia, Tech Reverse - 1,75%, se encuentra en 197.387€.

Como se puede ver en la siguiente gráfica, donde se compara la evolución bursátil normalizada de Volkswagen con sus competidores europeos y con el índice en el que cotiza en el último año, el precio de la acción del grupo es la que menos ha subido, a pesar de todos los catalizadores mencionados. Sin embargo, considero que con la nueva plataforma MQB sus costes disminuirán y por tanto habrá más margen, que hará que la acción de Volkswagen aumente, además de la creación de nuevos modelos y su expansión en USA y China. La primera tabla muestra la evolución en un año:



La siguiente gráfica muestra la evolución de cotización de Volkswagen y sus competidores desde enero del 2014:



En la siguiente tabla también se puede como VW está más barata que sus principales competidores. Por ratio P/E es la más barata, eso es bueno ya que un P/E alto significa que los inversionistas están pagando más por cada parte comparado a sus ganancias. Tiene un ROE superior a la media y esto nos indica el beneficio que generan los fondos invertidos en la sociedad, o visto de otra forma, la capacidad de la empresa de remunerar a sus accionistas, la dirección consigue obtener más con el dinero que los accionistas han puesto a su disposición. Además de poseer un *P/Cash flow* de los más bajos, que nos indica la relación del flujo de caja y el precio de la acción, por tanto podría decirse que si es bajo está infravalorada:

Name	Mkt Cap (EUR)	Last Px (EUR)	Chg Pct 1D	Px Chg Pct:M-1	Rev - 1 Yr Gr:Y	P/E	ROE	P/CF
Average	49.68B	50.61	0.84%	-2.09	3.77%	12.80	9.82%	7.62
000) VOLKSWAGEN AG	83.63B	177.80	1.06%	-5.97	2.25%	9.42	10.96%	5.11
001) FORD MOTOR CO	43.82B	11.11	-0.39%	0.64	10.00%	9.85	33.81%	5.44
002) GENERAL MOTORS CO	39.76B	25.01	-1.79%	-4.92	2.08%	10.89	11.25%	3.81
003) DAIMLER AG-REGISTERED	70.70B	66.09	0.67%	-1.91	3.22%	10.25	16.98%	21.35
004) BAYERISCHE MOTOREN WE	57.85B	90.05	0.32%	7.12	-1.03%	11.07	16.69%	12.25
005) RENAULT SA	20.34B	68.79	1.45%	-8.44	-0.82%	31.52	2.49%	5.16
006) PEUGEOT SA	4.66B	13.13	4.27%	-0.04	-2.45%	N.A.	-28.34%	2.66
007) FIAT SPA	9.96B	7.97	0.69%	4.28	3.41%	N.A.	N.A.	N.A.
008) TOYOTA MOTOR CORP	137.31B	39.82	1.10%	-7.78	18.73%	9.65	14.45%	5.20
009) NISSAN MOTOR CO LTD	28.79B	6.37	1.01%	-3.89	2.34%	9.80	10.12%	N.A.

## 2.5 RATIOS Y RETRIBUCIONES

### a. ROCE

El ROCE es un ratio financiero que mide la rentabilidad de una empresa y la eficiencia con la que se emplea su capital. Significa Retorno sobre el Capital Empleado y en inglés, *Return on Capital Employed* (ROCE), se calcula como:

$$\text{ROCE} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Capital Empleado}}$$

El capital empleado como se muestra en el denominador es la suma de los fondos propios y obligaciones de deuda; se puede simplificar como Total Activo - Pasivo Corriente. A ROCE más alto indica un uso más eficiente del capital. ROCE debe ser más alto que el coste de capital de la empresa; de lo contrario, indica que la empresa no está empleando su capital de manera eficaz y no está generando valor para los accionistas. Calculamos el ROCE en la siguiente tabla, pero este ratio por sí solo no nos dice nada, debemos restarle el coste medio de capital:

ROCE						
ebit/capital empleado	2008	2009	2010	2011	2012	2013
	6,14%	1,72%	5,83%	7,39%	5,63%	5,67%

Podemos ver que en 2009 debido a la adquisición de Porsche el ROCE disminuye. Vamos a ver ahora la diferencia que existe con el WACC, el coste de capital es obtenido de Bloomberg que utiliza el valor de mercado de la deuda, es más real:

ROCE – WACC						
	2008	2009	2010	2011	2012	2013
	-1,26%	-3,28%	-2,17%	1,59%	-0,17%	0,87%
(ROCE - WACC)*CE						
	2008	2009	2010	2011	2012	2013
	-1.298	-3.527	-2.658	2.422	-342	1.796
Creación de valor		-3.607				

Este ratio es negativo, y por tanto nos quiere decir que la empresa no crea valor, lo positivo sería que saliese en positivo. Aunque considero que el ratio es negativo porque partes de sus inversiones se pagan con deuda y por tanto en los años cercanos a adquisiciones importantes como las que ha realizado Volkswagen el ratio no es positivo.

#### b. RATIOS

A continuación vamos a analizar los principales ratios de la compañía, y para ello es necesario obtener los del sector ya que sin compararlos con los de la competencia no tendría utilidad.

Compañía	Mkt Cap	EV/EBITDA	P/E	EV/EBIT	EV/REV	P/BV	ROE
Volkswagen	91.03B	7.1	8.22	13.7	0.9	1.1	11.79%
General Motors	44.54B	3.2	9.7	5.6	0.3	1.5	8.86%
Fuji Heavy Industries	16.59B	4.4	9.4	5.2	0.7	3.0	8.69%
Fiat	9.54B	2.6	10.0	6.1	0.2	1.0	8.30%
Bayerischi	61.29B	9.3	10.6	13.8	1.4	1.7	15.98%
Toyota	152.79B	9.3	9.8	13.1	1.3	1.4	13.70%
Daimler	75.35B	9.3	11.1	13.4	1.1	1.8	17.97%
Nissan	32.30B	7.0	9.0	13.0	0.7	1.0	9.63%
Media	53.55B	6.9	9.6	12.2	0.9	1.4	12.59%

Comenzamos por el ratio EV/EBITDA, es uno de los ratios más utilizados en valoración porque el EBITDA es la magnitud más parecida al Flujo de Caja Libre (FCF) generado

por la empresa y es una de las magnitudes más fiables de la cuenta de Pérdidas y Ganancias, ya que está mucho menos manipulada que el Beneficio Neto. Su fórmula es el cociente entre el *Enterprise value* y el EBITDA. La media está en 6.9 y el grupo Volkswagen se encuentra por encima de la media con un 7.1, si fuera negativo significaría que la empresa está en pérdidas y se encuentra en riesgo. Es un ratio positivo para la empresa alemana.

El P/E o PER, del inglés *price-to-earnings ratio*, es la relación entre el precio de la acción y los beneficios. Su valor indica cual número de veces el beneficio neto anual de una empresa determinada se encuentra incluido en el precio de una acción de ésta. Un PER más elevado implica que los inversores están pagando más por cada unidad de beneficio. El PER de Volkswagen es 8.22, está por debajo de la media que se encuentra en 9.6. Por lo tanto los que invierten en Volkswagen pagan menos por cada unidad de beneficio que el sector.

EV/REV representa el cociente del valor de la empresa entre los ingresos de ésta. Cuanto más bajo es el múltiplo, la compañía estará más infravalorada. Volkswagen se encuentra en la media del sector por tanto se mantiene en la línea del resto.

Otro múltiplo es el P/BV es el cociente de la capitalización bursátil de la empresa entre el valor en libros. Si es inferior a uno indica una teórica infravaloración de la empresa, en tanto que si es mayor que uno indica una sobrevaloración. No obstante, hay que advertir que ese ratio no tiene en cuenta las expectativas de beneficio futuro. La media del sector se encuentra en 1.4 y Volkswagen tiene un 1.1 por lo tanto está infravalorada.

Por último uno de los ratios más importantes es el ROE, por sus iniciales en inglés, *Return on equity* o también conocido como la rentabilidad financiera. Relaciona el beneficio económico con los recursos necesarios para obtener esa ganancia. Dentro de una empresa, muestra el retorno para los accionistas de la misma, que son los únicos proveedores de capital que no tienen ingresos fijos. La media de sector se encuentra

en 12.1% y la empresa alemana posee un 11.79%, por lo que está un poco por debajo del sector.

### c. RETRIBUCIÓN AL ACCIONISTA

El grupo Volkswagen tiene un *dividend payout* o dicho de otra manera, un pago de dividendos del 21% con una rentabilidad del dividendo del 2% tanto en sus acciones ordinarias como preferentes. Se espera que esta rentabilidad aumente y se sitúe en 2.9% en 2014 y 3.5% en 2015. La gran generación de caja por parte del grupo que hemos mencionado en el apartado “Análisis Cash Flow”, un CAPEX que no puede aumentar mucho más ya que ya es bastante alto y un balance saneado con deuda neta negativa y fondo de maniobra positivo hace posible este aumento.

Es interesante conocer qué porcentaje de su caja es disponible para accionistas y tenedores de deuda, para ellos cogemos el Flujo de Caja Libre, ya lo calculamos en el DFC. Y representa el dinero que una empresa es capaz de generar después de poner el dinero necesario para mantener o expandir su base de activos. Sin dinero en efectivo, es difícil desarrollar nuevos productos, realizar adquisiciones, pagar dividendos y reducir la deuda, después se divide entre el EBIT y así sabremos el porcentaje destinado a los accionistas:

FCF/EBIT	2008	2009	2010	2011	2012	2013
	13,60%	404,15%	123,22%	64,09%	39,41%	67,67%

Es un resultado positivo, y a mayor deuda más destinan a sus accionistas, como vemos en 2009 destinan de su caja mayor cantidad que en el resto de años. En el 2014 ocurrirá lo mismo con la adquisición de Scania que acaban de realizar.

La compañía sigue generando mucho valor para el accionista y se puede ver como existe una clara correlación entre ventas y beneficio por acción, BPA. Ese aumento de ventas está relacionado con BPA es sólido y va al accionista.

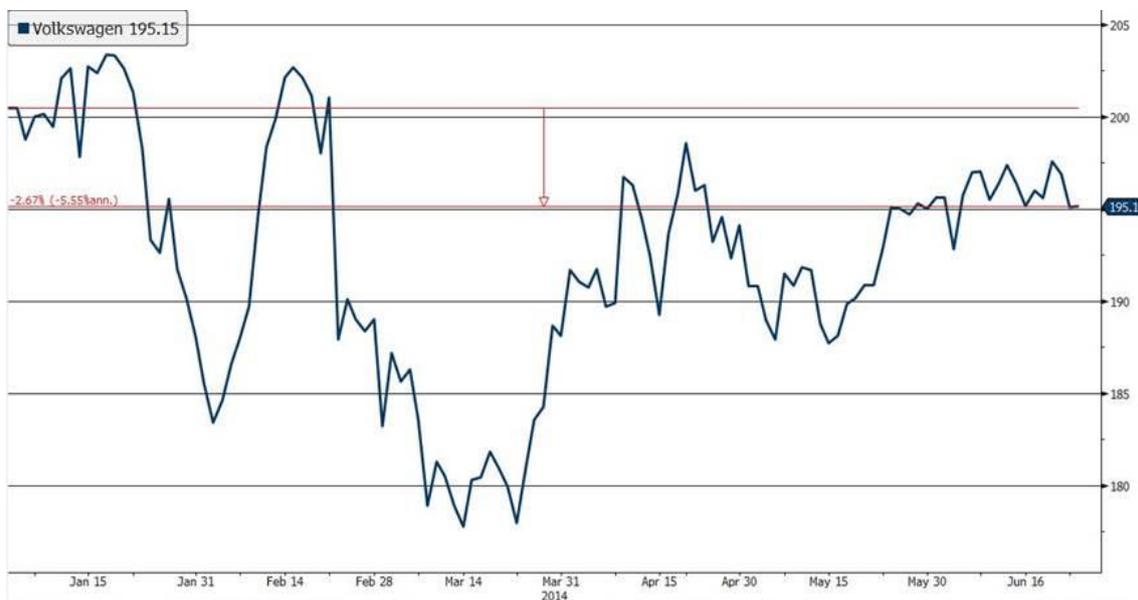
## BPA



## VENTAS



## d. ANÁLISIS TÉCNICO



Desde febrero se penalizó mucho la acción por la caída de márgenes en los resultados y por las dudas sobre los mercados emergentes. A pesar de que en febrero salieron noticias positivas como que Audi ha pasado a BMW en ventas globales de lujo, la acción de VW no aumentó, ya que tuvo más fuerza la incertidumbre de Scania. A

partir de abril comenzó a aumentar pero no lo suficiente, por lo que pensamos que es el momento perfecto para entrar.

## 2.6 INVESTIGACIÓN DE ANALISTAS

Vamos a realizar una investigación de los principales analistas del mercado, a continuación se muestra una tabla donde podemos ver el precio de la acción de Volkswagen en el momento de realizar la estimación, el precio estimado de la acción que cada uno de los analistas cree que tiene VW y su recomendación:

<b>Analistas</b>	<b>Precio VW</b>	<b>Precio estimado</b>	<b>Recomendación</b>
<b>Deutsche Bank</b>	190,85	225	Comprar
<b>Credit Suisse</b>	194,1	300	Comprar
<b>Societe Generale</b>	194,6	230	Comprar
<b>Kepler Cheuvreux</b>	194,45	226	Comprar
<b>JPMorgan</b>	179,15	222	Comprar
<b>Natixis</b>	178,9	200	Mantener
<b>Barclays</b>	201	202	Mantener
<b>Warburg Research</b>	201	217	Comprar
<b>Baader Bank Equity Research</b>	190,15	225	Comprar
<b>Esn/Equinet Bank</b>	197,8	250	Comprar

La gran mayoría recomienda comprar y sus conclusiones son muy parecidas, por lo que el mercado de analistas tiene una visión cercana de las recomendaciones de cada uno. Los analistas que destacan son Credit Suisse que con una visión optimista de Volkswagen estima su precio en 300€, con un WACC del 9%. Sus proyecciones muestran una gran confianza en Porsche, una importante expansión en China y una reducción de costes gracias a la plataforma MQB. En el lado contrario se encuentra Natixis que estima un precio de 200€ por acción con un WACC del 9% también, aunque con unas proyecciones no tan buenas debido a la ambición que posee Volkswagen, a

una plataforma MQB que aún no se ha usado lo bastante y una lenta recuperación de Europa.

Sin embargo el resto de analistas poseen precios razonablemente parecidos con un WACC entre el 8.5% y el 10%. Todos los métodos de valoración sugieren la compra o sobre ponderación del valor Volkswagen en la cartera como recomendación, ya que su valor estimado es mayor al precio de mercado

## **BLOQUE III CONCLUSIONES**

### 3.1 CONCLUSIÓN

Durante todo este trabajo, se han analizado las variables fundamentales de Volkswagen a través de los modelos más utilizados en la práctica: el modelo de descuento de flujos de caja, para la parte industrial y el precio / valor contable, para la parte financiera. Además emplearemos el modelo de empresas comparables para complementar.

El primero, estima los flujos de caja libres disponibles de la compañía durante una serie de años futuros. La duración de este periodo es variable, aunque depende en gran medida del sector o quizás de los años que se pueda predecir la línea de negocio, proyectos o inversiones que realizará la empresa. En este trabajo, gracias a la investigación realizada sobre Volkswagen, podemos decir que es una empresa líder tanto a nivel europeo como a nivel mundial, con un negocio sólido y diversificado, tanto por segmento como por geografía, y se encuentra en una situación financiera ideal con un balance saneado, con una fuerte generación de caja y con unos planes estratégicos ambiciosos pero que se van cumpliendo. A partir de ahí, realizamos una estimación de los próximos 7 años que se va a caracterizar por un crecimiento, debido a un aumento de los ingresos por las mayores ventas en China, la renovación de modelos que suponen las mayores ventas para el grupo (Golf, Polo, A3, TT), nuevos modelos con un futuro esperanzador (Macan y el SUV de Bentley y Seat) y a una reducción desmedida en los costes gracias a su plataforma MQB que le permitirá fabricar varios modelos de coches en una misma línea de montaje y reducir los tiempos de entrega.

El segundo método consiste en calcular el *Enterprise value*, formado por el pasivo y el patrimonio neto, y después restarle la deuda financiera neta. Este es el método más justo para realizar la valoración de la parte financiera de Volkswagen.

Al realizar los dos métodos, obtenemos el valor intrínseco de la empresa objeto de estudio. Y así poder tomar decisiones de inversión comparando este valor con el precio de mercado. En este trabajo la distancia entre el precio de mercado y el valor estimado

se encuentra en un 22%, por lo tanto tiene potencial de revalorización, siendo la recomendación de compra y existe un error en el precio que asigna el mercado.

Y el último se basa en estimar el valor de una empresa mediante la comparación de los múltiplos a los que cotizan empresas del sector con los de la empresa alemana en nuestro caso. Podemos concluir que Volkswagen es una empresa con márgenes recurrentes, estables y que se esperan que aumenten lo que provocará un acentuación tanto en el ROE como en el ROIC que ya de por sí son superiores a la media de la industria. Si a esto le sumamos otros datos positivos para el accionista como una rentabilidad del dividendo superior al 2% o un P/E de los más bajos del sector considero que Volkswagen es la empresa ideal para invertir.

Por lo tanto, la recomendación para el inversor a través de los resultados obtenidos por los métodos de valoración es de compra e infravaloración por parte del mercado.

### **3.2 REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS**

- Modigliani, F.; Miller, M. (1958) "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment". American Economic Review 48.
- William F. Sharpe. (1964) Capital Asset Prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. Journal of Finance 3, Vol XIX.
- Markowitz, H.,(1959). Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments, Cowles Foundation, Monograph 16.
- Modigliani, F.; Miller, M. (1963) "Corporate Income taxes and the cost of capital: a correction". American Economic Review, junio, p.433-443.
- Ross, S. A., R. W. Westerfield y J. F. Jaffe (1999), "Corporate Finance" 5ªED., Irwin/McGraw-Hill, Homewood.

- Damodaran, A. (1994), "Damodaran on Valuation", 2ª edición, John Wiley & Sons, Nueva York, 2006.
- Damodaran, A. (2005) "Valuation approaches and metrics: A survey of the theory and evidence", Foundations and Trends in Finance , pp. 693 – 78
- Ruback, Richard S.(1995), "A note on Capital Cash Flow Valuation", Harvard Business School.
- Williams Burr J. (1938), "The Theory of Investment Value", Harvard University Press.
- Mckinsey & Company Inc. (2000), "Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies". 3ª edición, John Wiley & Sons, Nueva York.
- Fernández, P. (2000) "Valoración de Empresas", 1ª Edición, Ediciones Gestión, Barcelona.
- Munilla, A. (2013) "Valoración de Empresas", Universidad de La Rioja.
- Volkswagen (2014). "Volkswagen AG" [En línea]. España disponible en: <http://www.volkswagenag.com/content/vwcorp/content/de/homepage.html>
- Volkswagen (2014). "Volkswagen Noticias" [En línea]. España disponible en: [http://www.volkswagen.es/es/mundo\\_vw/noticias.html](http://www.volkswagen.es/es/mundo_vw/noticias.html)
- Bloomberg LP, (mayo-junio, 2014)
- Volkswagen (2014). "Moving ideas, Facts and Figures, 2014".
- Credit Suisse (2014). "Auto Parts & Equipment (Automobiles & Components (Europe))".
- Bank of America Merrill Lynch, (2014.) "MQB to kick start re-rating"

- JP Morgan, (2014). “Volkswagen Prefs.The European recovery play”.
- Natixis, (2013). “Car Makers, Volkswagen”.
- Wolfsburg VOLKSWAGEN, (2014). “Taller de plataforma modular transversal (MQB) y de motores”.

# ANEXO

## Volkswagen consolidado

### Cuenta de Resultados

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Ingresos por ventas</b>	113.808	105.187	126.875	159.337	192.676	197.007
Coste de ventas	-96.612	-91.608	-105.431	-131.371	-157.522	-161.407
<b>Beneficio bruto</b>	<b>17.196</b>	<b>13.579</b>	<b>21.444</b>	<b>27.966</b>	<b>35.154</b>	<b>35.600</b>
Gastos de distribución	-10.552	-10.537	-12.213	-14.582	-18.850	-19.655
Gastos de administración	-2.742	-2.739	-3.287	-4.384	-6.220	-6.888
Otros ingresos de explotación	8.770	7.904	1.197	9.727	10.484	9.956
Otros gastos de explotación	-6.339	-6.352	0	-7.456	-9.070	-7.343
<b>Resultado Operativo</b>	<b>6.333</b>	<b>1.855</b>	<b>7.141</b>	<b>11.271</b>	<b>11.498</b>	<b>11.670</b>
Participación en beneficios y pérdidas de las inversiones de capital	910	701	1.944	2.174	13.568	3.588
Gastos financieros	-1.815	-2.268	-2.144	-2.047	-2.546	-2.366
Otros ingresos financieros	1.180	972	2.053	7.528	2.967	-465
Resultado financiero	275	-595	1.853	7.655	13.989	757
<b>Resultado antes de impuestos</b>	<b>6.608</b>	<b>1.260</b>	<b>8.994</b>	<b>18.926</b>	<b>25.487</b>	<b>12.427</b>
Impuesto	-1.920	-349	-1.767	-3.126	-3.607	-3.284
Corriente	-2.338	-1.145	-1.767	-4.351	-4.196	-3.733
Diferido	418	796		1.225	589	449
<b>Beneficio después de impuestos</b>	<b>4.688</b>	<b>911</b>	<b>7.227</b>	<b>15.800</b>	<b>21.880</b>	<b>9.143</b>
Participaciones no controladas	-65	-49	392	391	168	52
<b>Atribuible a los accionistas de Volkswagen AG Profit</b>	<b>4.753</b>	<b>960</b>	<b>6.835</b>	<b>15.409</b>	<b>21.712</b>	<b>9.091</b>

## Volkswagen consolidado % cambio año

### Cuenta de Resultados

	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Ingresos por ventas</b>	<b>-7,58%</b>	<b>20,62%</b>	<b>25,59%</b>	<b>20,92%</b>	<b>2,25%</b>
Coste de ventas	-5,18%	15,09%	24,60%	19,91%	2,47%
<b>Beneficio bruto</b>	<b>-21,03%</b>	<b>57,92%</b>	<b>30,41%</b>	<b>25,70%</b>	<b>1,27%</b>
Gastos de distribución	-0,14%	15,91%	19,40%	29,27%	4,27%
Gastos de administración	-0,11%	20,01%	33,37%	41,88%	10,74%
Otros ingresos de explotación	-9,87%	-84,86%	712,61%	7,78%	-5,04%
Otros gastos de explotación	0,21%	-100,00%	0	21,65%	-19,04%
<b>Resultado Operativo</b>	<b>-70,71%</b>	<b>284,96%</b>	<b>57,84%</b>	<b>2,01%</b>	<b>1,50%</b>
Participación en beneficios y pérdidas de las inversiones de capital	-22,97%	177,32%	11,83%	524,10%	-73,56%
Gastos financieros	24,96%	-5,47%	-4,52%	24,38%	-7,07%
Otros ingresos financieros	-17,63%	111,21%	266,68%	-60,59%	-115,67%
Resultado financiero	-316,36%	-411,43%	313,11%	82,74%	-94,59%
<b>Resultado antes de impuestos</b>	<b>-80,93%</b>	<b>613,81%</b>	<b>110,43%</b>	<b>34,67%</b>	<b>-51,24%</b>
Impuesto	-81,82%	406,30%	76,91%	15,39%	-8,95%
Corriente	-51,03%	54,32%	146,24%	-3,56%	-11,03%
Diferido	90,43%	-100,00%	0	-51,92%	-23,77%
<b>Beneficio después de impuestos</b>	<b>-80,57%</b>	<b>693,30%</b>	<b>118,62%</b>	<b>38,48%</b>	<b>-58,21%</b>
Participaciones no controladas	-24,62%	-900,00%	-0,26%	-57,03%	-69,05%
<b>Beneficio atribuible a los accionistas de Volkswagen AG</b>	<b>-79,80%</b>	<b>611,98%</b>	<b>125,44%</b>	<b>40,90%</b>	<b>-58,13%</b>

## Volkswagen Automotive

Cuenta de resultados						
	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Ingresos por ventas	102.632	93.041	112.806	142.092	172.822	175.003
Coste de ventas	-87.895	-82.068	-94.746	-117.853	-142.154	-144.481
<b>Beneficio bruto</b>	<b>14.737</b>	<b>10.973</b>	<b>18.060</b>	<b>24.239</b>	<b>30.668</b>	<b>30.522</b>
Gastos de distribución	-10.061	-10.002	-11.442	-13.808	-17.932	-18.604
Gastos de administración	-2.254	-2.259	-2.659	-3.562	-5.159	-5.682
Margen de explotación	3.006	2.553	2.231	3.104	2.347	3.571
<b>Resultado operativo</b>	<b>5.428</b>	<b>1.265</b>	<b>6.190</b>	<b>9.973</b>	<b>9.924</b>	<b>9.807</b>
Participación en beneficios y pérdidas de las inversiones de capital	809	610	1.819	2.041	13.423	3.513
Gastos financieros	0	0	0	0	0	0
Otros resultados financieros	-560	-1.271	-131	5.510	554	-2.858
Resultado financiero	249	-661	1.688	7.551	13.977	655
<b>Resultado antes de impuestos</b>	<b>5.677</b>	<b>604</b>	<b>7.878</b>	<b>17.524</b>	<b>23.901</b>	<b>10.462</b>
Renta Impuesto sobre la renta / gasto	-1.668	-151	-1.456	-2.702	-3.219	-2.873
<b>Beneficio después de impuestos</b>	<b>4.009</b>	<b>453</b>	<b>6.422</b>	<b>14.822</b>	<b>20.682</b>	<b>7.589</b>
Intereses no controlados	-71	-40	384	370	145	18
<b>Beneficio atribuible a los accionistas de Volkswagen AG</b>	<b>4.080</b>	<b>493</b>	<b>6.038</b>	<b>14.452</b>	<b>20.537</b>	<b>7.571</b>

## Volkswagen Automotive % del total

Cuenta de Resultados						
	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Ingresos por ventas	90%	88%	89%	89%	90%	89%
<b>Beneficio Bruto</b>	<b>86%</b>	<b>81%</b>	<b>84%</b>	<b>87%</b>	<b>87%</b>	<b>86%</b>
<b>Resultado Operativo</b>	<b>86%</b>	<b>68%</b>	<b>87%</b>	<b>88%</b>	<b>86%</b>	<b>84%</b>
<b>Beneficio antes de Impuestos</b>	<b>86%</b>	<b>48%</b>	<b>88%</b>	<b>93%</b>	<b>94%</b>	<b>84%</b>
Impuestos	87%	43%	82%	86%	89%	87%
<b>Beneficio después de Impuestos</b>	<b>86%</b>	<b>50%</b>	<b>89%</b>	<b>94%</b>	<b>95%</b>	<b>83%</b>
<b>Beneficio atribuible a los accionistas de Volkswagen AG</b>	<b>86%</b>	<b>51%</b>	<b>88%</b>	<b>94%</b>	<b>95%</b>	<b>83%</b>
<b>TOTAL</b>	<b>87%</b>	<b>61%</b>	<b>87%</b>	<b>90%</b>	<b>91%</b>	<b>85%</b>

## Volkswagen Finance

### Cuenta de Resultados

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Ingresos por ventas</b>	11.176	12.146	14.069	17.244	19.854	22.004
Coste de ventas	-8.717	-9.540	-10.685	-13.518	-15.364	-16.926
<b>Beneficio bruto</b>	<b>2.459</b>	<b>2.606</b>	<b>3.384</b>	<b>3.726</b>	<b>4.490</b>	<b>5.078</b>
Gastos de distribución	-491	-535	-770	-774	-918	-1.050
Gastos de administración	-488	-480	-628	-822	-1.065	-1.206
Margen de explotación	-575	-1.000	-1.034	-832	-921	-958
<b>Resultado operativo</b>	<b>905</b>	<b>591</b>	<b>952</b>	<b>1.298</b>	<b>1.586</b>	<b>1.864</b>
Participación en beneficios y pérdidas de las inversiones de capital	101	91	125	133	145	76
Gastos financieros	0	0	0	0	0	0
Otros resultados financieros	-75	-25	39	-30	-140	27
Resultado financiero	26	66	164	103	5	103
<b>Resultado antes de impuestos</b>	<b>931</b>	<b>657</b>	<b>1.116</b>	<b>1.401</b>	<b>1.591</b>	<b>1.967</b>
Renta Impuesto sobre la renta / gasto	-252	-198	-312	-424	-388	-410
<b>Beneficio después de impuestos</b>	<b>679</b>	<b>459</b>	<b>804</b>	<b>977</b>	<b>1.203</b>	<b>1.557</b>
Intereses no controlados	6	-9	8	20	23	61
<b>Beneficio atribuible a los accionistas de Volkswagen AG</b>	<b>673</b>	<b>468</b>	<b>796</b>	<b>957</b>	<b>1.180</b>	<b>1.496</b>

## Volkswagen Finance % del total

### Cuenta de Resultados

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Ingresos por ventas</b>	10%	12%	11%	11%	10%	11%
<b>Beneficio Bruto</b>	14%	19%	16%	13%	13%	14%
<b>Resultado Operativo</b>	14%	32%	13%	12%	14%	16%
<b>Beneficio antes de Impuestos</b>	14%	52%	12%	7%	6%	16%
Impuestos	13%	57%	18%	14%	11%	12%
<b>Beneficio después de Impuestos</b>	14%	50%	11%	6%	5%	17%
<b>Beneficio atribuible a los accionistas de Volkswagen AG</b>	14%	49%	12%	6%	5%	16%
<b>TOTAL</b>	13%	39%	13%	10%	9%	15%

## Balance

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Activos</b>						
<b>Activos no corrientes</b>	<b>91.756</b>	<b>99.402</b>	<b>113.457</b>	<b>147.986</b>	<b>196.582</b>	<b>202.142</b>
Activos intangibles	12.291	12.907	13.104	21.992	59.158	59.243
Propiedades, plantas y equipos	23.121	24.444	25.847	31.916	39.424	42.389
Leasing y alquileres	9.889	10.288	11.812	16.626	20.034	22.259
Servicios financieros por cobrar	31.855	33.174	35.817	42.450	49.785	51.198
Créditos corrientes y otros activos no financieros	14.600	18.589	26.877	35.002	28.181	27.053
<b>Activo Corriente</b>	<b>76.163</b>	<b>77.777</b>	<b>85.936</b>	<b>105.639</b>	<b>113.061</b>	<b>122.192</b>
Inventarios	17.816	14.124	17.631	27.551	28.674	28.653
Servicios financieros por cobrar	27.035	27.403	30.164	33.754	36.911	38.386
De crédito corrientes y otros activos financieros	17.061	12.381	13.970	19.897	21.555	23.483
Valores Negociables	3.770	3.330	5.501	6.146	7.433	8.492
Equivalentes de efectivo	9.474	20.539	18.670	18.291	18.488	23.178
Activos mantenidos para la venta	1.007	0	0	0	0	0
<b>Activos totales</b>	<b>167.919</b>	<b>177.179</b>	<b>199.393</b>	<b>253.625</b>	<b>309.643</b>	<b>324.334</b>
<b>Pasivo y Patrimonio Neto</b>						
Patrimonio Neto	<b>37.388</b>	<b>37.430</b>	<b>48.712</b>	<b>63.354</b>	<b>81.825</b>	<b>90.037</b>
Patrimonio neto atribuible a los accionistas de Volkswagen AG	35.011	35.281	45.978	57.539	77.515	87.733
Interés minoritario	2.377	2.149	2.734	5.815	4.310	2.304
<b>Pasivos no corrientes</b>	<b>65.729</b>	<b>70.215</b>	<b>73.781</b>	<b>89.216</b>	<b>122.305</b>	<b>115.671</b>
Pasivos financieros no corrientes	33.257	36.993	37.159	44.443	63.603	61.517
Provisiones para pensiones	12.955	13.936	15.432	16.787	23.969	21.774
Otros pasivos no corrientes	19.517	19.286	21.190	27.986	34.733	32.380
<b>Pasivo exigible</b>	<b>64.802</b>	<b>69.534</b>	<b>76.900</b>	<b>101.057</b>	<b>105.513</b>	<b>118.625</b>
Pasivos financieros corrientes	36.123	40.606	39.852	49.090	54.060	63.625
Acreedores comerciales	9.676	10.225	12.544	16.325	17.268	18.024
Otros pasivos corrientes	18.237	18.703	24.504	35.642	34.185	36.976
Pasivos asociados a activos mantenidos para la venta	766	0	0	0	0	0
<b>Total Pasivo</b>	<b>167.919</b>	<b>177.179</b>	<b>199.393</b>	<b>253.627</b>	<b>309.643</b>	<b>324.333</b>

KEY RATIOS VW Group	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Media
<b>Deuda neta</b>	59.906	57.060	58.341	75.242	99.175	101.964	75.281
<b>% Intangible</b>	7,32%	7,28%	6,57%	8,67%	19,11%	18,27%	11,20%
<b>AC/PC</b>	1,1753	1,1185	1,1175	1,0453	1,0715	1,0301	1,0931
<b>Total Liabilities/Equity</b>	3,49	3,73	3,09	3,00	2,78	2,60	3,12
<b>Deuda neta/Equity</b>	0,3568	0,3220	0,2926	0,2967	0,3203	0,3144	0,3171

## Volkswagen Automotive

Balance	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Activos</b>						
<b>Activos no corrientes</b>	<b>46.378</b>	<b>52.411</b>	<b>62.134</b>	<b>86.279</b>	<b>119.776</b>	<b>122.438</b>
Activos intangibles	12.186	12.790	13.023	21.861	58.936	59.007
Propiedades, plantas y equipos	22.879	24.064	25.440	31.454	38.004	40.632
Leasing y alquileres	410	324	384	3.278	2.667	2.642
Servicios financieros por cobrar	0	0	-22	-600	-602	-602
Créditos corrientes y otros activos no financieros	10.903	15.233	23.309	30.286	20.771	20.759
<b>Activo Corriente</b>	<b>42.370</b>	<b>44.296</b>	<b>49.395</b>	<b>59.755</b>	<b>61.282</b>	<b>68.319</b>
Inventarios	16.732	13.375	16.393	25.378	25.868	25.580
Servicios financieros por cobrar	-103	-161	-238	-816	-911	-844
De crédito corrientes y otros activos financieros	13.340	9.193	10.446	15.494	15.166	16.458
Valores Negociables	3.730	3.231	5.375	5.235	5.697	6.675
Equivalentes de efectivo	7.664	18.658	17.419	14.464	15.462	20.450
Activos mantenidos para la venta	1.007	0				0
<b>Activos totales</b>	<b>88.748</b>	<b>96.707</b>	<b>111.529</b>	<b>146.034</b>	<b>181.058</b>	<b>190.757</b>
<b>Pasivo y Patrimonio Neto</b>						
Patrimonio Neto	<b>28.964</b>	<b>29.253</b>	<b>39.546</b>	<b>52.488</b>	<b>68.458</b>	<b>75.984</b>
Patrimonio neto atribuible a los accionistas de Volkswagen AG	26.841	27.321	37.048	46.891	64.542	74.103
Interés minoritario	2.123	1.932	2.498	5.597	3.916	1.881
<b>Pasivos no corrientes</b>	<b>30.688</b>	<b>39.508</b>	<b>42.364</b>	<b>49.074</b>	<b>68.910</b>	<b>65.290</b>
Pasivos financieros no corrientes	2.240	9.272	8.989	7.663	15.069	15.913
Provisiones para pensiones	12.829	13.793	15.265	16.592	23.658	21.481
Otros pasivos no corrientes	15.619	16.443	18.110	24.819	30.183	27.896
<b>Pasivo exigible</b>	<b>29.096</b>	<b>27.947</b>	<b>29.617</b>	<b>44.471</b>	<b>43.692</b>	<b>49.484</b>
Pasivos financieros corrientes	2.865	2.156	-3.143	-2.979	-2.544	-343
Acreedores comerciales	9.085	9.734	11.628	15.245	15.663	16.582
Otros pasivos corrientes	16.380	16.057	21.132	32.205	30.573	33.245
Pasivos asociados a activos mantenidos para la venta	766	0	0	0	0	0
<b>Total Pasivo</b>	<b>88.748</b>	<b>96.708</b>	<b>111.527</b>	<b>146.033</b>	<b>181.060</b>	<b>190.758</b>

KEY RATIOS VW Automotive	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Media
<b>Deuda neta</b>	-2.559	-7.230	-11.573	-9.780	-2.937	-4.880	-6.493
<b>% Intangible</b>	13,73%	13,23%	11,68%	14,97%	32,55%	30,93%	19,51%
<b>AC/PC</b>	1,4562	1,5850	1,6678	1,3437	1,4026	1,3806	1,4727
<b>Total Liabilities/Equity</b>	2,06	2,31	1,82	1,78	1,64	1,51	1,85
<b>Deuda neta /Equity</b>	-0,0884	-0,2472	-0,2926	-0,1863	-0,0429	-0,0642	-0,1536

## Volkswagen Automotive

### Balance Sheet

% sobre Volkswagen Group	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Activos</b>						
<b>Activos no corrientes</b>	51%	53%	55%	58%	61%	61%
Activos intangibles	99%	99%	99%	99%	100%	100%
Propiedades, plantas y equipos	99%	98%	98%	99%	96%	96%
Leasing y alquileres	4%	3%	3%	20%	13%	12%
Servicios financieros por cobrar	0%	0%	0%	-1%	-1%	-1%
Créditos corrientes y otros activos no financieros	75%	82%	87%	87%	74%	77%
<b>Activo Corriente</b>	56%	57%	57%	57%	54%	56%
Inventarios	94%	95%	93%	92%	90%	89%
Servicios financieros por cobrar	0%	-1%	-1%	-2%	-2%	-2%
De crédito corrientes y otros activos financieros	78%	74%	75%	78%	70%	70%
Valores Negociables	99%	97%	98%	85%	77%	79%
Equivalentes de efectivo	81%	91%	93%	79%	84%	88%
Activos mantenidos para la venta	100%					
<b>Activos totales</b>	53%	55%	56%	58%	58%	59%
<b>Pasivo y Patrimonio Neto</b>						
Patrimonio Neto	77%	78%	81%	83%	84%	84%
Patrimonio neto atribuible a los accionistas de Volkswagen AG	77%	77%	81%	81%	83%	84%
Interés minoritario	89%	90%	91%	96%	91%	82%
<b>Pasivos no corrientes</b>	47%	56%	57%	55%	56%	56%
Pasivos financieros no corrientes	7%	25%	24%	17%	24%	26%
Provisiones para pensiones	99%	99%	99%	99%	99%	99%
Otros pasivos no corrientes	80%	85%	85%	89%	87%	86%
<b>Pasivo exigible</b>	45%	40%	39%	44%	41%	42%
Pasivos financieros corrientes	8%	5%	-8%	-6%	-5%	-1%
Acreedores comerciales	94%	95%	93%	93%	91%	92%
Otros pasivos corrientes	90%	86%	86%	90%	89%	90%
Pasivos asociados a activos mantenidos para la venta	100%					
<b>Total Pasivo</b>	53%	55%	56%	58%	58%	59%
<b>Promedio</b>	<b>64,9%</b>	<b>63,8%</b>	<b>63,9%</b>	<b>64,3%</b>	<b>62,9%</b>	<b>63,3%</b>

## Volkswagen Finance

Balance	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Activos</b>						
<b>Activos no corrientes</b>	<b>45.378</b>	<b>46.991</b>	<b>51.325</b>	<b>61.708</b>	<b>76.806</b>	<b>79.704</b>
Activos intangibles	105	117	82	131	222	236
Propiedades, plantas y equipos	242	380	407	462	1.420	1.757
Leasing y alquileres	9.479	9.964	11.428	13.348	17.367	19.617
Servicios financieros por cobrar	31.855	33.174	35.840	43.050	50.387	51.800
Créditos corrientes y otros activos no financieros	3.697	3.356	3.568	4.717	7.410	6.294
<b>Activo Corriente</b>	<b>33.793</b>	<b>33.480</b>	<b>36.542</b>	<b>45.885</b>	<b>51.779</b>	<b>53.872</b>
Inventarios	1.084	749	1.238	2.173	2.806	3.073
Servicios financieros por cobrar	27.138	27.564	30.403	34.570	37.822	39.229
De crédito corrientes y otros activos financieros	3.721	3.188	3.524	4.404	6.389	7.025
Valores Negociables	40	98	126	911	1.736	1.817
Equivalentes de efectivo	1.810	1.881	1.251	3.827	3.026	2.728
Activos mantenidos para la venta	0	0	0		0	0
<b>Activos totales</b>	<b>79.171</b>	<b>80.471</b>	<b>87.867</b>	<b>107.593</b>	<b>128.585</b>	<b>133.576</b>
<b>Pasivo y Patrimonio Neto</b>						
Patrimonio Neto	<b>8.424</b>	<b>8.177</b>	<b>9.166</b>	<b>10.865</b>	<b>13.367</b>	<b>14.053</b>
Patrimonio neto atribuible a los accionistas de Volkswagen AG	8.170	7.960	8.930	10.647	12.973	13.630
Interés minoritario	254	217	236	218	394	423
<b>Pasivos no corrientes</b>	<b>35.041</b>	<b>30.706</b>	<b>31.417</b>	<b>40.141</b>	<b>53.396</b>	<b>50.381</b>
Pasivos financieros no corrientes	31.017	27.721	28.170	36.780	48.534	45.604
Provisiones para pensiones	126	142	167	194	312	293
Otros pasivos no corrientes	3.898	2.843	3.080	3.167	4.550	4.484
<b>Pasivo exigible</b>	<b>35.706</b>	<b>41.586</b>	<b>47.284</b>	<b>56.586</b>	<b>61.822</b>	<b>69.140</b>
Pasivos financieros corrientes	33.258	38.450	42.996	52.069	56.604	63.968
Acreedores comerciales	591	491	916	1.081	1.606	1.441
Otros pasivos corrientes	1.857	2.645	3.372	3.436	3.612	3.731
Pasivos asociados a activos mantenidos para la venta	0	0	0	0	0	0
<b>Total Pasivo</b>	<b>79.171</b>	<b>80.469</b>	<b>87.867</b>	<b>107.592</b>	<b>128.585</b>	<b>133.574</b>

## Volkswagen Finance

<b>Balance</b>						
% sobre Volkswagen Group	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
<b>Activos</b>						
<b>Activos no corrientes</b>	<b>49%</b>	<b>47%</b>	<b>45%</b>	<b>42%</b>	<b>39%</b>	<b>39%</b>
Activos intangibles	1%	1%	1%	1%	0%	0%
Propiedades, plantas y equipos	1%	2%	2%	1%	4%	4%
Leasing y alquileres	96%	97%	97%	80%	87%	88%
Servicios financieros por cobrar	100%	100%	100%	101%	101%	101%
Créditos corrientes y otros activos no financieros	25%	18%	13%	13%	26%	23%
<b>Activo Corriente</b>	<b>44%</b>	<b>43%</b>	<b>43%</b>	<b>43%</b>	<b>46%</b>	<b>44%</b>
Inventarios	6%	5%	7%	8%	10%	11%
Servicios financieros por cobrar	100%	101%	101%	102%	102%	102%
De crédito corrientes y otros activos financieros	22%	26%	25%	22%	30%	30%
Valores Negociables	1%	3%	2%	15%	23%	21%
Equivalentes de efectivo	19%	9%	7%	21%	16%	12%
Activos mantenidos para la venta	0%					
<b>Activos totales</b>	<b>47%</b>	<b>45%</b>	<b>44%</b>	<b>42%</b>	<b>42%</b>	<b>41%</b>
<b>Pasivo y Patrimonio Neto</b>						
Patrimonio Neto	23%	22%	19%	17%	16%	16%
Patrimonio neto atribuible a los accionistas de Volkswagen AG	23%	23%	19%	19%	17%	16%
Interés minoritario	11%	10%	9%	4%	9%	18%
<b>Pasivos no corrientes</b>	<b>53%</b>	<b>44%</b>	<b>43%</b>	<b>45%</b>	<b>44%</b>	<b>44%</b>
Pasivos financieros no corrientes	93%	75%	76%	83%	76%	74%
Provisiones para pensiones	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Otros pasivos no corrientes	20%	15%	15%	11%	13%	14%
<b>Pasivo exigible</b>	<b>55%</b>	<b>60%</b>	<b>61%</b>	<b>56%</b>	<b>59%</b>	<b>58%</b>
Pasivos financieros corrientes	92%	95%	108%	106%	105%	101%
Acreedores comerciales	6%	5%	7%	7%	9%	8%
Otros pasivos corrientes	10%	14%	14%	10%	11%	10%
Pasivos asociados a activos mantenidos para la venta	0%					
<b>Total Pasivo</b>	<b>47%</b>	<b>45%</b>	<b>44%</b>	<b>42%</b>	<b>42%</b>	<b>41%</b>
<b>Promedio</b>	<b>35,1%</b>	<b>36,2%</b>	<b>36,1%</b>	<b>35,7%</b>	<b>37,1%</b>	<b>36,7%</b>

## Cash Flow

€ Millón	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Beneficio antes de impuestos	6.608	1.261	8.994	18.926	25.492	12.428
Impuestos pagados	-2.075	-529	-1.554	-3.269	-5.056	-3.107
Depreciación y amortización	8.438	8.877	10.097	10.346	13.135	14.686
Variación de las provisiones de pensiones	140	135	77	13	95	179
Otros ingresos / gastos	583	-118	-2.073	-7.164	-13.575	218
<b>Flujo de caja bruto</b>	<b>13.694</b>	<b>9.626</b>	<b>15.541</b>	<b>18.852</b>	<b>20.091</b>	<b>24.404</b>
Variación de capital	-10.992	3.115	-4.086	-10.353	-12.882	-11.809
Variación de existencias	-3.056	4.155	-2.507	-4.234	460	-1.021
Variación cuentas a cobrar	-1.333	465	-1.980	-2.241	-56	-1.651
Variación de pasivos	815	260	4.064	3.077	-236	2.363
Variación de otras provisiones	369	1.525	2.577	3.946	370	2.300
Variación en arrendamiento	-2.734	-2.571	-3.138	-4.090	-5.606	-7.112
Variaciones en serv. financieros	-5.053	-719	-3.102	-6.811	-7.814	-6.688
<b>Flujo de efectivo de act. Operativas</b>	<b>2.702</b>	<b>12.741</b>	<b>11.455</b>	<b>8.499</b>	<b>7.209</b>	<b>12.595</b>
<b>Flujo de efectivo de act. Inversión</b>	<b>-11.613</b>	<b>-10.428</b>	<b>-9.278</b>	<b>-16.002</b>	<b>-16.840</b>	<b>-14.936</b>
Adquisiciones de propiedades	-6.896	-5.963	-5.758	-8.087	-10.493	-11.385
Equipos	-2.216	-1.948	-1.667	-1.666	-2.615	-4.021
Los costes capitalizados	-2.596	-2.669	-2.150	-6.388	-4.105	-151
Adquisición y cesión de capital	-8.911	2.313	2.176	-7.502	-9.631	-2.341
Inversiones	430	753	-1.770	-2.629	-2.643	-1.954
<b>Flujo neto de efectivo</b>	<b>8.123</b>	<b>5.536</b>	<b>-852</b>	<b>8.316</b>	<b>13.712</b>	<b>8.973</b>
Variación en inversiones y préstamos	-113	190	4.537	82	-141	-462
<b>Flujos de efectivo de act. de financiamiento</b>	<b>-471</b>	<b>8.792</b>	<b>-8</b>	<b>-1.733</b>	<b>1.298</b>	<b>4.216</b>
<b>Variación efectivo y equivalentes</b>	<b>9.443</b>	<b>18.235</b>	<b>18.228</b>	<b>16.495</b>	<b>17.794</b>	<b>22.009</b>
Variación neta del efectivo	7.875	7.312	9.437	12.163	14.352	17.177
<b>Efectivo y equivalentes de efectivo al 31 de diciembre</b>	<b>17.318</b>	<b>25.547</b>	<b>27.664</b>	<b>28.658</b>	<b>32.146</b>	<b>39.186</b>
Valores y préstamos	-69.555	-77.599	-77.012	-93.533	-117.663	-121.504
<b>Liquidez bruta</b>	<b>-52.237</b>	<b>-52.052</b>	<b>-49.347</b>	<b>-64.875</b>	<b>-85.517</b>	<b>-82.318</b>

## Volkswagen Automotive

## Cash Flow

€ Millón	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Beneficio antes de impuestos	5.677	603	7.878	17.524	23.900	10.462
Impuestos pagados	-1.973	-265	-1.364	-2.784	-4.514	-2.622
Depreciación y amortización	6.680	6.740	7.751	7.843	9.982	10.786
Variación de las provisiones de pensiones	132	130	72	8	87	168
Otros ingresos / gastos	429	-623	-1.981	-7.208	-13.678	-107
<b>Flujo de caja bruto</b>	<b>10.945</b>	<b>6.585</b>	<b>12.356</b>	<b>15.383</b>	<b>15.777</b>	<b>18.687</b>
Variación de capital	-2.144	6.229	1.576	1.727	452	1.925
Variación de existencias	-2.688	3.820	-2.035	-3.594	1.044	-729
Variación cuentas a cobrar	-1.130	750	-1.910	-944	114	-1.163
Variación de pasivos	1.100	193	3.350	2.698	-627	2.118
Variación de otras provisiones	382	1.457	2.377	3.712	57	2.241
Variación en arrendamiento	-105	-48	-98	-394	-232	-465
Variaciones en serv. financieros	297	57	-108	249	96	-77
<b>Flujo de efectivo de act. Operativas</b>	<b>8.800</b>	<b>12.815</b>	<b>13.930</b>	<b>17.109</b>	<b>16.232</b>	<b>20.612</b>
<b>Flujo de efectivo de act. Inversión</b>	<b>-11.479</b>	<b>-10.252</b>	<b>-9.095</b>	<b>-15.998</b>	<b>-16.455</b>	<b>-16.199</b>
Adquisiciones de propiedades	-6.773	-5.783	-5.656	-7.929	-10.271	-11.040
Equipos	-2.216	-1.948	-1.667	-1.666	-2.615	-4.021
Los costes capitalizados	-2.571	-2.667	-2.061	-6.626	-3.927	-1.702
Adquisición y cesión de capital	-2.679	2.563	4.835	1.112	-223	4.413
Inversiones	496	509	-1.432	-1.285	-111	-1.298
<b>Flujo neto de efectivo</b>	<b>942</b>	<b>5.497</b>	<b>-3.161</b>	<b>-4.267</b>	<b>2.551</b>	<b>1.734</b>
Variación en inversiones y préstamos	-57	155	4.496	106	-98	-353
<b>Flujos de efectivo de act. de financiamiento</b>	<b>-1.298</b>	<b>8.724</b>	<b>640</b>	<b>-4.334</b>	<b>2.120</b>	<b>4.497</b>
<b>Variación efectivo y equivalentes</b>	<b>7.639</b>	<b>16.362</b>	<b>17.002</b>	<b>12.668</b>	<b>14.788</b>	<b>19.285</b>
Variación neta del efectivo	5.679	5.701	7.482	8.966	8.110	9.515
<b>Efectivo y equivalentes de efectivo al 31 de diciembre</b>	<b>13.318</b>	<b>22.063</b>	<b>24.484</b>	<b>21.634</b>	<b>22.898</b>	<b>28.800</b>
Valores y préstamos	-5.279	-11.427	-5.845	-4.683	-12.324	-11.932
<b>Liquidez bruta</b>	<b>8.039</b>	<b>10.636</b>	<b>18.639</b>	<b>16.951</b>	<b>10.573</b>	<b>16.869</b>

Volkswagen Finance

Cash Flow						
€ Millón	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Beneficio antes de impuestos	931	657	1.116	1.402	1.591	1.966
Impuestos pagados	-102	-264	-190	-484	-542	-486
Depreciación y amortización	1.758	2.137	2.346	2.503	3.152	3.900
Variación de las provisiones de pensiones	8	5	5	6	7	11
Otros ingresos / gastos	154	505	-91	44	103	325
<b>Flujo de caja bruto</b>	<b>2.749</b>	<b>3.040</b>	<b>3.186</b>	<b>3.471</b>	<b>4.311</b>	<b>5.716</b>
Variación de capital	-8.848	-3.115	-5.661	-12.080	-13.335	-13.735
Variación de existencias	-368	335	-471	-640	-584	-292
Variación cuentas a cobrar	-203	-285	-70	-1.297	-171	-489
Variación de pasivos	-285	67	714	379	391	245
Variación de otras provisiones	-13	68	199	234	313	59
Variación en arrendamiento	-2.629	-2.523	-3.040	-3.695	-5.374	-6.647
Variaciones en serv. financieros	-5.350	-777	-2.993	-7.061	-7.910	-6.611
<b>Flujo de efectivo de act. Operativas</b>	<b>-6.098</b>	<b>-74</b>	<b>-2.476</b>	<b>-8.069</b>	<b>-9.023</b>	<b>-8.107</b>
<b>Flujo de efectivo de act. Inversión</b>	<b>-134</b>	<b>-176</b>	<b>-183</b>	<b>-4</b>	<b>-385</b>	<b>1.263</b>
Adquisiciones de propiedades	-122	-180	-102	-158	-222	-345
Equipos	0	0	0	0	0	0
Los costes capitalizados	-25	-3	-89	238	-179	1.551
Adquisición y cesión de capital	-6.232	-250	-2.659	-8.613	-9.408	-6.754
Inversiones	-66	244	-338	-1.344	-2.532	-656
<b>Flujo neto de efectivo</b>	<b>7.181</b>	<b>39</b>	<b>2.309</b>	<b>12.583</b>	<b>11.161</b>	<b>7.239</b>
Variación en inversiones y préstamos	-56	35	41	-34	-43	-110
<b>Flujos de efectivo de act. de financiamiento</b>	<b>827</b>	<b>69</b>	<b>-647</b>	<b>2.601</b>	<b>-822</b>	<b>-281</b>
<b>Variación efectivo y equivalentes</b>	<b>1.804</b>	<b>1.873</b>	<b>1.226</b>	<b>3.827</b>	<b>3.005</b>	<b>2.724</b>
Variación neta del efectivo	2.196	1.611	1.954	3.197	6.242	7.661
<b>Efectivo y equivalentes de efectivo al 31 de diciembre</b>	<b>4.000</b>	<b>3.484</b>	<b>3.180</b>	<b>7.024</b>	<b>9.248</b>	<b>10.386</b>
Valores y préstamos	-64.276	-66.172	-71.166	-88.849	-105.338	-109.572
<b>Liquidez bruta</b>	<b>-60.276</b>	<b>-62.688</b>	<b>-67.986</b>	<b>-81.826</b>	<b>-96.090</b>	<b>-99.186</b>

## ROCE:

Volkswagen Group						
<b>WACC</b>						
	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Datos de la compañía	7,23%	6,90%	6,27%	7,04%	7,80%	8,34%
Datos Bloomberg	7,40%	5,00%	8,00%	5,80%	5,80%	4,80%
<b>ROCE</b>						
<b>EBIT/capital empleado</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
	6,14%	1,72%	5,83%	7,39%	5,63%	5,67%
<b>ROCE – WACC</b>						
	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
	-1,26%	-3,28%	-2,17%	1,59%	-0,17%	0,87%
<b>(ROCE - WACC)*CE</b>						
	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
	-1.298	-3.527	-2.658	2.422	-342	1.796
<b>Creación de valor</b>		<b>-3.607</b>				
<b>FCF</b>						
	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Datos Bloomberg	861	7.497	8.799	7.224	4.531	7.897
<b>EBIT - FCF</b>						
	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
	5.472	-5.642	-1.658	4.047	6.967	3.773
<b>FCF/EBIT</b>						
	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
	13,60%	404,15%	123,22%	64,09%	39,41%	67,67%
<b>Margen</b>						
	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
	4,18%	0,91%	5,39%	9,67%	11,27%	4,61%
<b>Resultado operativo</b>						
	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
	5,56%	1,76%	5,63%	7,07%	5,97%	5,92%

<b>Volkswagen Resumen en millones</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>Media</b>
Activos corrientes	76.163	77.777	85.936	105.639	113.061	122.192	96.795
Activos totales	167.919	177.179	199.393	253.625	309.643	324.334	238.682
Pasivos Corrientes	64.802	69.534	76.900	101.057	105.513	118.625	89.405
Patrimonio	37.388	37.430	48.712	63.354	81.825	90.037	59.791
Patrimonio y Pasivo Total	167.919	177.179	199.393	253.627	309.643	324.333	238.682
<b>Capital Empleado</b>	<b>103.117</b>	<b>107.645</b>	<b>122.493</b>	<b>152.568</b>	<b>204.130</b>	<b>205.709</b>	<b>98.565</b>

<b>Volkswagen Automotive Resumen en millones</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>Media</b>
Activos corrientes	42.370	44.296	49.395	59.755	61.282	68.319	54.236
Activos totales	88.748	96.707	111.529	146.034	181.058	190.757	135.806
Pasivos Corrientes	29.096	27.947	29.617	44.471	43.692	49.484	37.385
Patrimonio	28.964	29.253	39.546	52.488	68.458	75.984	49.116
Patrimonio y Pasivo Total	88.748	96.708	111.527	146.033	181.060	190.758	135.806
<b>Capital Empleado</b>	<b>59.652</b>	<b>68.760</b>	<b>81.912</b>	<b>101.563</b>	<b>137.366</b>	<b>141.273</b>	<b>98.421</b>

<b>Volkswagen Finance resumen en millones</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>Media</b>
Activos corrientes	33.793	33.480	36.542	45.885	51.779	53.872	42.559
Activos totales	79.171	80.471	87.867	107.593	128.585	133.576	102.877
Pasivos Corrientes	35.706	41.586	47.284	56.586	61.822	69.140	52.021
Patrimonio	8.424	8.177	9.166	10.865	13.367	14.053	10.675
Patrimonio y Pasivo Total	79.171	80.469	87.867	107.592	128.585	133.574	102.876
<b>Capital Empleado</b>	<b>43.465</b>	<b>38.885</b>	<b>40.583</b>	<b>51.007</b>	<b>66.763</b>	<b>64.436</b>	<b>34.386</b>

-----VOLKSWAGEN AUTOMOTIVE-----

FCL															
	2013	2014E	%	2015E	%	2016E	%	2017E	%	2018E	%	2019E	%	2020E	%
EBIT*(1-T)	7.216	7.360	2%	7.508	2%	7.658	2%	7.811	2%	7.967	2%	8.126	2%	8.289	2%
CAPEX	-11.040	-12.144	10%	-12.265	1%	-12.388	1%	-12.512	1%	-12.637	1%	-12.890	2%	-13.148	2%
Dep y Amort.	10.786	10.786	0%	10.786	0%	10.786	0%	10.786	0%	10.786	0%	10.786	0%	10.786	0%
ΔNOF	1.245	1.257	1%	1.270	1%	1.283	1%	1.296	1%	1.309	1%	1.322	1%	1.335	1%
FCL	<b>5.717</b>	<b>4.745</b>	<b>-17%</b>	<b>4.758</b>	<b>0%</b>	<b>4.773</b>	<b>0%</b>	<b>4.789</b>	<b>0%</b>	<b>4.807</b>	<b>0%</b>	<b>4.701</b>	<b>-2%</b>	<b>4.592</b>	<b>-2%</b>

WACC (Bloomberg)													
	Histórico						Proyecciones						
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Equity	32,64%	30,25%	35,46%	35,94%	37,81%	39,83%	39,20%	39,20%	39,00%	39,00%	39,00%	39,00%	39,00%
Ke	11%	9,90%	17,20%	13,30%	12,70%	10,90%	12,00%	13,00%	13,50%	13,50%	13,50%	13,50%	13,50%
Deuda	67,36%	69,75%	64,54%	64,06%	62,19%	60,17%	60,80%	60,80%	61,00%	61,00%	61,00%	61,00%	61,00%
Kd	3,20%	2,10%	2,10%	2,00%	1,30%	0,80%	2,00%	2,50%	3,50%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
WACC	<b>5,81%</b>	<b>4,46%</b>	<b>7,45%</b>	<b>6,06%</b>	<b>5,61%</b>	<b>4,82%</b>	<b>5,92%</b>	<b>6,62%</b>	<b>7,40%</b>	<b>7,71%</b>	<b>7,71%</b>	<b>7,71%</b>	<b>7,71%</b>

En millones

DFC								
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Flujos de Caja Descontados	5.717	4.480	4.186	3.853	3.559	3.317	3.011	2.731
EV TOTAL	30.854							

In millones

<b>DFC Valor Residual</b>	
g (crecimiento perpetuo)	1%
FCF Residual	4.638
WACC Residual	7,71%
EV VR al año 2015	69.178
<b>EV VR</b>	<b>41.145</b>

En millones

<b>EV</b>	<b>71.999</b>
<b>Menos: DFN</b>	<b>-6.493</b>
<b>Total Equity Value</b>	<b>78.492</b>

----- VOLKSWAGEN FINANCE -----

<b>EV</b>	<b>133.574</b>
<b>Menos: DFN</b>	<b>106.844</b>
<b>Total Equity Value</b>	<b>26.730</b>

----- GRUPO VOLKSWAGEN -----

<b>EV</b>	<b>205.573</b>
<b>Menos: DFN</b>	<b>100.351</b>
<b>Total Equity Value</b>	<b>105.222</b>
<b>Número de Acciones</b>	<b>450</b>
<b>Precio de la acción estimado por DFC</b>	<b>234</b>

## SALES % over total

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Europe/Remaining Markets</b>	<b>60%</b>	<b>55%</b>	<b>50%</b>	<b>49%</b>	<b>45%</b>	<b>43%</b>
<b>Western Europe</b>	<b>48%</b>	<b>46%</b>	<b>40%</b>	<b>38%</b>	<b>33%</b>	<b>32%</b>
of wich: Germany	17%	20%	14%	14%	13%	12%
United Kingdom	6%	5%	5%	5%	5%	5%
France	4%	4%	4%	4%	3%	3%
Italy	4%	4%	3%	3%	2%	2%
Spain	4%	4%	3%	3%	2%	2%
<b>Central and Eastern Europe</b>	<b>9%</b>	<b>6%</b>	<b>6%</b>	<b>7%</b>	<b>7%</b>	<b>7%</b>
of wich: Russia	2%	2%	2%	3%	4%	3%
Czech Republic	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Poland	1%	1%	1%	1%	1%	1%
<b>Remaining Markets</b>	<b>4%</b>	<b>3%</b>	<b>4%</b>	<b>4%</b>	<b>4%</b>	<b>5%</b>
of wich: Turkey	1%	1%	1%	1%	1%	1%
South Africa	1%	1%	1%	1%	1%	1%
<b>North America</b>	<b>8%</b>	<b>7%</b>	<b>8%</b>	<b>8%</b>	<b>9%</b>	<b>9%</b>
of wich: USA	5%	5%	5%	5%	7%	6%
México	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Canada	1%	1%	1%	1%	1%	1%
<b>South America</b>	<b>13%</b>	<b>13%</b>	<b>13%</b>	<b>11%</b>	<b>11%</b>	<b>10%</b>
of wich: Brazil	10%	11%	10%	9%	9%	8%
Argentina	2%	2%	2%	2%	2%	2%
<b>Asia Pacific</b>	<b>19%</b>	<b>24%</b>	<b>30%</b>	<b>31%</b>	<b>35%</b>	<b>37%</b>
of wich: China	16%	22%	27%	28%	31%	34%
India	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Japan	0%	0%	1%	1%	1%	1%
<b>Worldwide</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

	VENTAS VEHÍCULOS						INGRESOS POR VENTAS					
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Miles de Vehiculos/€ millón												
<b>Volkswagen Passenger Cars</b>	3.648	3.459	3.863	4.450	4.850	4.704	72.928	65.368	80.251	94.690	103.942	99.397
<b>Audi</b>	1.275	1.183	1.321	1.543	1.299	1.349	34.196	29.840	35.441	44.096	48.771	49.880
<b>Škoda</b>	626	552	585	690	727	719	8.039	7.100	8.692	10.266	10.438	10.324
<b>Seat</b>	375	319	349	362	429	459	5.196	4.561	5.038	5.393	6.485	6.874
<b>Bentley</b>	8	4	5	7	9	11	1.084	571	721	1.119	1.453	1.679
<b>Porsche</b>	-	-	-	-	62	155	-	-	-	-	5.879	14.326
<b>Volkswagen Commercial Vehicles</b>	439	275	349	441	437	436	9.607	5.294	7.392	8.985	9.450	9.370
<b>Scania</b>	31	43	64	80	67	80	3.865	6.385	8.462	10.064	9.314	10.360
<b>MAN</b>	-	-	-	25	134	140	-	-	-	2.652	15.999	15.861
<b>VW China</b>	989	1.397	1.871	2.201	2.609	3.038	-	-	-	-	-	-
<b>Other</b>	-1.119	-923	-1.128	-1.438	-1.279	-1.364	-32.036	-25.592	-32.709	-33.768	-36.929	-40.047
<b>Volkswagen Financial services</b>	-	-	-	-	-	-	10.929	11.660	13.587	15.840	17.872	18.983
<b>Volkswagen Group</b>	6.272	6.309	7.278	8.361	9.345	9.728	113.808	105.187	126.875	159.336	192.676	197.008
<b>Automotive Division</b>	6.272	6.309	7.278	8.361	9.345	9.728	102.632	93.041	112.806	142.092	172.822	175.004
<i>Passenger Cars</i>	-	-	7.215	8.256	9.143	9.071	-	-	104.627	129.706	148.021	140.077
<i>Trucks and Buses</i>	-	-	64	105	202	657	-	-	8.179	12.386	24.801	34.927
<b>Finance Division</b>	0	0	0	0	0	0	11.176	12.146	14.069	17.244	19.854	22.004
<b>Total</b>	18.816	18.927	29.114	33.444	37.379	38.911	341.424	315.561	493.431	620.101	750.848	766.027

Precio medio del coche por marca	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Volkswagen Passenger Cars</b>	19.991	18.898	20.774	21.279	21.431	21.130
<b>Audi</b>	26.820	25.224	26.829	28.578	37.545	36.976
<b>Škoda</b>	12.842	12.862	14.858	14.878	14.358	14.359
<b>Seat</b>	13.856	14.298	14.436	14.898	15.117	14.976
<b>Bentley</b>	135.500	142.750	144.200	159.857	161.444	152.636
<b>Porsche</b>					94.823	92.426
<b>Volkswagen Commercial Vehicles</b>	21.884	19.251	21.181	20.374	21.625	21.491
<b>Scania</b>	124.677	148.488	132.219	125.800	139.015	129.500
<b>MAN</b>				106.080	119.396	113.293
<b>Other</b>	28.629	27.727	28.997	23.483	28.873	29.360
<b>Volkswagen Group</b>	18.145	16.673	17.433	19.057	20.618	20.252
<b>Automotive Division</b>	16.364	14.747	15.500	16.995	18.494	17.990
<i>Passenger Cars</i>			14.501	15.711	16.190	15.442
<i>Trucks and Buses</i>			127.797	117.962	122.777	53.161
<b>Total</b>	18.145	16.673	16.948	18.541	20.087	19.687

Precio medio por región	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Europe/Remaining Markets</b>	21.931	21.536	23.279	26.031	28.469	27.865
<b>North America</b>	25.280	24.350	27.624	26.316	29.746	30.790
<b>South America</b>	12.184	11.630	14.833	15.981	18.130	17.636
<b>Asia-Pacific</b>	7.212	5.795	6.714	8.943	10.705	9.601
<b>Volkswagen Group</b>	18.192	16.601	17.612	19.524	21.232	20.245

Cambio en el precio medio YoY	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Volkswagen Passenger Cars</b>	-5%	10%	2%	1%	-1%
<b>Audi</b>	-6%	6%	7%	31%	-2%
<b>Škoda</b>	0%	16%	0%	-3%	0%
<b>Seat</b>	3%	1%	3%	1%	-1%
<b>Bentley</b>	5%	1%	11%	1%	-5%
<b>Porsche</b>					-3%
<b>Volkswagen Commercial Vehicles</b>	-12%	10%	-4%	6%	-1%
<b>Scania</b>	19%	-11%	-5%	11%	-7%
<b>MAN</b>				13%	-5%
<b>Other</b>	-3%	5%	-19%	23%	2%
<b>Volkswagen Group</b>	-8%	5%	9%	8%	-2%
<b>Automotive Division</b>	-10%	5%	10%	9%	-3%
<i>Passenger Cars</i>			8%	3%	-5%
<i>Trucks and Buses</i>			-8%	4%	-57%
<b>Total</b>	-8%	2%	9%	8%	-2%

Precio medio por región	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Europe/Remaining Markets</b>	-2%	8%	12%	9%	-2%
<b>North America</b>	-4%	13%	-5%	13%	4%
<b>South America</b>	-5%	28%	8%	13%	-3%
<b>Asia-Pacific</b>	-20%	16%	33%	20%	-10%
<b>Volkswagen Group</b>	-9%	6%	11%	9%	-5%