

## “Volkswagen krijgt koopaanbeveling bij KBC”

*Uit het departement: “Cash is king”*

VW rapporteerde solide derdekwartaalresultaten. Meer nog dan de winst is het de vrije operationele kasstroom die dit jaar indruk maakt. Er blijven substantiële risico's verbonden aan een investering in het auto-aandeel, maar niettemin trekt KBC Asset Management het advies op naar “Kopen”.

### Cashflow maakt indruk

VW Groep rapporteerde over het derde kwartaal een operationele winst (EBIT) van 4,3 miljard euro. Dat is een stijging van 15% tegenover het derde kwartaal van 2016 en zo'n 9% boven consensus. Vooral de prestatie van het VW-merk was opvallend goed: de marges verdubbelden jaar-op-jaar tot 3,8%.

Dit was grotendeels dankzij het SUV-offensief dat VW onlangs inzette. Autobouwers kunnen SUV's immers aan een premie verkopen ten opzichte van sedans, terwijl ze nauwelijks duurder zijn om te produceren. En VW hinkte qua SUV-aanbod achterop ten opzichte van de concurrentie. Maar met de lancering van de gloednieuwe T-Roc (op het zelfde platform als de Golf) vult VW alvast een hiaat in zijn productgamma. Daarnaast werden in de VS en China recent respectievelijk de Atlas en de Teramont op de markt gebracht. De Tiguan is ook net vorig jaar opgefrist en er komt binnenkort een nieuwe Touareg. Dit moet ervoor zorgen dat de marges ook volgend jaar nog verder kunnen stijgen.

Ook elders in de VW Groep zien we een rist aan nieuwe of vernieuwde SUV's in het gamma. Bij Skoda zijn er de Kodiaq en de Karoq. Bij Seat de Ateca en begin volgend jaar de Arona. Als klap op de vuurpijl zitten er ook bij luxemerken en winstmotor Audi volgend jaar een karrevracht nieuwe en opgefriste modellen in de pijplijn. Bij de SUV's zijn dit: de Q3, de Q4, de Q6, de Q8 en de e-tron. Daarnaast zijn er nog de A1, A6 en A7. Hiermee zal Audi volgend jaar de jongste modellenportfolio in huis hebben van de drie grote Duitse premiummerken. Dit belooft veel goeds voor de verkoop.



### Vooruitzichten

Naar aanleiding van de derdekwartaalresultaten verhoogde het management van VW ook de jaarprognose. Het management verwacht nu de eerder vooropgestelde margevork (EBIT) van 'tussen 6% en 7%' licht te overtreffen. VW-merk CEO Herbert Diess gaf nog mee dat '2018 een goed jaar zou worden voor VW'.

Diess is sinds juli 2015 CEO bij VW en komt van BMW. Hij kreeg de ondankbare taak om VW te leiden doorheen het dieselschandaal. In zekere zin maakte het dieselschandaal het voor Diess makkelijker om in de kosten te snijden. De noodzaak om VW winstgevender te maken met het oog op torenhoge kosten/boetes voor Dieselgate zorgde voor enige inschikkelijkheid bij de anders zeer stugge vakbonden. Daarnaast werd ook besloten om op zoek te gaan naar efficiëntieverbeteringen op het vlak van kapitaalsinvesteringen en Onderzoek & Ontwikkeling.

Deze aanpak lijkt zijn vruchten af te werpen. De kapitaalsinvesteringen bij VW (merk) lagen in het derde kwartaal 14% (ofwel 0,7 miljard euro) lager dan in het derde kwartaal van 2016. En aangezien VW-merk verantwoordelijk is voor een heel groot deel van de investeringen van de VW-Groep had dit een aanzienlijk positieve impact op de kasstroomgeneratie in het derde kwartaal.

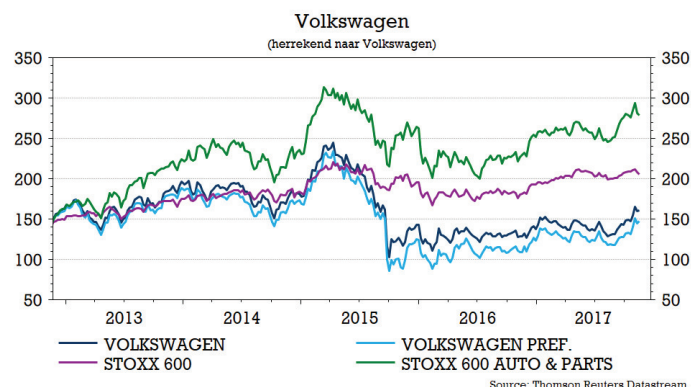
Inderdaad, meer nog dan de winst was het de vrije operationele kasstroom die indruk maakte in het derde kwartaal. Onderliggend bedroeg die maar liefst 4,3 miljard euro, een stijging met circa 2 miljard EUR ten opzichte van het derde kwartaal van 2016. Sinds begin dit jaar genereerde de VW-Groep al meer dan 11

miljard EUR aan vrij operationele kasstromen. De hoge kapitaalsinvesteringen van de laatste jaren zullen nog een tijd op de winst wegen in de vorm van afschrijvingen. De zuinigere aanpak van vandaag vertaalt zich evenwel onmiddellijk in de cashflow.

## Dieselgate

Dieselgate gaat VW een smak geld kosten. Om en bij de 30 miljard euro is waarschijnlijk een goede schatting. Twee jaar geleden waren er die beweerden dat Dieselgate VW onherroepelijk zou beschadigen. Maar de realiteit is anders. Uitgezonderd moederland Duitsland, zijn de consumenten eerder vergevingsgezind gebleken. VW blaakt financieel gezien van gezondheid zoals we kunnen afleiden uit de derdekwartalresultaten. Het lijkt er dan ook steeds meer op dat VW sterker uit het dieselschandaal gekomen is.

Toch blijven er substantiële risico's verbonden aan een investering in VW. Zo zijn er nog aandeelhoudersclaims ten belope van zo'n 9 miljard euro. Daarnaast zijn er nog consumentenverenigingen (en sommige particulieren) die schadevergoeding eisen van VW. Verder zijn er nog de beschuldigingen in verband met vermeende kartelafspraken tussen de Duitse autobouwers. Aan een koers-winstverhouding van 6 voor 2018, denken de analisten van KBC Asset Management dat de risico's voldoende verdisconteerd zijn. Het winstpotentieel is dit volgens hen evenwel niet. Daarom verhogen ze hun aanbeveling van 'houden' naar 'kopen'. Het koersdoel stijgt van 160 naar 200 euro.



Slotkoers	166,00 EUR
Datum slotkoers	22-11-2017
Koersvork laatste 52 weken	127,11 - 170,75 EUR
Beurs	Frankfurt
ISIN code	DE0007664005
Recentste herziening info	31-10-2017

## Kerndata

Marktkapitalisatie	80,0 miljard EUR
Ondernemingswaarde (EV)	67,5 miljard EUR
EV/EBITDA (*)	2,2
EV/EBIT (*)	7,4
K/W (*)	6,3
Dividendrendement (*)	1,3%

(\*) Historisch, over de laatste 12 maanden

## Risico's

### Neerwaarts

- Een verslechtering van het macro-economische klimaat in de wereld en in Europa in het bijzonder.
- Nieuwe kosten in verband met Dieselgate en/of het vermeende Duitse kartel.
- Waardevernietigende overnames.

### Opwaarts

- Een sterker dan verwachte groei van de autovraag in de wereld en in Europa in het bijzonder.
- Een verhoging van het dividend.
- Het afstoten van niet-kernactiviteiten tegen een redelijke prijs.

**Auteurs:** KBC Asset Management

**Bijdrage door:**

**Gerelateerd:**



Tom Simonts  
Senior Financial Economist  
KBC Groep



E-mail:  
Tel:  
Mobile:

[tom.simonts@kbc.be](mailto:tom.simonts@kbc.be)  
+32 2 429 37 22  
+32 496 57 90 38

Address: KBC Groep  
Harvenlaan 2 (GCM)  
B 1080 Brussels

Een samenwerking van KBC Groep.  
Neem een kijkje op [www.kbceconomics.be](http://www.kbceconomics.be), [www.kbcsecurities.com](http://www.kbcsecurities.com) en [www.kbcam.be](http://www.kbcam.be)

In-/Uitschrijven op de mailing lijst van The Front Row?  
Stuur een e-mail naar [frontrow@kbc.be](mailto:frontrow@kbc.be) met vermelding "The Front Row" en/of "Notendop".

#### Disclaimer

Deze publicatie vormt een algemene duiding van de economische actualiteit en kan niet beschouwd worden als beleggingsadvies of als beleggingsaanbeveling met betrekking tot de beschreven financiële instrumenten, noch wordt er enige beleggingsstrategie voorgesteld. In sommige gevallen kan deze publicatie evenwel verwijzen naar en samenvattingen bevatten van beleggingsaanbevelingen van andere entiteiten van de KBC-groep.

De informatie opgenomen in deze publicatie mag worden hergebruikt, op voorwaarde dat dit wordt aangevraagd en dat KBC expliciet met dit hergebruik heeft ingestemd. Het hergebruik moet in ieder geval beperkt blijven tot de tekstuele informatie. KBC Bank heeft beroep gedaan op de door haar betrouwbaar geachte bronnen voor de informatie opgenomen in deze publicatie. De accuraatheid, volledigheid en tijdigheid van de informatie wordt evenwel niet gegarandeerd. Er wordt niet gewaarborgd dat de voorgestelde scenario's, risico's en prognoses de marktverwachtingen weerspiegelen noch dat ze in realiteit tot uiting zullen komen.

KBC Groep NV noch enige andere vennootschap van de KBC-groep (of enige van hun aangestelde) kunnen aansprakelijk gesteld worden voor enige schade, rechtstreeks of onrechtstreeks, die het gevolg is van de toegang tot, de consultatie of het gebruik van de informatie en de gegevens vermeld in deze publicatie of op de websites [www.kbcam.be](http://www.kbcam.be), <http://www.kbcsecurities.be> en [www.kbcprivatebanking.be](http://www.kbcprivatebanking.be).

KBC Groep NV – onder toezicht van de FSMA – [www.kbc.com](http://www.kbc.com)