

Volkswagen AG

(Bloomberg)

Volkswagen รายงานกำไรสุทธิงวด 2Q61 เติบโต 6% yoy เท่ากับ 3,230 ล้านยูโร จากยอดขายขยายตัว 3% yoy รวมถึง Gross Margin เพิ่มขึ้นจาก 21% ช่วงเดียวกันปีก่อนมาอยู่ที่ 22% ด้านกำไรสุทธิ 1H61 เติบโต 2% yoy ที่ 6,452 ล้านยูโร และคิดเป็นสัดส่วน 51% ของประมาณการกำไรสุทธิปี 2561 Bloomberg Consensus ซึ่งประเมินสูงขึ้น 12% yoy เท่ากับ 12,711 ล้านยูโร

ข้อมูลเบื้องต้น : Volkswagen AG (เยอรมัน) ประกอบธุรกิจผลิตรถยนต์นั่งและรถยนต์เพื่อการพาณิชย์ รวม 12 แอสูร์ ได้แก่ Volkswagen, Audi, SEAT, SKODA, BENTLY, BUGATI, LAMBORGHINI, PORSCHE, DUCATI, Volkswagen Commercial Vehicles, SCANIA และ MAN รวมถึงให้บริการธุรกิจทางการเงิน อาทิ Leasing และ Insurance โดยหุ้น Volkswagen AG มีทุนจดทะเบียนชำระแล้วแบ่งเป็น หุ้นบุริมสิทธิ์ (Preferred Shares) และหุ้นสามัญ (Ordinary Shares) จำนวน 206 ล้านหุ้น และ 295 ล้านหุ้น ตามลำดับ รวมมูลค่า 1,283 ล้านยูโร

Comment :

งวด 2Q61 : กำไรสุทธิ 3,230 ล้านยูโร เติบโต 6% yoy มาจากยอดขายขยายตัว 3% yoy รวมถึง Gross Margin เพิ่มขึ้นจาก 21% ช่วงเดียวกันปีก่อนมาอยู่ที่ 22% อย่างไรก็ตามกำไร 1Q61 อ่อนตัว 3% yoy ทำให้ กำไรสุทธิ 1H61 ขยายตัวเพียง 2% yoy เท่ากับ 6,452 ล้านยูโร แต่หากตัดรายการค่าใช้จ่ายพิเศษเกี่ยวกับปัญหาเครื่องยนต์ดีเซล (Diesel Crisis) รวม 1,635 ล้านยูโร และค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยและภาษี จะมีกำไรจากการดำเนินงาน (Operating Profit Before Special Items) 9,794 ล้านยูโร บวก 10% yoy หนุนด้วยยอดขายสูงขึ้น 4% yoy แบ่งเป็น **ธุรกิจรถยนต์ (สัดส่วน 85% ของรายได้รวม)** เติบโต 3% yoy เนื่องจากปริมาณขายรถยนต์รวมทุกแบรนด์ให้ลูกค้าจำนวน 5.5 ล้านคัน เพิ่มขึ้น 7% yoy จากทั้งรถยนต์นั่ง (สัดส่วน 93% ของปริมาณส่งมอบ) และรถยนต์เพื่อการพาณิชย์ (สัดส่วน 7%) ทั้งคู่ เติบโต 7% yoy โดยเฉพาะตลาดจีน (สัดส่วน 36% ของปริมาณขาย) เพิ่ม 9% yoy ขณะที่ **ธุรกิจบริการทางการเงิน (สัดส่วน 15%)** บวก 4% yoy ด้าน Gross Margin สูงขึ้นจาก 20.6% ปีก่อนมาอยู่ที่ 20.8% เช่นเดียวกับสัดส่วน SG&A/Revenue ลดลงจาก 12.8% งวดเดียวกันปีก่อนเป็น 12.6% องค์ประกอบรวมทำให้ Operating Profit Before Special Items Margin อยู่ที่ 8.2% สูงกว่าปีก่อนที่ 7.7% และ Net Profit Margin ที่ 5.4%

มุมมองผู้บริหารต่อแนวโน้มปี 2561 : แม้ช่วง 2H61 แนวโน้มผลประกอบการยังเผชิญกับความท้าทายจากประเด็นสงครามการค้าระหว่างจีนกับสหรัฐฯ, ความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน และมาตรฐานรถยนต์ยุโรป (WLTP) แต่ผู้บริหารประเมินยอดขายปี 2561 เติบโต 5% yoy รวม 242,216 ล้านยูโร จากปริมาณส่งมอบรถยนต์ให้กับลูกค้ามากขึ้น ขับเคลื่อนด้วยตลาด Asia – Pacific (สัดส่วน 39%) เป็นหลัก และคาด Operating Profit Before Special Items Margin ประมาณ 6.5% - 7.5% (ต่อด้านหลัง)

Volkswagen Ag	BUY	25 Target (€)	203.91			
	HOLD	3 Price (€)	143.40			
	SELL	3 Mkt cap (€m)	71,650			
(€m)	2015A	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
Pre-Tax Profit	(1,301)	7,292	13,913	16,922	19,713	20,857
Net Income	(1,582)	5,144	11,354	12,711	14,550	14,964
EPS	(3.16)	10.24	22.63	24.97	28.46	30.76
EPS growth (%)	N.A.	N.A.	121%	12%	13%	4%
PER (x)	(45.4)	14.0	6.3	5.6	5.0	4.8
DPS	4.9	0.2	2.1	5.2	6.4	7.3
Dividend yield (%)	3.4%	0.1%	1.4%	3.7%	4.5%	5.1%
BPS	160.58	169.80	195.01	231.83	254.74	283.76
P/BV (x)	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5
ROE (%)	(1.9)	6.2	12.4	11.4	11.6	11.1
ROA (%)	(0.4)	1.4	2.8	4.8	4.5	4.9

ที่มา : Bloomberg

วันศุกร์ที่ 3 สิงหาคม พ.ศ. 2561

VOW3 GY EQUITY

BUY/HOLD/SELL : 25/3/3



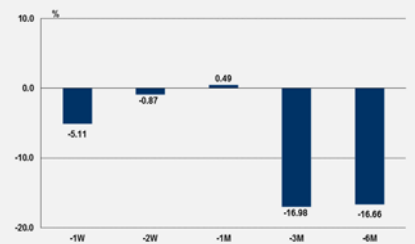
Volkswagen

ราคาปิด (ยูโร):	143.40
ราคาเป้าหมาย (ยูโร):	203.91
52 Week H/L	124.75/192.46
52 Week Beta	1.26
มูลค่าตลาด (ล้านยูโร)	71,650

ราคาหุ้นเทียบดัชนี DAX



การเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น



นวลพรรณ น้อยรัชบุกร

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 019994

nuanpun.re@asiaplus.co.th

ภาสกร ห่วงวิวัฒน์เจริญ

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 093372

ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่นำเชื่อถือ อย่างไรก็ตาม บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส จำกัด ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใดๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักการวิเคราะห์ และมีได้เป็นการชี้แนะ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับหรือพันธะผูกพันใดๆ กับ บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส จำกัด ไม่ว่ากรณีใด

ประเด็นสงครามการค้า : ระหว่างสหรัฐฯ กับ จีน ที่มีการปรับขึ้นภาษีนำเข้ารถยนต์ระหว่างกันในอดีตราว 25% ตั้งแต่ 6 ก.ค. 2561 ส่วนยุโรปยังต้องติดตาม หากสถานการณ์ยังไม่คลี่คลาย ย่อมกดดันต่อยอดขายรถยนต์ของบริษัท ปี 2562 - 63 จากแนวโน้มราคาขายรถยนต์ที่สูงขึ้น เนื่องจากการผลักภาระบางส่วนให้กับผู้บริโภค ขณะที่กำลังซื้อผู้บริโภคมีโอกาสลดลง ตามเศรษฐกิจที่จะได้รับผลกระทบจากสงครามการค้า นอกจากนี้การปรับเพิ่มราคาขายไม่เท่ากับอัตราภาษีนำเข้าที่สูงขึ้น ทำให้บริษัท ต้องรับภาระต้นทุนภาษีเพิ่ม ขณะที่การเปลี่ยนฐานการผลิตไปยังประเทศที่ยังไม่ถูกจัดเก็บภาษีต้องใช้เวลา (Volkswagen มีฐานการผลิตทั่วโลก 122 โรงงาน) เนื่องจากปัญหา Supply Chain ขึ้นส่วนรถยนต์

เตรียมปรับตัวเข้าสู่ยุคยานยนต์แห่งอนาคต : ภายใต้กลยุทธ์ระยะยาว “Strategy 2025” (ปี 2568) เพื่อรองรับยานยนต์แห่งอนาคต เช่น รถยนต์เชื้อเพลิงที่เป็นมิตรกับสิ่งแวดล้อม (Efficient combustion engine) เพื่อรองรับ WLTP ที่จะเริ่มมีผลบังคับใช้ในปี 2562 ผ่านการปรับปรุงประสิทธิภาพเครื่องยนต์ ดีเซลให้ดียิ่งขึ้น ด้านรถยนต์ไฟฟ้า (BEV + PHEV) ตั้งเป้ายอดขายรถยนต์ไฟฟ้าราว 2-3 ล้านคัน (สัดส่วน 20 – 25% ของยอดขาย) ภายในปี 2568 แรงขับเคลื่อนจากความนิยมใช้รถยนต์ไฟฟ้าเพิ่มขึ้น เนื่องจากราคาขายที่ลดลง อาศัยผลจากการประหยัดจากขนาด (Economy of Scales) และต้นทุนแบตเตอรี่ที่ลดลง โดยบริษัท มุ่งพัฒนาเทคโนโลยีแบตเตอรี่จาก Lithium ion technology ไปสู่ All Solid State ที่มีต้นทุนวัตถุดิบต่ำกว่าและช่วยให้รถยนต์ไฟฟ้าวิ่งได้ไกลถึง 700 กม. เทียบกับปัจจุบันที่ 380 กม. ล่าสุดบริษัท ใช้เงินลงทุนกว่า 100 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เข้าถือหุ้นใหญ่ใน QuantumScape บริษัทพัฒนาเทคโนโลยีแบตเตอรี่สมัยใหม่ เพื่อนำเทคโนโลยี solid-state batteries มาใช้ภายในปี 2568

Consensus : ประเมินกำไรสุทธิปี 2561 เติบโต 12% yoy เท่ากับ 12,711 ล้านดอลลาร์ (กำไรสุทธิ 1H61 คิดเป็นสัดส่วน 51% ของประมาณการ) และโตต่อเนื่องปี 2562 – 63 เฉลี่ย 8% yoy มี ROE เฉลี่ย 11%

ราคาหุ้นช่วง 1 สัปดาห์ที่ผ่านมาปรับตัวลดลงราว 5% มากกว่าดัชนี DAX ที่ปรับตัวลดลงเพียง 2% จากความกังวลสงครามการค้าและปัญหามาตรฐาน WLTP ที่เข้มงวดขึ้น โดยจากการรวบรวมของ Bloomberg Consensus หุ้น Volkswagen AG มีนักวิเคราะห์ Cover ทั้งหมด 31 ราย แนะนำให้ซื้อ 25 ราย ถือ 3 ราย และขาย 3 ราย โดยกำหนด FV สำหรับ 12 เดือนข้างหน้า ที่ 203.91 ยูโร มี Upside 42% ด้าน Valuation น่าสนใจ PER ซื้อขายต่ำ 5.6 เท่า และ PBV ที่ 0.62 เท่า พร้อมคาด Div Yield เกือบ 4%

ประเด็นความเสี่ยงที่สำคัญ : 1.) ข้อผิดพลาดในกระบวนการผลิตรถยนต์ ทำให้มาตรฐานรถยนต์ไม่ผ่านเกณฑ์ที่กฎหมายกำหนด อาทิ เช่น WLTP ของยุโรป อาจนำไปสู่การเรียกรถยนต์คืน ซึ่งก่อให้เกิดค่าใช้จ่ายสูงขึ้น ส่งผลให้กำไรสุทธิมีโอกาสต่ำกว่า Consensus ประมาณการ และ 2.) การชะลอตัวของเศรษฐกิจจีน อาจส่งผลกระทบต่อยอดขายรถยนต์ของ Volkswagen เนื่องจากจีนถือเป็นตลาดหลักคิดเป็นสัดส่วนเกือบ 40% ของยอดขายรถยนต์รวม