



Universidad de San Andrés

Escuela de Administración y Negocios

Maestría en Finanzas

Trabajo Final de Graduación:

Valuación de Harley Davidson, Inc.

Abbud, Mateo
DNI: 38.599.507

Director de Trabajo Final de Graduación: Fabian Bello

Índice

Glosario de términos	3
Resumen Ejecutivo	¡Error! Marcador no definido.
I. Descripción del negocio	8
<i>1.1. Reseña de la compañía</i>	8
<i>1.2. Motocicletas</i>	10
<i>1.3. Segmentación Geográfica</i>	11
<i>1.4. Historia</i>	15
<i>1.5. Modelos de Negocios</i>	17
<i>1.6. Estrategias</i>	22
1.6.1 More Roads to Harley Davidson 2018-2019	22
1.6.2 Rewire 2020 - Rearmado - Corto Plazo	25
1.6.3 Hardwire 2021 2025	26
II. Análisis de la Industria	28
<i>2.1 Industria de la motocicleta</i>	28
<i>2.1 Impacto Covid 19 en la industria</i>	32
<i>2.3 Contexto Mundial</i>	34
III. Análisis Financiero	38
<i>3.1 Ratios de rentabilidad</i>	39
<i>3.2 Ratios de actividad</i>	47
<i>3.3 Ratios crediticios</i>	49
<i>3.4 Capital de Trabajo</i>	54
IV. Valuación	56
<i>4.1 Valuación de flujos de fondos descontados</i>	56
4.1.1 Estructura de Capital	58
4.1.2 Tasa de descuento	59
4.1.2.1 Ke - Costo de Capital Propio	59
4.1.2.2 Coeficiente Beta	59
4.1.2.3 Tasa Libre de Riesgo	61
4.1.2.4 Prima de Riesgo de Mercado	62
4.1.2.5 Kd - Costo de la Deuda	63
4.1.3 Proyecciones	65
4.1.4 Valor Terminal	78
4.1.5 Resultado Valuación DCF	82
4.1.6 Análisis de Sensibilidad	83
4.2 Valuación por Múltiplos	85
Bibliografía	90
Anexos	91

Glosario de términos

APAC (Asia Pacific): Asia-Pacífico es la parte del mundo cerca del Océano Pacífico occidental. La región de Asia-Pacífico varía en área según el contexto, pero generalmente incluye el este de Asia, el Lejano Oriente ruso, el sur de Asia, el sudeste de Asia, Australia y las islas del Pacífico.

CAGR (del inglés, Compound Annual Growth Rate): Tasa Compuesta de Crecimiento Anual (TCCA). La tasa de crecimiento anual compuesto sirve para conocer la tasa de retorno de una inversión en un periodo temporal concreto, pero siempre de más de un año.

CAPEX (del inglés, Capital Expenditures): Inversiones en bienes de capital.

Capitalización de mercado: dimensión económica del capital de una empresa. Se calcula como el precio por acción en un momento dado multiplicado por el número de acciones emitidas de una empresa.

CAPM (del inglés, Capital Asset Pricing Model). Es un modelo de valuación de activos, desarrollado por Litner y Sharpe, que permite estimar el rendimiento requerido de un activo financiero.

Core: Núcleo/Central.

Cost of Equity (del inglés, Costo de Capital): El costo de capital es el rendimiento que una empresa requiere para decidir si una inversión cumple con los requisitos de rendimiento de capital. Las empresas a menudo lo usan como un umbral de presupuesto de capital para la tasa de rendimiento requerida. El costo de capital de una empresa representa la compensación que exige el mercado a cambio de poseer el activo y asumir el riesgo de propiedad. La fórmula tradicional para el costo del capital es el modelo de capitalización de dividendos y el modelo de valoración de activos de capital (CAPM).

COVID-19: enfermedad infecciosa (SARS-CoV), declarada pandemia global por la Organización de Salud Mundial en marzo del 2020. El virus impactó negativamente en todas las economías globales.

DCF (del inglés, Discounted Cash Flow): El flujo de efectivo descontado (DCF) es un método de valoración utilizado para estimar el valor de una inversión en función de sus flujos de efectivo futuros. El análisis de DCF intenta determinar el valor de una inversión hoy, basándose en proyecciones de cuánto dinero generará en el futuro. Esto se aplica tanto a las inversiones financieras para los inversores como para los propietarios de empresas que buscan realizar cambios en sus negocios, como la compra de inmuebles o nuevos equipos.

EBIT (del inglés, Earnings before interest and taxes): Ganancias antes de Intereses e Impuestos es un indicador que mide el beneficio operativo de una empresa.

EBITDA (del inglés, Earnings Before Interest Taxes Depreciation and Amortization): Ganancias antes de Intereses, Impuestos, Depreciaciones y Amortizaciones. El EBITDA es un indicador financiero que muestra el beneficio de tu empresa antes de restar los intereses que tienes que pagar por la deuda contraída, los impuestos propios de tu negocio, las depreciaciones por deterioro de este, y la amortización de las inversiones realizadas.

EMEA (del inglés, Europe, Middle East and Africa): Europa, Medio Oriente y África, es una designación geográfica que, como su nombre lo indica, hace referencia a Europa, Medio Oriente y África. Es usada por instituciones y gobiernos, así como por empresas.

Enterprise Value (del inglés, Valor Firma): El valor de empresa, es el valor que tiene una empresa o negocio para todos sus acreedores financieros (los que suministran deuda, como los bancos) y para los accionistas (que son los inversores).

Electric Vehicle - EV (del inglés, Vehículos Eléctricos): cuentan con uno o varios motores eléctricos y se alimentan exclusivamente de la energía almacenada en las baterías.

HD, HOG: Harley – Davidson, Inc.

HDFS: abreviatura de Harley Davidson Financial Services Inc. HDFS es la empresa subsidiaria que proporciona servicios financieros y forma parte del grupo y casa matriz Harley Davidson Inc.

HDMC: abreviatura de Harley Davidson Motor Company. HDMC es la empresa subsidiaria dedicada al diseño, fábrica y venta de motocicletas y productos relacionados que forma parte del grupo y casa matriz Harley Davidson Inc.

Horizon Value (del inglés, Valor Terminal): El valor terminal (TV) es el valor de un activo, negocio o proyecto más allá del período previsto cuando se pueden estimar los flujos de efectivo futuros. El valor terminal asume que una empresa crecerá a una tasa de crecimiento establecida para siempre después del período de pronóstico.

ICE (del inglés Internal Combustion Engine): se refiere a los vehículos con motor de combustión interna, alimentados por propulsores tradicionales, gasolina o diésel.

Market Share: Cuota de mercado.

Mercado “DACH”: “Deutschland (Alemania), Austria y Confederación Helvética” (Suiza), en referencia a una región de países principalmente de habla alemana y un mercado muy fuerte por su tamaño principalmente.

NOPAT (del inglés, Net Operating Profit After Tax): es el beneficio total generado por una operación. Excluye los costes de deuda, como gastos financieros y demás gastos relativos al financiamiento de la empresa, ya que busca medir el desempeño operativo de la empresa.

PP&E (del inglés, Property, Plant, and Equipment): Propiedad Planta y Equipos. Hace referencia a los activos fijos físicos.

Revenue: Ingresos.

Rewire (del inglés, Recableado): Nuevo plan estratégico de corto plazo para los próximos años, con el objetivo de llevar a cabo un recableado de las principales estrategias y objetivos hacia el desarrollo de nuevos productos y extensión a nuevos mercados.

ROA (del inglés, Return on Assets): Retorno sobre los activos totales y refiere a qué tan rentable es una empresa en relación con sus activos totales. Se calcula como el cociente entre el EBIT y el total de activos (EBIT/Total Activos).

ROE (del inglés, Return on Equity): Retorno sobre capital o patrimonio neto. Se calcula como el cociente entre la ganancia neta de la compañía y su patrimonio neto (Ganancia Neta/Patrimonio Neto).

ROIC (del inglés Return on Invested Capital): Retorno sobre el capital invertido y se utiliza para evaluar la eficiencia de una empresa en la asignación de capital a inversiones rentables. La fórmula ROIC consiste en dividir el beneficio operativo neto después de impuestos (NOPAT) por el capital invertido.

Seniority: grado o condición que algún tipo de deuda podría tener. Relacionado con el concepto siguiente, Senior Notes.

Senior Notes: La deuda senior es deuda que está respaldada o garantizada de algún modo que le da preferencia a la hora de cobrar respecto de otras deudas de la misma entidad.

SPAC (del inglés Special Purpose Acquisition Company): Compañía de Adquisición con Propósito Especial.

USD: dólar estadounidense. Es la moneda de curso legal de Estados Unidos (y de otros países y dependencias).

WACC (del inglés, weighted average cost of capital): Coste de los dos recursos de capital que tiene una empresa; la deuda financiera y los fondos propios, teniendo en cuenta su tamaño relativo. Es decir, es la suma del coste de la deuda y el coste de los fondos propios, calculado como una media ponderada según su porcentaje en el valor de la empresa.

YTM (del inglés, Yield to Maturity): Refiere al rendimiento total anticipado de un bono si el bono se mantiene hasta su vencimiento. El rendimiento al vencimiento se considera un rendimiento de bonos a largo plazo, pero se expresa como una tasa anual. En otras palabras, es la tasa interna de rendimiento (TIR) de una inversión en un bono si el inversionista mantiene el bono hasta el vencimiento, con todos los pagos realizados según lo programado y reinvertidos a la misma tasa.

Resumen Ejecutivo

El presente trabajo tiene por objetivo realizar una valuación Harley Davidson, la compañía fabricante de motocicletas más grande de Estados Unidos, con años de trayectoria y renombre internacional.

Llevaremos a cabo un análisis del negocio y su industria, haciendo un breve repaso histórico, describiendo su estrategia adoptada y examinando fortalezas y debilidades, que permita una clara comprensión del mercado en el cual se encuentra inmerso la empresa, cómo se encuentra posicionada en él. Adicionalmente, desarrollaremos un análisis económico financiero de la firma utilizando diferentes indicadores de rentabilidad, eficiencia, crecimiento, crediticios y financieros, y sus implicancias en esta industria. Resulta importante comprender el contexto actual global y las decisiones tomadas por la alta dirección, con el fin de realizar las proyecciones lo más precisas posibles.

Por lo tanto, expondremos la valuación de la empresa al 31 de diciembre de 2022 a través de la metodología de flujo de fondos descontados (DCF) y la valuación por múltiplos o también conocida como valuación relativa.

En primer lugar, se proyectaron los flujos de fondos de la firma a largo plazo que se descuentan a la tasa WACC (Weighted Average Cost of Capital), es decir, al costo promedio ponderado del capital, obtenido a través del modelo CAPM (Capital Asset Pricing Model) sensibilizado a partir de un análisis de escenarios. Se llevó a cabo un exhaustivo análisis de dichos flujos de efectivo futuros esperados y se consideraron factores clave como la demanda del mercado de motocicletas, las tendencias de la industria, la estrategia de la empresa y los costos operativos.

Por otro lado, la valuación relativa mediante múltiplos se realizó a partir del múltiplo de EV/EBITDA mediante una muestra seleccionada de empresas de motocicletas comparables.

Es importante destacar que cualquier valuación es una estimación y está sujeta a ciertos supuestos y limitaciones. Además, las condiciones del mercado y la industria pueden cambiar con el tiempo, lo que podría afectar el valor real de la empresa.

Al combinar los resultados obtenidos de la metodología DCF y la valuación por múltiplos comparables, se llegó a una estimación final del valor de Harley Davidson, resultando del análisis financiero un valor de la acción de Harley Davidson al 31 de diciembre de 2022 de USD 58 dólares estadounidenses, considerando también la posibilidad de sensibilizar escenarios, los cuales establecen que el valor en los mismos podría encontrarse entre USD 47 y USD 67.



Universidad de
San Andrés

I. Descripción del negocio

I.1. Reseña de la compañía

La Compañía Estadounidense Harley Davidson, dedicada a la producción y comercialización de motocicletas fue fundada en 1903 por William Harley y los hermanos Arthur, Walter y William Davidson. Los hermanos Davidson y William Harley comenzaron las operaciones en el garaje de los Davidson ubicado en la ciudad de Milwaukee, Estado de Wisconsin, Estados Unidos. Harley Davidson es un fabricante líder mundial de motocicletas pesadas, mercancías, repuestos y accesorios, cuya visión es la creación de una leyenda y liderazgo a través de la innovación, evolución y emoción y cuya misión es la defensa de la eterna búsqueda de la aventura y la Libertad para el alma. Su principal ambición puede traducirse en ser la más deseable marca de motocicletas y estilo de vida en el mundo, basándose en una historia de 119 años y liderando la cultura de la motocicleta en el futuro.

Desde 1903, H.D. ha definido la cultura de la motocicleta con una gama en expansión de motocicletas de vanguardia, distintivas y personalizables, además de experiencias de conducción y accesorios, equipo y ropa de conducción excepcionales. Harley Davidson es la empresa matriz de Harley Davidson Motor Company y Harley Davidson Financial Services, sus subsidiarias y así la firma cuenta con dos segmentos de negocios:

- Producción, diseño y venta de motocicletas personalizadas y accesorios → HDMC
- Financiamiento mayorista a concesionarios y minorista a clientes, así como seguros y otros programas con el objetivo de ayudar a los usuarios a ponerse en marcha → HDFS

Los ingresos globales de Harley Davidson aumentaron casi un 7,8% en 2022 en comparación con el año anterior. La empresa generó poco más de 5.700 millones de dólares estadounidenses en ingresos durante el año fiscal 2022. Esto se vio reflejado, por un lado, en un incremento del 8,7% en lo que respecta a ventas de motocicletas, que alcanzó los 4.934 millones de dólares estadounidenses, y por el otro, en un incremento del 3,1% para el segmento de Servicios financieros, representado por 821 millones de dólares estadounidenses.

Tal como se observa en la evolución siguiente, en los años anteriores a la pandemia el total de ventas totales promediaba los 5,500 millones de dólares, cayendo fuertemente en 2020 hasta un 24% y logrando recuperar terreno estos últimos años con cifras no muy lejanas al promedio pre pandemia. Esto explica un CAGR del período 2018-2022 de 0,2%, causado principalmente por el impacto de la pandemia en las ventas de la compañía.

Cabe destacar que Estados Unidos fue el mercado regional más importante para Harley-Davidson en 2022 con casi 108.000 unidades vendidas.

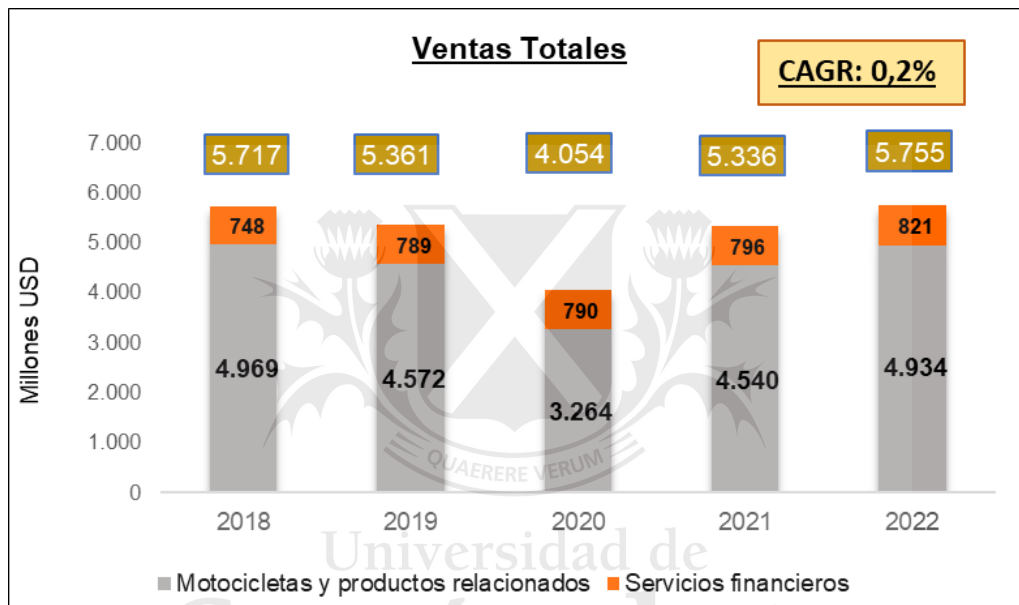


Gráfico 1 - Fuente: Reporte 10K Harley Davidson - Elaboración propia

Con respecto al EBITDA (Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization), se observa una leve recuperación para el período 2018-2022 con una tasa de crecimiento anual compuesta del 2.3% con un repunte importantísimo en 2021, multiplicando por cuatro el EBITDA del fatídico año pandémico, el cual, había impactado seriamente los ingresos de la compañía. Cabe destacar que el colapso del EBITDA en 2020 fue de casi un 70%, ya viniendo de una caída del 18% en 2019.

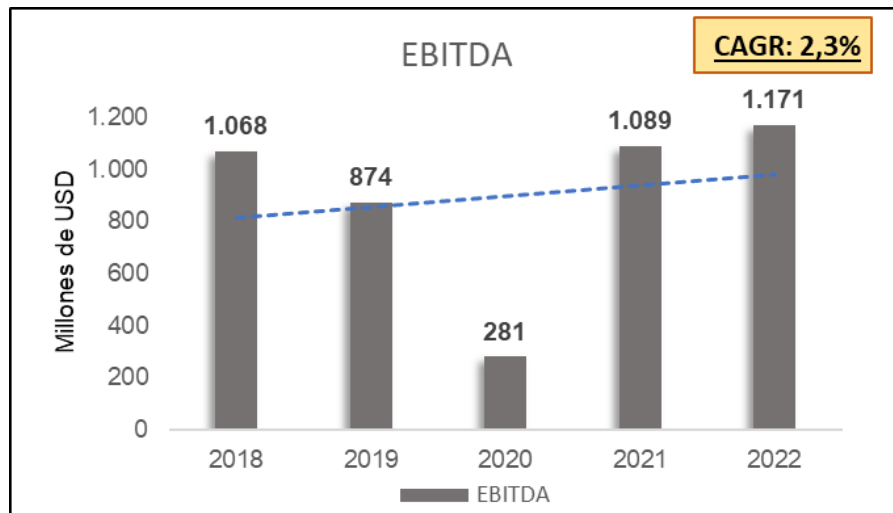


Gráfico 2 - Fuente: Reporte 10K Harley Davidson - Elaboración propia

Desde entonces, la compañía ha capeado una serie de cambios de propiedad, acuerdos subsidiarios, períodos de baja calidad y una severa competencia del mercado global, especialmente desde Japón. Paralelamente, se ha convertido en un ícono para buena parte del mundo, inspirando a sus brand lovers a crear clubes de seguidores, clubes de propietarios y eventos por todo el mundo. No solo ofrece una gama cada vez mayor de motocicletas distintivas, de vanguardia por estilo y avance tecnológico, sino que también da vida a la marca a través de experiencias de conducción, piezas, accesorios, ropa de conducción, invitando a nuevos usuarios brindando opciones de financiamiento y seguros, entre otros, buscando aumentar y fidelizar a sus clientes. Vale decir que según el popular ranking realizado por la consultora Interbrand la firma sigue siendo una de las 100 marcas más famosas de todo el mundo. Durante sus 115 años de historia, Harley-Davidson ha sabido llevar su leyenda y espíritu a todos los puntos del planeta. Prueba de ello es que en la actualidad cuenta con más de dos mil concesionarios donde adquirir motos y otros artículos de la marca. Como no podía ser de otro modo, su concesionario más grande está situado en Las Vegas. Allí se compran y alquilan modelos de sus motos, con un catálogo casi infinito.

1.2. *Motocicletas*

Esta marca se caracteriza por una gran variedad de modelos frutos de una centenaria historia en la que ha apostado por la evolución tecnológica. Entre ellos, podemos encontrar familias de modelos como **Street**, **V-Rod**, **Sportster**, **Touring**, **Softail**, **Dyna**, entre otros, y cada una de estas líneas se diferencian entre ellas por sus configuraciones de bastidor, motores y suspensiones entre otras características.

La motocicleta **Street**, la nueva y más reciente plataforma de Harley-Davidson en trece años, fue diseñada para atraer a los jóvenes pilotos que buscan una moto ligera. Pesa 218 kg y tiene una distancia al suelo de 144 mm, lo que la confiere como la motocicleta más ligera y baja de todas las Harley-Davidson actualmente disponibles.

El modelo **V-Rod** fue introducido en 2001, y se aleja un tanto de su gama más tradicional. Compitiendo contra motocicletas japonesas y estadounidenses del segmento de las Power-Cruiser, el "V-Rod" hace uso de un motor desarrollado conjuntamente con Porsche que, por primera vez en la historia de Harley, incorpora levas y refrigeración líquida.

En cuanto al modelo **Sportsters**, fue introducido en 1957 para la competición, y fue popular en las competiciones de *dirt-track* y *flat-track* de Estados Unidos durante las décadas de 1960 y 1970. Son motocicletas más pequeñas y ligeras que las otras familias de modelos Harley, utilizan motores Evolution con cilindradas de 883 cc. y 1200 cc. y, salvo algunas modificaciones, mantienen la misma apariencia que sus antecesoras de competición.

Las famosas motos **Touring**, también conocidas como 'baggers' o 'dressers', son fácilmente reconocibles por sus grandes maletas (alforjas) e ideales para disfrutar de la carretera, con motores big-twin y horquillas telescópicas con tubos de gran diámetro.

El modelo **Softail** utiliza el gran motor big-twin y aún la tecnología más avanzada con el espíritu custom; y por su parte el modelo Dyna incluye modelos como la Super Glide Custom (FXDC), Low Rider (FXDL), Super Glide(FXD), entre otras.

Cada línea de negocio busca satisfacer las distintas necesidades de los clientes y se adapta a distintos entornos, ya sea en ciudad o para hacer largos recorridos por la ruta.

Sin embargo, Harley Davidson ha notado un cambio de conducta y preferencias en los usuarios por lo que están buscando competir en nuevos segmentos de mercados como las motocicletas eléctricas.

1.3. Segmentación Geográfica

El segmento de motocicletas consiste en las actividades de Harley-Davidson Motor Company, que diseña, fabrica y vende motocicletas. El mismo, también vende repuestos,

accesorios y ropa para motocicletas, así como licencias de sus marcas registradas. El segmento de motocicletas realiza negocios a nivel mundial, con ventas en:

- Estados Unidos
- Canadá
- Europa/Oriente Medio/África (EMEA)
- Asia Pacífico (APAC)
- América Latina

Los productos de la empresa son vendidos a clientes minoristas principalmente a través de una red de distribuidores independientes. Por lo general, los concesionarios almacenan y venden las motocicletas, repuestos y accesorios, prendas de vestir y productos con licencia y motocicletas de servicio.

Como es de esperarse, Estados Unidos lidera las ventas totales de la compañía, sosteniendo firmemente un 70% casi inamovible y mostrándose el país con mayor afición y cultura hacia este tipo de motocicletas. La pandemia configuró un escenario atípico el cual generó una fuerte caída de las ventas para este país del casi 25% de 2019 a 2020 pero así mismo, el repunte al año siguiente (2021) fue mayor a su caída con un 35% y superando valores pre crisis. Durante la crisis del 2020 las ventas globales cayeron en conjunto por lo que Estados Unidos mantuvo el 69% del total y el resto de las regiones mantuvo porcentajes similares.

La región de EMEA es la segunda importante región para Harley Davidson, aunque sus ventas apenas representan en promedio un 14% del total. En este caso, las ventas en EMEA para 2021 no lograron superar el monto de 2019, habiendo sufrido una caída del 20% por la crisis del Coronavirus.

El 16% restante de las ventas está representado por Canadá, Japón, Australia, Nueva Zelanda y otros países. Entre ellos, se destaca la impactante caída de ventas en 2020 en Canadá de hasta un 48% comparado al año anterior y un repunte interesante pero no suficiente para lograr valores pre pandémicos.

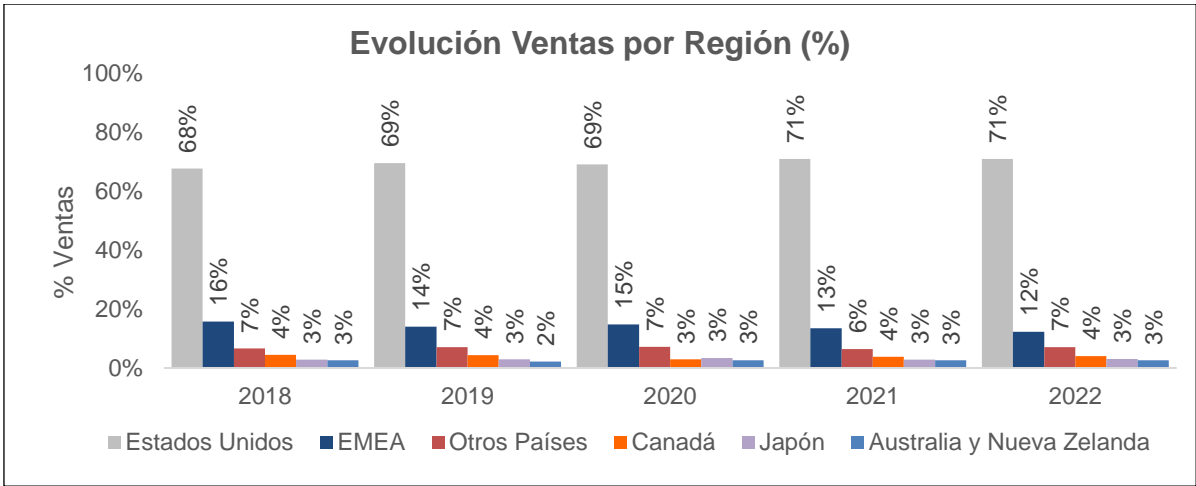


Gráfico 3 - Fuente: Reporte 10K Harley Davidson - Elaboración propia

En cuanto al principal segmento de Harley Davidson, Estados Unidos lidera en los montos totales de ventas con un 67%, seguido por la región de EMEA con 16%. A su vez, países como Canadá, Japón, Australia y Nueva Zelanda conforman el 10% mientras que el restante 7% para otros países.

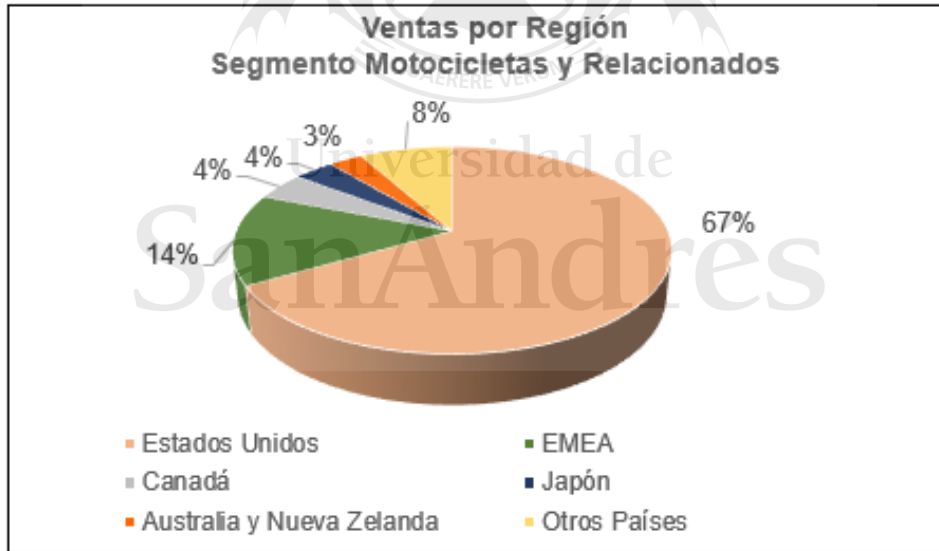


Gráfico 4 - Fuente: Reporte 10K Harley Davidson - Elaboración propia

En la unidad de negocios Servicios Financieros, el peso del total de ingresos recae casi en su totalidad en los Estados Unidos, y el 4% restante es repartido entre Canadá, la región de EMEA y otros países, tal como vemos a continuación.

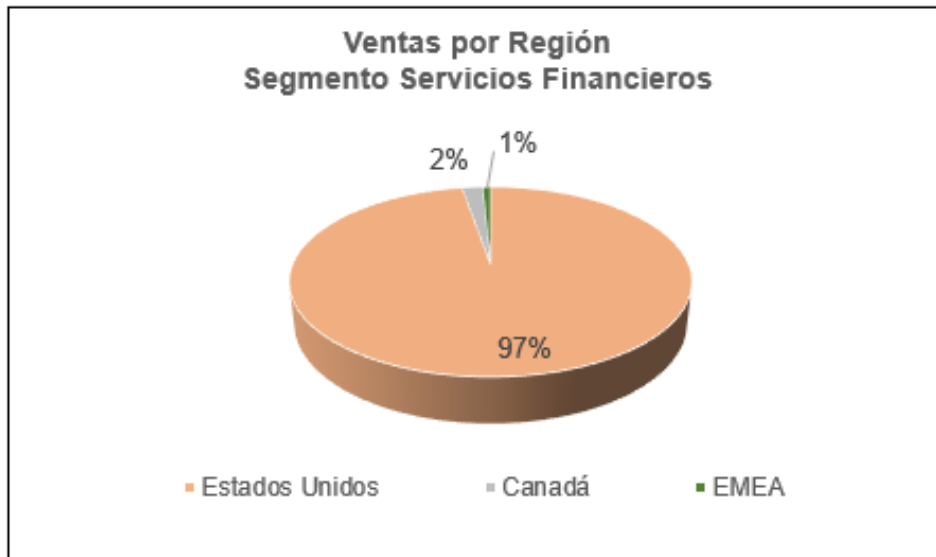


Gráfico 5 - Fuente: Reporte 10K Harley Davidson - Elaboración propia

Harley Davidson posee una proporción en promedio del 45% de las ventas de la industria en los Estados Unidos para los últimos tres años (49% en 2019, 42% en 2020 y 45% en 2021), mientras que las ventas de la empresa en Europa representan un 7,5% de la industria en promedio.

Cabe destacar que las ventas de la compañía en la región europea han decrecido levemente lo que ha ocasionado que la cuota de mercado en este caso caiga de un 9% en 2019, a un 7,7% en 2020 y un alrededor del 6% 2021 y 2022.

Además, para los últimos cinco años apreciamos un CAGR de -4,5% en las matriculaciones de Motocicletas en Estados Unidos, mientras que la región europea aún no pudo recuperarse del fuerte golpe sufrido en la crisis de 2020 lo que generó un CAGR negativo de -11,8%.

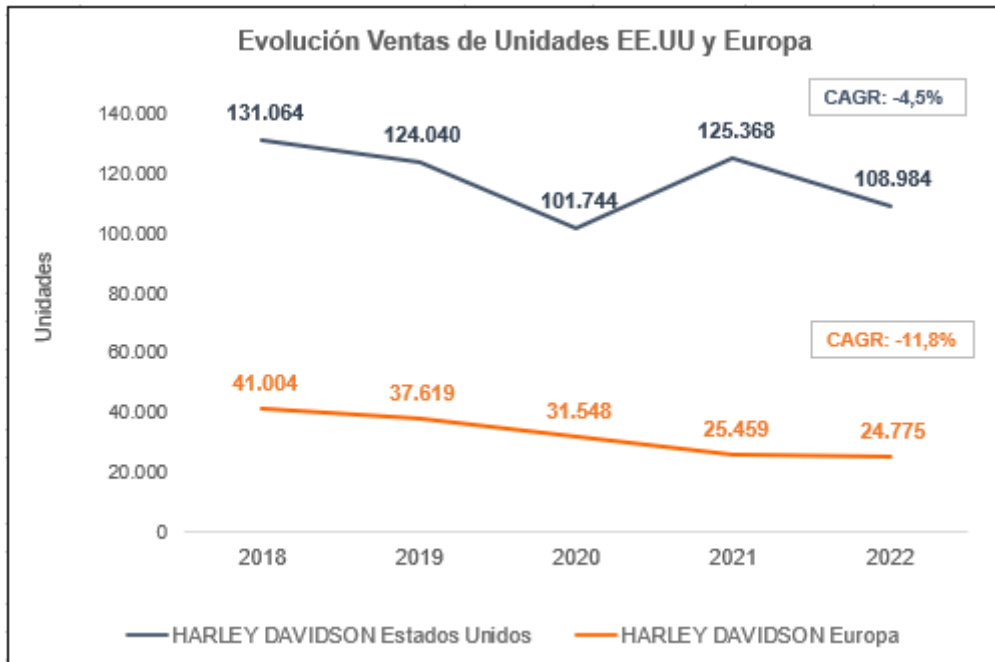


Gráfico 6 - Fuente: Reporte 10K Harley Davidson - Elaboración propia

I.4. Historia

Sus orígenes se remontan a 1903 cuando un joven de Milwaukee, William S. Harley, y su amigo Arthur Davidson fundaron la marca que llevaría sus nombres. Utilizando sus propios diseños y el patio trasero de la familia Davidson como taller construyeron su primer modelo de competición, que hizo su primera aparición en septiembre de 1904. Poco a poco fueron aumentando su producción, y al año siguiente ya tenían más de una docena de motos en el improvisado taller. En 1907 la cifra ascendería a las 150 unidades de Harley Davidson ya en su propia fábrica y también fue el año en el que comenzaron a producir los famosos modelos V-Twins que otorgaban una mayor potencia y un mejor rendimiento. Esta dinámica continuó de forma imparable, hasta el punto de que en 1914 su producción alcanzaba las 16.284 motocicletas.

A lo largo de su trayectoria, la compañía experimentó altibajos impulsados por momentos de esplendor y momentos de crisis hasta casi su quiebra. Sus mejores momentos fueron, entre otras cosas, impulsados por sus primeros años de producción y lanzamiento, siendo proveedor oficial del Ejército de EE.UU. para la Primera y Segunda Guerra Mundial, batiendo récord de velocidades y por su capacidad de innovación y calidad en el permanente diseño de nuevos modelos durante décadas. Sin embargo, también sufrió períodos recesivos, como la Gran Depresión, de la cual logró salir adelante, y períodos desafortunados como

caída en su reputación por su aparición en proyectos cinematográficos que ocasionaron una asociación negativa del motero, como alguien violento y peligroso.

A lo largo de los años, los conflictos militares jugaron un papel clave en el desarrollo de esta compañía. Con la entrada de los Estados Unidos en la Primera Guerra Mundial, en 1917, Harley Davidson se convirtió en el proveedor oficial de su ejército, al que suministró decenas de miles de vehículos.

La compañía vendió en dicho periodo más de 20.000 motocicletas al ejército y volcó las restantes en el mercado local. Por otro lado, Indian Motorcycle, su principal competidor, vendió la mayor parte de su producción Power Plus al Ejército dejando de suministrar vehículos a sus distribuidores locales. Como consecuencia de la reducción de abastecimiento doméstico, Indian comenzó a perder una gran parte de su red de concesionarios locales que comenzaron a distribuir motocicletas de otros productores como Harley Davidson. Este hecho, favoreció a Harley Davidson, superando a Indian Motorcycle y posicionándose como líder absoluto del mercado norteamericano.

En la década de los veinte ya se habían convertido en la mayor constructora de motocicletas a nivel mundial, estando presentes en 67 países distintos.

Pero con la llegada de la Gran Depresión, en 1929, la producción de Harley Davidson cayó en picada, por lo que tuvieron que adaptar modelos y métodos de fabricación a los nuevos tiempos.

Al término de este periodo, y como una de las únicas marcas supervivientes de la industria, Harley Davidson volvió a lograr un contrato con el ejército norteamericano, en ésta ocasión para suministrar motocicletas durante la Segunda Guerra Mundial lo que la llevó a una nueva edad de oro. La empresa fabricó casi 90 mil motocicletas para las fuerzas armadas, alimentando así su imagen 100% estadounidense. Y aunque se mantendría durante la Guerra de Corea, posteriormente sería sustituida por Jeep como principal proveedor de los militares. Como curiosidad, tras la vuelta de la II Guerra Mundial muchos excombatientes introdujeron las choppers, motocicletas (la gran mayoría fabricadas por Harley Davidson) a las que se quitaban todas las partes innecesarias, como el guardabarros, para dotarlas de una mayor velocidad y un menor peso.

Pero en los años siguientes la compañía vio cómo su éxito y reputación caían en picada. Mientras que por un lado la aplicación de nuevas tasas e impuestos encarecían

enormemente la exportación y venta de motocicletas, por otro el cine de Hollywood asoció a Harley Davidson con un estereotipo negativo de conductor, debido a que en sus películas se les presentaba como maleantes y violentos.

Además, en 1969 la American Machinery and Foundry compró la compañía, introduciendo unos cambios que empeoraron la calidad de sus modelos de motocicletas y llevaron a la huelga a muchos de sus trabajadores, lo que se tradujo en la pérdida del liderazgo a favor de las nuevas marcas de origen japonés. No sería hasta la década de los ochenta cuando Harley Davidson recuperó su liderazgo, tras la venta de la compañía a un grupo de trece inversores entre los que se encontraban Willie G. Davidson y Vaughn Beals. Comenzó entonces una nueva tendencia en la compañía, que en lugar de seguir la estela de sus competidoras orientales prefirió explotar su propia personalidad.

Las motocicletas Harley Davidson se destacan por la amplia gama de personalizaciones que ofrecen. Esta compañía no solo mantuvo su hegemonía en el mercado norteamericano copando más del 50% de todas las ventas de motos pesadas, sino que llegó a convertirse en todo un emblema, un inconfundible icono de la cultura popular estadounidense. Harley ha capturado históricamente alrededor de la mitad de todas las matriculaciones de motocicletas minoristas nacionales de peso pesado, una métrica que había cedido en 2020 cuando reposiciona el negocio, pero un nivel al que está regresando.

De este modo, y gracias a la mejora de los modelos existentes y la creación de muchos nuevos, Harley Davidson ha podido recuperar el terreno perdido, y a día de hoy vive un gran momento en más de un siglo de historia.

1.5. *Modelos de Negocios*

Harley-Davidson, Inc. es la empresa matriz del grupo de empresas denominado Harley-Davidson Motor Company y Harley-Davidson Financial Servicios. A menos que el contexto requiera lo contrario, todas las referencias a la "Compañía" incluyen Harley-Davidson, Inc. y todas sus subsidiarias. Como mencionamos anteriormente, la Compañía opera en dos segmentos: Motocicletas y Productos Relacionados (Motos) y Servicios Financieros.

I. Harley Davidson Motor Company

El segmento de motocicletas consiste en las actividades de Harley-Davidson Motor Company, que diseña, fabrica y vende motocicletas. El segmento de motocicletas también vende repuestos, accesorios y ropa para motocicletas, así como licencias de sus marcas registradas. Los productos de la Compañía se venden al por menor a clientes principalmente a través de una red de distribuidores. La Compañía realiza negocios a nivel mundial, con ventas en EE. UU., Canadá, Europa/Medio Oriente Este/África (EMEA), APAC y Latino América.

II. Harley Davidson Financial Services

Este segmento vende sus productos a clientes minoristas a través de una red de distribuidores independientes, así como canales de comercio electrónico en los Estados Unidos, Canadá, América Latina, Europa, Medio Oriente, África y Asia-Pacífico. El segmento de Servicios Financieros brinda servicios de financiamiento mayorista, tales como financiamiento de plano de piso y cuenta abierta de motocicletas, repuestos y accesorios; y servicios de financiación minorista, incluidos los préstamos a plazos para la compra de motocicletas Harley-Davidson nuevas y usadas, así como productos de protección en el punto de venta que comprenden seguros de motocicletas, contratos de servicio extendido y protección de mantenimiento de motocicletas. Este segmento también otorga licencias a instituciones financieras de terceros que emiten tarjetas de crédito con la marca Harley-Davidson.

Tal como observamos en la siguiente evolución gráfica, entre el 80% y 90% de los ingresos de la compañía provienen de su principal actividad de Venta de Motocicletas y Productos relacionados llevada a cabo por HDMC, mientras que el restante 10% a 20% son los ingresos por Servicios financieros.

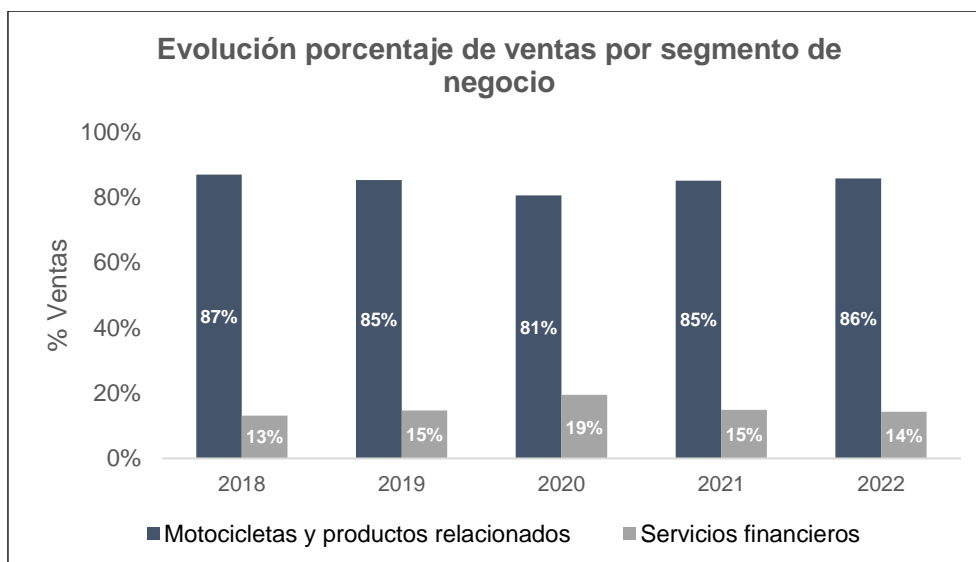


Gráfico 7 - Fuente: Reporte 10K Harley Davidson - Elaboración propia

Evolución histórica del precio de mercado de la acción

Harley Davidson, cuyo ticker se conoce como HOG, opera en la bolsa de Estados Unidos NYSE desde el 7 de julio de 1986. Su cotización histórica más alta fue de USD 59,79 por acción a fines de abril de 2014 (30-04-2014) y su mayor cotización en los últimos 5 años alcanzó los USD 50,14 el 17 de mayo de 2021, mientras que el menor precio de este período (2022-2018) fue de USD 14,60 el 3 abril del fatídico año 2020.

Estamos frente a una industria en la cual, por lo general, sus empresas no presentan saltos y caídas de precios demasiado bruscas ya que forman parte de las compañías cíclicas que acompañan el ciclo económico y los niveles de consumo. Por tal motivo, y tal como se observa a continuación, realizamos una comparación de base uno desde 2018 a 2022, de los retornos de HOG y el S&P, índice de mercado de referencia para Harley Davidson, apreciando tendencias similares entre ambos. Esto explica lo mencionado anteriormente sobre el seguimiento que existe de los retornos de las acciones de este tipo de empresas a los retornos del S&P, cómo buen indicador del estado de la economía en general, a pesar de ciertas excepciones que pueden existir debido a la situación financiera de la compañía, entre otros factores.

Observamos que, a pesar de que la tendencia de los precios de HOG es levemente negativa durante el inicio del período de cinco años, los movimientos de retornos que ocurren son similares al S&P, existiendo ciertos momentos en los que ambos se alejan entre sí (por

ejemplo, fines de 2019, 2021 y principios de 2022) pero si, intensificando una brusca caída durante la crisis del COVID con el colapso de los retornos de HOG y S&P. Lo que se intenta remarcar principalmente es el seguimiento de leves y bruscos movimientos en el período destacado, aunque por ciertas particularidades las tendencias de uno u otro puedan diferir en ciertos momentos.

Luego de la pandemia y hacia la segunda mitad del 2020, ambos retornos recuperaron terreno. Por un lado, los precios de HOG reflejaron valores pre pandemia pero sin alcanzar los precios de 2017. Por el otro, existió un mayor impulso alcista del S&P alcanzando rendimientos mayores a los pre pandemia y con un importante rendimiento. Durante el período analizado, el precio de la acción de Harley Davidson cayó 19%, el cual inició a casi 45,6 USD en enero 2018 y finalizó a 41,2 USD a fines de 2022. El fuerte impulso post pandemia llevó a que el precio del S&P alcance un crecimiento del 31% a fines del 2022 comparado con el precio inicial de 2018.

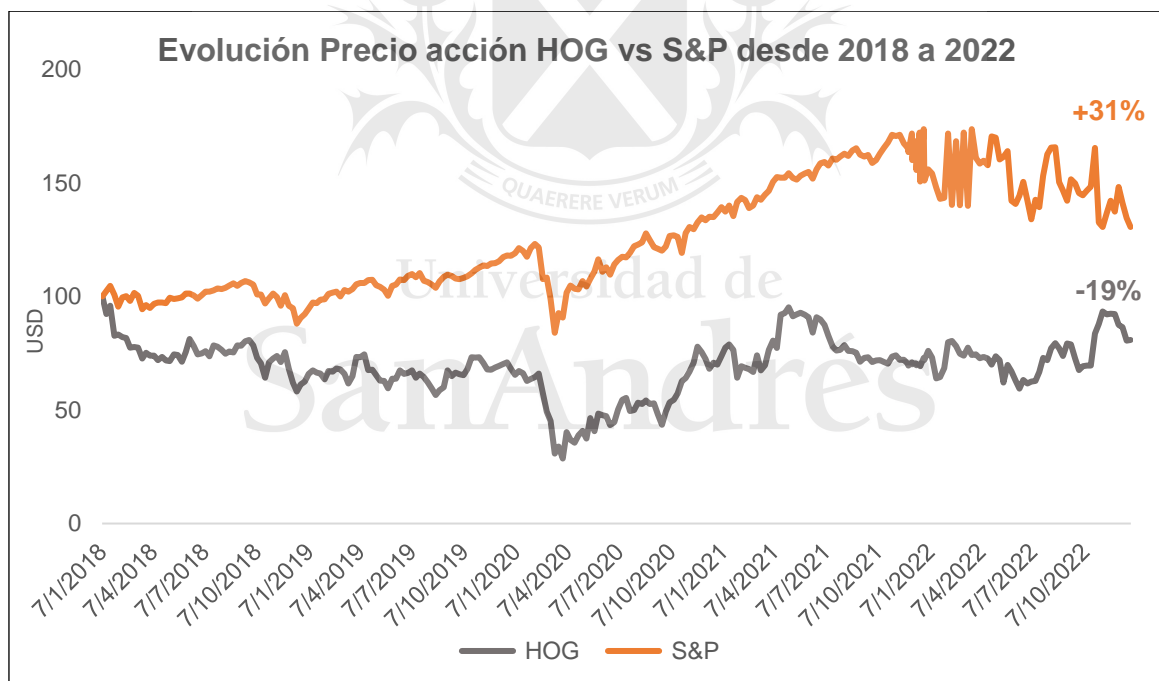


Gráfico 8 - Fuente: Yahoo Finance - Elaboración propia

La capitalización bursátil, es el valor de mercado total de las acciones en circulación de una empresa que cotiza en bolsa y se usa comúnmente para medir cuánto vale una empresa. El precio de las acciones varía diariamente en los mercados, la capitalización es una buena forma de estimar el valor neto de una empresa, ya que si quisiéramos comprarla es el precio que deberíamos pagar por ella. Esos precios se determinan según la oferta y

demanda. Si el precio de una acción disminuye un 10% en un año, el valor total de la empresa disminuirá también un 10%.

El tamaño de las empresas que cotizan en bolsa se divide según la capitalización bursátil en Small-caps (pequeña capitalización), Mid-caps (Mediana capitalización) y Large-caps (Gran capitalización). También se utilizan las expresiones mini-cap y mega-cap para expresar las empresas más pequeñas y las más grandes, respectivamente.

Ahora vemos cómo ha cambiado el valor en bolsa de Harley Davidson a lo largo de los últimos 10 años, con valores de entre USD 11 billones a USD 15 billones en la primera parte, decreciendo a valores menores de USD 10 billones de 2016 en adelante y manteniéndose alrededor de USD 5 billones los últimos 4 años. Las mayores variaciones se dieron en 2013, 2015, 2016 y 2018, alternando incrementos y disminuciones en la capitalización de mercado.

Al 31 de diciembre de 2022, HOG reportó una capitalización de mercado de 6.028 millones de dólares, producto de un total de 146 millones de acciones ordinarias a un precio de acción en USD 41,2.

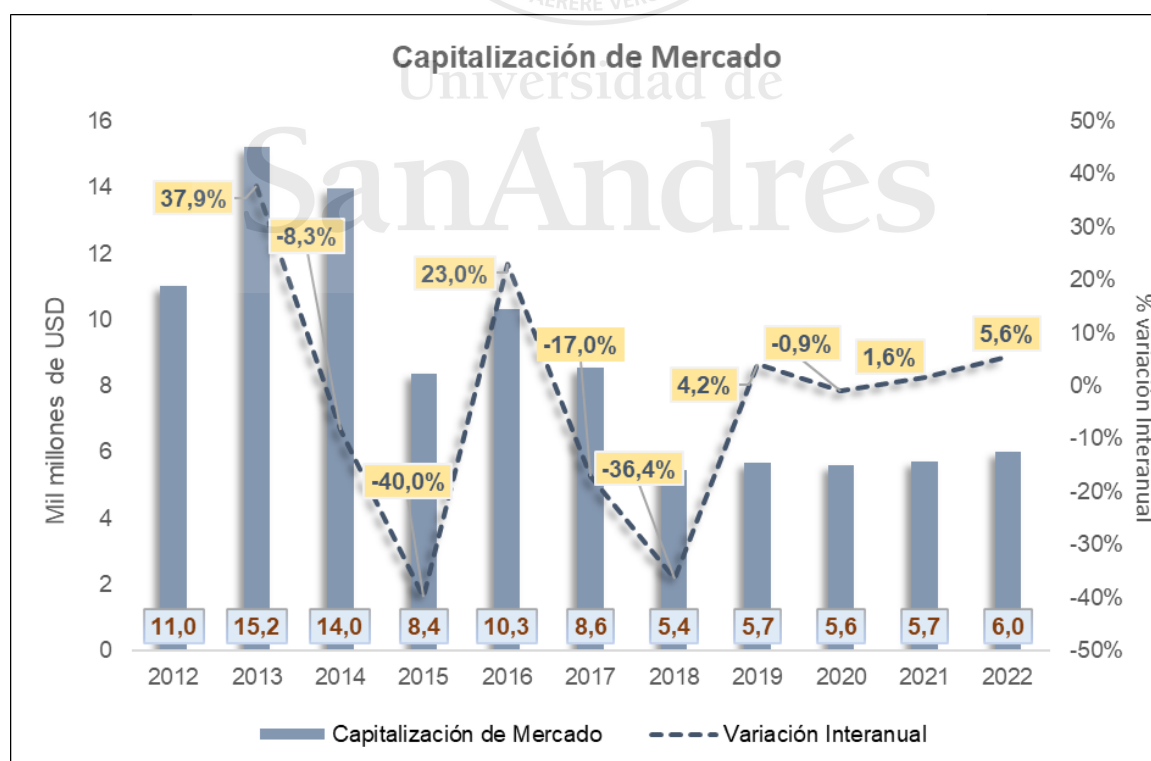


Gráfico 9 - Fuente: Yahoo Finance - Elaboración propia

1.6. Estrategias

1.6.1 More Roads to Harley Davidson 2018-2019

Cabe destacar que una de las recientes estrategias de la compañía fue la implementación, en Julio de 2018, del plan “**More Roads to Harley Davidson**”, con la intención de introducir nuevos modelos de motocicletas incluyendo motocicletas eléctricas adicionales, motocicletas de peso medio de turismo de aventura y nuevos modelos personalizados. "Más caminos hacia Harley-Davidson" ha sido el plan con el cual la compañía intentaba salir de su zona de confort. La nueva estrategia esbozaba cinco objetivos a largo plazo:

- Construir 2 millones de nuevos motociclistas Harley-Davidson en los EE. UU.
- Aumentar el negocio internacional al 50 % del volumen anual
- Lanzamiento de 100 nuevas motocicletas Harley-Davidson de alto impacto
- Ofrecer un rendimiento superior del capital invertido para HDMC; y
- Hacer crecer nuestro negocio sin aumentar nuestro impacto ambiental

En un mundo que cambia rápidamente con nuevas demandas de los clientes, este plan fue impulsado respaldando los objetivos para los siguientes años con un mayor enfoque e inversión estratégica en revitalizar el negocio de EE. UU. mientras acelera el ritmo de crecimiento internacional. El motor de este plan acelerado de crecimiento fue la perspectiva de “primero el cliente”, inspirando a más personas en todo el mundo a experimentar la emoción de conducir una motocicleta e incluyendo los siguientes puntos sobresalientes.

- **Nuevos productos:** con la idea de mantener a los ciclistas inspirados extendiendo el liderazgo en los segmentos de mercado ya formados, así como desbloqueando nuevas oportunidades de mercado.
- **Acceso más amplio:** Respalda la estrategia amplificando y aprovechando el poder de la marca Harley-Davidson para atraer a más personas en todo el mundo. Se avanzará en su enfoque de entrega al mercado y satisfará las necesidades actuales urbanas más pequeñas a nivel mundial para exponer la marca a las poblaciones urbanas e impulsar las ventas de la cartera ampliada de productos Harley-Davidson y expandir la distribución internacional de prendas.

- **Distribuidores más fuertes:** Desarrollar capacidades más sólidas con los distribuidores globales conduciendo a un mejor rendimiento del canal, mayor rentabilidad y superación de expectativas de los pasajeros.
- **Amplificar marca:** Mejorar la experiencia Harley-Davidson para despertar el interés por la conducción, fomentar la cultura motociclista y construir una comunidad aún más grande y apasionada de motociclistas Harley-Davidson. A su vez, mejorar y expandir las capacidades digitales globales de la compañía y buscar establecer alianzas estratégicas con proveedores de e-commerce líderes a nivel mundial para extender el acceso a Harley-Davidson a millones de nuevos clientes potenciales.

Una de las apuestas de la compañía para llevar adelante de forma contundente este plan fue la inauguración a finales de 2018 de un centro de innovación en Silicon Valley con el único objetivo de diseñar y desarrollar la ingeniería de nuevos modelos eléctricos, tanto de motocicletas como bicicletas. Con el lema “La verdadera razón es el talento”, Harley Davidson decidió realizar esta inversión en Investigación y Desarrollo en el norte de California con el fin de respaldar su cartera de productos futuros y demostrar el compromiso de liderar la electrificación del deporte.

LiveWire - Moto Eléctrica HD

Como parte de esa estrategia, Harley-Davidson lanzó su primera motocicleta eléctrica, **LiveWire** en 2019, la primera de una amplia cartera de vehículos eléctricos de dos ruedas, sin embrague, diseñados por la empresa y que tuvo una gran repercusión en el mercado. Su debut es una parte importante del plan estratégico arriba mencionado para acelerar la creación de una próxima generación de usuarios gracias a nuevos productos en nuevos segmentos de motocicletas, un acceso más amplio y el compromiso de fortalecer a los concesionarios de todo el mundo.

El modelo LiveWire ofrece una experiencia de motociclismo totalmente nueva, accesible a los nuevos conductores y emocionante para los motociclistas más experimentados. Este modelo innovador altera radicalmente muchas de las sensaciones que han definido previamente el motociclismo, como su motor HD Revelation que ofrece una potencia extrema con una aceleración sin fisuras, sumado a la simplicidad de funcionamiento que permite al piloto centrarse más en la emoción real del motociclismo (las sensaciones dinámicas de aceleración y movimiento), así como también su facilidad de mantenimiento.

Cuando se presentó el concepto de motocicleta eléctrica en 2014, sus buenas reacciones la consideraron como el cambio más radical en los 111 años de historia de la marca. Otros observadores de la industria ven el desarrollo de la LiveWire y el potencial desarrollo de un producto o línea de productos eléctricos, como parte de un cambio hacia la gente que normalmente no se siente atraída por las tradicionales motocicletas ruidosas, pesadas y caras de Harley y el producto de una revolución corporativa que lleva mucho tiempo gestándose a medida que Harley-Davidson utiliza nuevas tecnologías y se dirige a una base de clientes más amplia.

En 2021, la Compañía abrió su primer concesionario minorista propiedad de la Compañía en los EE. UU., que vende exclusivamente motocicletas eléctricas LiveWire a través de Tienda y canales de comercio electrónico.

Destacamos que además de la propuesta de lanzamiento de la LiveWire, existían otras propuestas de modelos diseñados a ser lanzadas en los años siguientes (2020-2021) como por ejemplo la **Streetfighter**, la **Pan American 1250**, **Future Electric** y la **High-Performance Custom Model**, es decir, motocicletas eléctricas, adventure Touring, Custom y de variada cilindrada, que desde los 500 hasta los 1250 cc, buscaban dar a conocer la próxima revolución de la libertad.

El desarrollo de nuevos productos requiere mucho tiempo, esfuerzo y recursos. Esto es especialmente cierto cuando los nuevos productos son muy diferentes de los que una empresa ha estado produciendo durante décadas. Harley-Davidson ya llegó tarde al mercado en los segmentos de turismo de aventura y streetfighter, y tuvieron que esperar más de un año antes de que los prototipos iniciales se convirtieran en modelos conceptuales. Ciertos inconvenientes de tiempo generaron preocupación tanto en la propia compañía como para los propios consumidores expectantes de los nuevos modelos quienes debían esperar uno o dos años para su lanzamiento. La diferencia para Harley-Davidson comparado a sus competidores, fue que la espera dio más tiempo para que los problemas de la empresa crecieran debido a que la cantidad de motocicletas vendidas venían decayendo desde 2017 en adelante.

Harley-Davidson necesitaba expandir su oferta de productos para atraer a clientes en mercados con gustos y necesidades diferentes a los de los motociclistas estadounidenses. Mientras que en Europa los segmentos de turismo de aventura continuaron generando ventas récord para empresas como BMW y KTM, mientras que los mercados de China, India y el sudeste asiático continuaron absorbiendo el volumen de motocicletas de pequeña cilindrada

(150-400 cc). Harley-Davidson tenía exactamente cero modelos que encajaran en cualquiera de esas categorías.

Las ventas anuales de unidades estaban disminuyendo desde hace un tiempo, pero los problemas se vieron exacerbados por una guerra arancelaria entre los EE. UU. y la Unión Europea. La UE respondió a los aranceles estadounidenses sobre el aluminio y el acero aumentando los aranceles sobre las motocicletas estadounidenses del 6 % al 31 %. Harley-Davidson tuvo que elegir entre transferir el costo de las tarifas a los consumidores e impactar negativamente en el volumen de ventas o absorber el costo y reducir los márgenes, y decidieron elegir este último. Además, se decidió trasladar parte de la producción de EE. UU. a fábricas en Brasil e India para evitar los aranceles, una medida que tiene sentido desde el punto de vista comercial, pero que puede haber perjudicado a una marca que durante mucho tiempo se ha proclamado a sí misma como totalmente estadounidense.

Con el panorama financiero sombrío, los inversores de HD comenzaron a inquietarse. No mucho después de que se publicará el informe del año fiscal 2019, Harley-Davidson anunció la renuncia de su presidente y director ejecutivo, Matt Levatich. Unas semanas más tarde, Impala Asset Management, un accionista de Harley-Davidson, emitió un comunicado en el que se atribuía la responsabilidad de instar a la junta directiva a despedir a Levatich e inició una guerra de poder para agregar a dos de sus nominados a la junta. Incluso se instaló la idea de volver a centrarse en sus conductores principales, un movimiento que iría directamente en contra de la estrategia More Roads. La junta finalmente llegó a un acuerdo con Impala Asset Management, acordando nombrar un director independiente. Jochen Zeitz, quien asumió el cargo de Levatich de manera interina, fue instalado como nuevo presidente y director ejecutivo.

1.6.2 Rewire 2020 - Recableado - Corto Plazo

Poco antes de que el puesto de Zeitz se volviera permanente, presentó el informe Q1 2020 de Harley-Davidson y anunció el plan provisional "The Rewire" que conducía a un nuevo plan estratégico de cinco años. La visión de Zeitz ha sido cambiar el plan estratégico "Más caminos para Harley-Davidson", presentado por su predecesor, para aumentar la base de propiedad y mover la marca a nuevos mercados y nuevos segmentos. "The Rewire", cuyo significado sería el recableado o rearmado de una estrategia, consistió en un plan provisional del nuevo CEO que sentó las bases hacia un nuevo plan estratégico (The Hardwire), que incorpora productos e iniciativas clave del plan More Roads, pero se centra más en los

mercados y los productos que podrían impulsar el rendimiento en términos de rentabilidad y crecimiento, restableciendo el negocio con un enfoque a corto plazo de rentabilidad, costos y reducción de complejidad.

La compañía no se ha dado por vencida con las giras de aventura, las streetfighters o las motocicletas eléctricas, sino que busca un mejor equilibrio entre centrarse en su mercado principal y expandirse a otros nuevos.

1.6.3 Hardwire 2021 2026

The Hardwire es el plan estratégico de H-D para reinventarse durante los próximos cinco años enfocándose en una vuelta a los segmentos tradicionales y una nueva división de motos eléctricas, en el futuro de la compañía de Milwaukee. A principios de febrero de 2021 Harley-Davidson anunció "The Hardwire", un plan estratégico para el período 2021-2025 que tiene como objetivo el crecimiento rentable a largo plazo con el objetivo de mejorar su posición en el mercado internacional.

Tras la salida del CEO Matt Levatich y la llegada de Jochen Zeitz, la compañía buscaba reorganizar sus prioridades de inversión y desarrollo. Para eso, dejó atrás el plan More Roads to Harley Davidson que la firma había anunciado en 2018 y con el cual se planeaba diversificar las inversiones de la empresa en segmentos que hasta entonces habían sido inexplorados por la casa de Milwaukee. Ahora con el nuevo plan, Harley-Davidson planea implementar un camino para los próximos cinco años focalizando los siguientes grandes pilares:

- **Enfoque en las ganancias** → Invertir en segmentos tradicionales para la compañía como lo son el Touring, Large Cruiser y Trike, para fortalecer y hacer crecer su posición;
- **Expansión selectiva y redefinición** → desembarcando cuidadosamente en nuevos segmentos generando mayor atracción;
- **Liderazgo en el mercado de motocicletas eléctricas** → Invertir en innovación en el mercado eléctrico para ganar liderazgo en él.
- **Experiencia con el cliente** → incentivar y mejorar nuestra conexión con clientes, ya sean motociclistas o no motociclistas.

- **Crecimiento más allá de las bicicletas** → Hacer crecer los negocios complementarios a través de la revitalización de piezas, accesorios y equipo de conducción, entre otras cosas;
- **Ajustar y alinear la estructura organizacional, la estructura de costos y el modelo operativo** → para reducir la complejidad e impulsar la eficiencia para preparar a Harley-Davidson para la estabilidad y el éxito.

De esta manera, la factoría norteamericana abandonó las ideas de grandes innovaciones planteada en el plan "More Roads to Harley-Davidson" para volver a las raíces y enfocarse sólo de forma selectiva en el desarrollo de novedades que no tengan que ver con su tradicional linaje. Harley-Davidson invertirá una cantidad significativa de tiempo y recursos para fortalecer y hacer crecer su posición de liderazgo en sus segmentos de motocicletas más fuertes (Touring, Large Cruiser y Trike) con una cartera seleccionada de productos de la más alta prioridad. Las medidas tomadas en The Rewire, y las que se han puesto en marcha recientemente, esperan que ahorre a la empresa unos 115 millones de dólares al año.

Según el nuevo plan, Harley está siguiendo una estructura "70-20-10", con el 70 por ciento de sus esfuerzos destinados al negocio principal, el 20 por ciento a la expansión a nuevos segmentos que ofrecen un claro potencial para obtener más ganancias, por ejemplo, el lanzamiento de la bicicleta de aventura Pan America, y 10 por ciento en probar ideas para un crecimiento a largo plazo, como los planes continuos de la compañía para desarrollar bicicletas de pequeña capacidad para nuevos mercados en asociación con Qianjiang de China y Hero MotoCorp de India.

A su vez, el reciente lanzamiento de la Pan American 1250 es un claro ejemplo de la expansión selectiva de la compañía en un segmento de alto potencial que es considerado como uno de los más grandes en muchos mercados europeos. Desde Harley-Davidson entienden que este segmento tiene un potencial sin explotar en los Estados Unidos por lo que apuntarán los cañones hacia ese sentido. La firma también anunció que tiene la intención de reinventar y aumentar la rentabilidad dentro del segmento Cruiser, con ofertas de peso medio altamente competitivas y rentables que amplíen su relevancia para un mayor conjunto de clientes más allá de sus segmentos de fortaleza actuales.

Adicionalmente, la empresa ofrece una línea de Harley-Davidson P&A (Accesorios y Partes) y mercancía general. Los productos de P&A están compuestos por piezas de motor originales y accesorios de motor originales. Las piezas de motor originales incluyen piezas de

repuesto y los accesorios de motor originales incluyen accesorios mecánicos y cosméticos. La mercancía general incluye ropa y equipo para montar, incluida la ropa de motor genuina.

El futuro será eléctrico en H-D

Las motocicletas eléctricas son importantes para el futuro de Harley-Davidson y la compañía anunció que está comprometida con permanecer a la vanguardia de la tecnología de motocicletas eléctricas luego del lanzamiento de la LiveWire. Allí, la marca anunció que está invirtiendo en su éxito a largo plazo mediante la creación de una división separada dedicada exclusivamente a las unidades de propulsión eléctrica.

II. Análisis de la Industria

2.1 Industria de la motocicleta

La industria de motocicletas es de naturaleza cíclica ya que se incluye dentro de la industria automotriz, lo que significa que tanto las ventas como el nivel de producción de las firmas varían mes a mes en función del crecimiento de la economía, el nivel de consumo, la disponibilidad de crédito y, a su vez, que el enfoque de sus participantes está en ganar cuota de mercado.

Esta particularidad impulsa a las empresas de esta industria a tener un alto nivel de apalancamiento operativo debido a la gran proporción de costos fijos con los que cuentan, así como también, ser intensivas en el uso tanto de capital como de trabajo teniendo como principales costos al capital humano, las materias primas, insumos y publicidad.

La rentabilidad de los productores está dada principalmente por el volumen de las ventas mayoristas, así como de la alta proporción de costos fijos, que pueden llevar a que pequeños cambios en el volumen de las ventas mayoristas modifiquen significativamente la rentabilidad total. Adicionalmente, el margen de ganancias de las motocicletas vendidas es otro factor importante que a su vez se ve afectado por el costo de las materias primas, la situación del mercado, el costo de los servicios extra de las mismas, entre otros.

Los datos de la industria incluyen motocicletas de carretera con motores de combustión interna con cilindradas superiores a 600 CC. y motocicletas eléctricas con Kw de

potencia equivalente superior a 600 CC. En 2020, aproximadamente el 81% de las ventas minoristas anuales totales de distribuidores independientes de nuevas motocicletas Harley-Davidson se vendieron en los Mercados de cilindradas superiores a 600 CC. tanto de EE. UU. como de Europa. Por su parte, en 2021 y 2022, aproximadamente entre el 81% y 82% de las ventas minoristas anuales totales de los concesionarios de motocicletas Harley-Davidson nuevas se vendieron en los mercados de más de 601 CC. de EE. UU. y Europa.

Otros mercados importantes para la Compañía, según los datos de ventas minoristas de la Compañía en 2022 y últimos años, incluyen Japón, Australia y Nueva Zelanda, China y Canadá.

La industria total aterrizó en 58,6 millones de ventas de motocicletas en 2022, que aún estaba por debajo del récord alcanzado en 2018, pero en una recuperación del 8,5% desde 2020. En los próximos años, el mercado se acelerará, alcanzando el récord histórico en 2023 y luego en los siguientes 5 años.

En el período 2012-2022, el mercado global (incluidos los ciclomotores, las Scooter y todos los tipos de motocicletas) registró una tasa de crecimiento anual constante del 2,8%. Sin embargo, este número no representa la gran revolución que ocurre dentro de la industria.

En la era pre-COVID, la industria estaba decayendo en el lado norte del mundo, con jóvenes de América del Norte, Europa, Japón, Corea, menos interesados en estos productos (en comparación con las generaciones anteriores), salvo por la "necesidad" de usarlas para evitar atascos en áreas metropolitanas con transporte público deficiente (en Italia, España, México y otros). En esta área, el mercado estaba en constante declive.

En el lado sur de la tierra, la industria es la más relevante para la movilidad individual y en muchos países (India, Indonesia, Vietnam, Filipinas y otros) los vehículos de dos ruedas son preferidos por mucho a los vehículos de cuatro ruedas. En esta zona, los vehículos vendidos son baratos con menos tecnología, menos accesorios, menos seguridad y menor estándar de emisiones. La elasticidad precio es muy relevante y los volúmenes cubren el 95% del mercado total.

La industria de motocicletas en los países de esta área tiene una tendencia creciente a mediano plazo, ya que recientemente se ha visto impactada por cambios en las reglas y estándares, como por ejemplo los cambios en las reglas de emisiones y vehículos eléctricos en China e India. Por su parte, los países de la ASEAN sufrieron problemas de producción

local en 2020 y 2021 debido al impacto de la pandemia. Sin embargo, en los tiempos post COVID, la industria de las motocicletas se prepara para vivir una década en auge debido a la creciente demanda mundial de movilidad individual y al impacto de la electrificación en la demanda de los consumidores.

La pandemia representó un gran cambio y las dos ruedas se han vuelto a descubrir como las mejores para la movilidad individual, incluso en aquellas localidades con transporte público de alta calidad y el mercado comenzó a crecer, en todos los segmentos.

A continuación, observamos que la proporción de ventas de motocicletas nuevas y usadas en la industria se posiciona en un 25% para unidades nuevas y 75% para usadas en promedio de los últimos cinco años. El CAGR de ventas de unidades Nuevas del período 2012-2022 fue de 3%, mientras que las ventas de unidades Usadas históricas (mismo período) fue de 2,8%. El mismo cálculo y análisis sumando Nuevas y Usadas, refleja un 3,3% de CAGR desde 2012 a la actualidad.

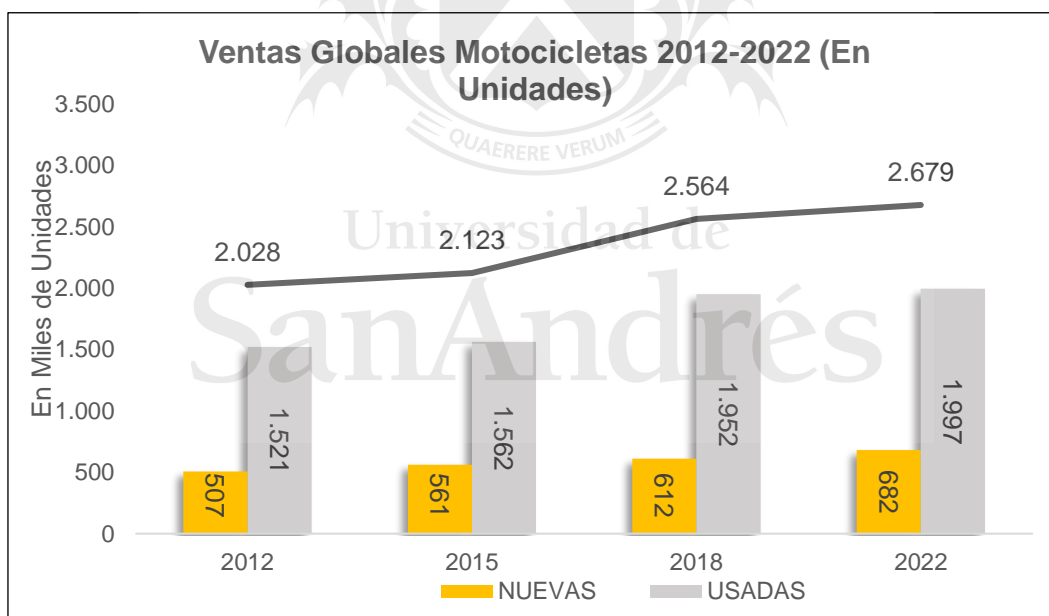


Gráfico 10 - Fuente: Reporte Presentación Investor Day 2022 Harley Davidson

También se aprecian las ventas de motocicletas nuevas y usadas de los últimos cinco años para las regiones de Europa y Estados Unidos, cuya participación representa más del 80% de las motocicletas vendidas en Harley Davidson.

En el siguiente gráfico, número 11 de este trabajo, podemos ver las nuevas matriculaciones de Motocicletas para Estados Unidos y Europa para la Industria de

Motocicletas apreciando un CAGR de 0,1% para ambos, intentando recuperarse luego del efecto de la pandemia en 2020.

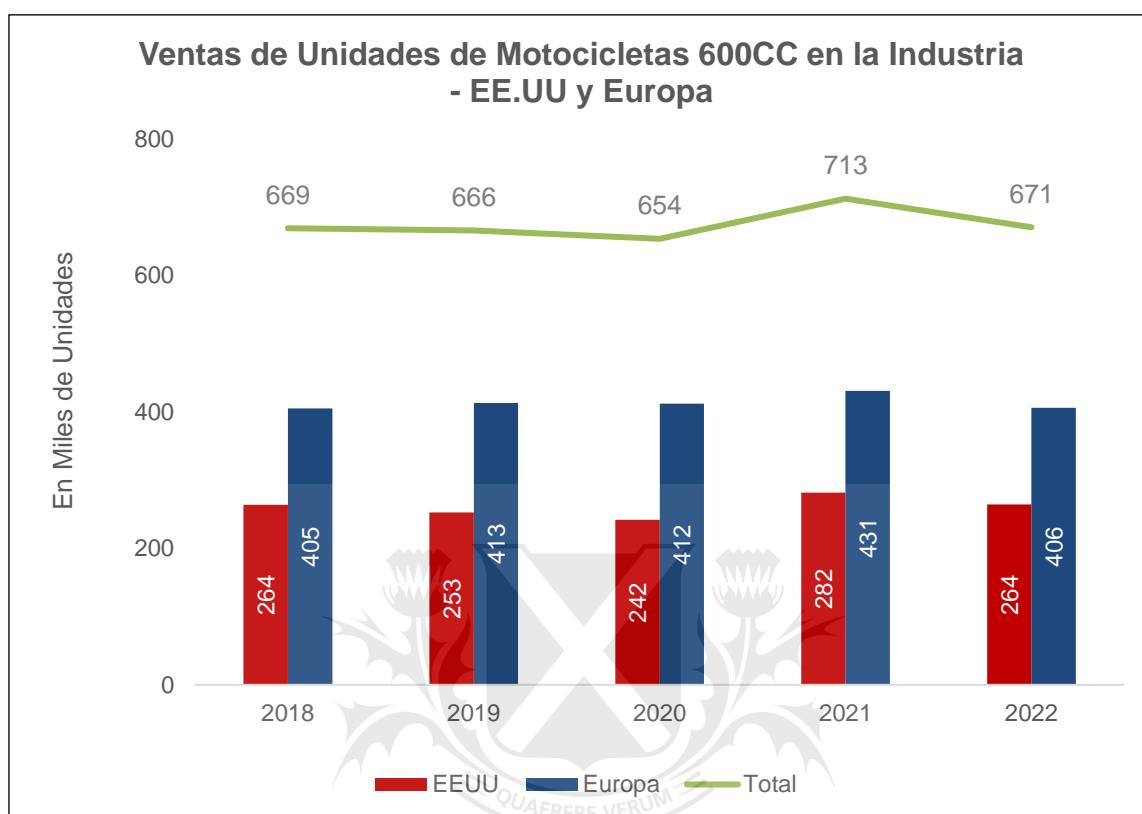


Gráfico 11 - Fuente: Reporte 10K Harley Davidson - Elaboración propia

El impacto de la invasión rusa de Ucrania en la industria de las motocicletas

Antes de ver la solución de la “crisis” actual no es fácil determinar a cabalidad el impacto de esta guerra en nuestra industria. Sin embargo, seguro que la industria energética se transformará. En los próximos meses, el mayor costo del combustible en Europa y América golpeará la demanda acelerando el cambio a los vehículos eléctricos.

En los mercados emergentes (India y ASEAN, sobre todo) el aumento del precio del petróleo afectará al mercado de los vehículos de cuatro ruedas, junto con la lenta sustitución de los vehículos eléctricos por los de combustión tradicional, ya que la diferencia de precios entre un coche ICE y un coche EV no es asequible para los países de bajos ingresos.

Durante la última década, la industria de las motocicletas evolucionó bajo la presión de muchos factores. En general, el desarrollo económico es el mayor de los países menos ricos que genera una nueva demanda de movilidad individual y los vehículos de dos ruedas

representan la mejor solución para la movilidad inteligente, fácil de usar y de bajo costo. El mercado global creció impulsado por la evolución de “nuevos” mercados, como India, China, Filipinas, Pakistán, México y varios países más pequeños en América Central y del Sur o en el Sudeste Asiático.

Los “viejos” mercados, representados por los países más ricos del mundo, como Norteamérica, Europa, Japón, Corea, Australia, donde la compra de un vehículo de dos ruedas se correlaciona con una movilidad urbana o de ocio, estaban moderadamente en declive después de haber perdido la mayor parte de el volumen en comparación con hace 20 años.

Por otra parte, la introducción de nuevas reglas de seguridad y los nuevos estándares de emisiones y política de vehículos eléctricos son los principales factores que han modificado a esta industria y lo continuarán haciendo en el futuro.

2.1 Impacto COVID 19 en la industria

En el nuevo entorno creado por la propagación de este virus global, la industria de las motocicletas reportó un impacto negativo a corto plazo, principalmente registrado en el primer semestre de 2020 cuando el bloqueo golpeó la producción y distribución.

Sin embargo, los beneficios han sido más que daños con dos nuevas tendencias claramente establecidas en todo el mundo:

- Gran demanda de movilidad individual, perfectamente adaptada a los vehículos de dos ruedas.
- Mayor conciencia tangible por el medio ambiente entre gobiernos, instituciones y personas.

Como resultado, a partir del segundo semestre de 2020, la industria mundial de motocicletas ha tomado un nuevo camino, con un fuerte aumento de las ventas en varios países con una perspectiva brillante para los próximos años.

Las ventas globales en 2020 han sido de 56,5 millones, un 14% menos que el año anterior, el quinto nivel más alto de la historia. En volúmenes, la industria perdió más de 9

millones de unidades, debido a la caída de algunos de los principales países: India (-5 millones), Indonesia (-2,9 millones), Filipinas (-0,7 millones), Vietnam (-0,5 millones).

En estos países la industria de las motocicletas es crucial y se espera en el futuro una fuerte recuperación mientras que el resto del mundo mantendrá la tendencia ya positiva, resultando en la consecución de un enorme incremento interanual en el 2021 con proyecciones para el año siguiente para establecer el nuevo récord de todos los tiempos.

La capacidad de la empresa para seguir siendo competitiva depende de su capacidad para desarrollar e introducir con éxito productos nuevos, innovadores y compatibles. El mercado de motocicletas es altamente competitivo y continúa cambiando en términos de preferencias de estilo y avances en nuevas tecnologías y, al mismo tiempo, está sujeto a regulaciones cada vez mayores, incluidas las relacionadas con la seguridad y las emisiones. El precio, la confiabilidad, el estilo, la calidad y las características del producto son algunos de los factores que afectan la competencia en el mercado de las motocicletas.

Las ventas de motocicletas a nivel global crecerán por:

- Un mayor uso de motocicletas para uso “recreacional” impactando en los modelos Touring, Racing, y Off-Road, y por una mayor demanda para el uso diario como alternativa de transporte.
- Mayor oferta de modelos accesibles en mercados emergentes y la introducción de modelos “tope de gama” en los mercados desarrollados.
- Expansión y mejores condiciones de las autovías en los mercados emergentes.
- Cambios en las preferencias del consumidor que se inclinan por las bicicletas y motocicletas eléctricas.

Lo cierto es que el mercado mundial de las dos ruedas tuvo un gran crecimiento durante el último año, y se recuperó de los volúmenes perdidos durante el 2020. Y aunque todavía se mantuvo en niveles pre-covid, se espera que en los siguientes años la cantidad de unidades vendidas a nivel mundial supere esa línea y mantenga la tendencia creciente que venía marcando desde hace 5 años.

Un dato curioso es que Harley ha ido perdiendo constantemente cuota de mercado en casa (Norte America), donde no ha logrado registrar un crecimiento potencial de las ventas en los últimos seis años en medio de una lucha por atraer a nuevos y jóvenes motociclistas.

2.3 Contexto Mundial

Después de repuntar a una cifra estimada de 5,5 % en 2021, se prevé que el crecimiento mundial se desacelerará en 2022, hasta llegar a 4,1 % , como reflejo de las grandes consecuencias de la pandemia, la disminución del apoyo fiscal y los persistentes cuellos de botella en las cadenas de suministro.

Aunque se proyecta que la producción y la inversión en las economías avanzadas volverán a las tendencias previas a la pandemia el próximo año, en los mercados emergentes y las economías en desarrollo (MEED) se mantendrán muy por debajo de lo previsto, debido a las tasas de vacunación más bajas, las políticas fiscales y monetarias más restrictivas y las secuelas de la pandemia más duraderas.

Diversos riesgos de deterioro de la situación opacan las perspectivas, entre ellos las perturbaciones económicas el Covid, un desanclaje de las expectativas inflacionarias, el estrés financiero, los desastres relacionados con el clima y un debilitamiento de los factores que impulsan el crecimiento a largo plazo. Esto subraya la importancia de fortalecer la cooperación mundial para promover una distribución rápida y equitativa de las vacunas, calibrar las políticas sanitarias y económicas, mejorar la sostenibilidad de la deuda en los países más pobres y hacer frente a los crecientes costos del cambio climático.

Competidores

La competencia en la industria de las motocicletas se basa en una serie de factores que incluyen las capacidades y características del producto, el diseño, el precio, la calidad, la confiabilidad, la garantía, la disponibilidad de financiamiento y la calidad de las redes de distribuidores que venden el producto. La Compañía cree que sus motocicletas continúan generalmente brindando precios premium a aquellos compradores minoristas en relación con las motocicletas de la competencia. Las motocicletas Harley-Davidson cuentan con un estilo único, personalización, diseño innovador, sonido distintivo, calidad superior, confiabilidad e incluyen una garantía.

La Compañía considera su capacidad para ofrecer un paquete de servicios financieros mayoristas y minoristas en los EE. UU. y Canadá como una importante ventaja competitiva.

Los competidores en la industria de servicios financieros compiten por negocios basados principalmente en el precio y, en menor medida, en el servicio. HDFS compite en conveniencia, servicio, asociación de marca, relaciones con los distribuidores, experiencia en la industria, términos y precio. Los competidores en el negocio minorista de financiación de motocicletas son principalmente bancos, cooperativas de crédito y otras instituciones financieras.

En EE. UU. y Canadá, Harley-Davidson Financial Services financió el 64,8 % y el 33,3% de las nuevas motocicletas Harley-Davidson vendidas al por menor por los concesionarios durante 2021 respectivamente, en comparación con el 67,6% y el 42,2% durante 2020 respectivamente y comparado con un 65,9% y 45% durante 2019 respectivamente.

En el negocio de seguros de motocicletas, la competencia proviene principalmente de las compañías de seguros nacionales y de las agencias de seguros que atienden los mercados locales y regionales. Para productos relacionados con seguros, como contratos de servicio extendido, HDFS enfrenta la competencia de ciertos participantes de la industria regional y nacional, así como también de distribuidores en programas internos.

La competencia por el negocio mayorista de financiamiento de motocicletas consiste principalmente en bancos y otras instituciones financieras que brindan financiamiento mayorista a distribuidores independientes de Harley Davidson en los mercados locales.

Los principales competidores de Harley–Davidson son:

- BMW Motorrad - Grupo BMW
- Ducati - Grupo Volkswagen
- Triumph - Bloor Holding Group
- Suzuki Motor Corporation
- Honda Motorsports - Grupo Honda.
- Yamaha.
- Kawasaki.
- Indian Motorcycle - Grupo Polaris

Es importante mencionar que todos estos competidores, además de participar en segmentos de mercado dentro de la industria con motocicletas livianas y “Scooters”, forman parte de mercados con otro tipo de vehículos como automóviles, camiones, vehículos acuáticos, entre otros.

A su vez, cabe mencionar aquellas compañías competidoras como Hero Motocorp, Honda, Jiangmen Dachangjiang, TVS Motors, entre otras, enfocados directamente en el mercado asiático y que sus ventas en otros mercados no son tan significativas, pero sí poseen una gran presencia en el mercado asiático, mayormente dedicadas a motocicletas chicas y medianas.

A continuación, podemos observar los principales Ratios de Rentabilidad, Actividad y Crediticios como un método de comparación de la compañía con su competencia.

Compañía	Harley Davidson	Polaris	Volkswagen AG	BMW AG	Kawasaki Ltd	Yamaha Motor Co
Símbolo	HOG	PII	VWA	BMW	KWHI	YAMH
Ratios de Rentabilidad						
CAGR Ventas (5 años)	0,1%	7,2%	1,6%	3,4%	-3,6%	2,1%
ROE	25,5%	54,8%	24,7%	20,4%	10,1%	18,0%
ROA	5,9%	11,6%	2,7%	7,5%	2,2%	8,7%
ROIC	7,2%	9,0%	2,7%	5,2%	3,3%	10,3%
EBITDA / VENTAS	18,5%	12,1%	18,7%	22,7%	7,1%	12,7%
Tasa Impositiva	25,0%	21,8%	28,2%	20,9%	21,4%	22,9%
Margen Neto	12,8%	5,2%	5,5%	12,6%	8,6%	8,5%
Ratios de Actividad						
Rotación de Activos (Ventas/Activos)	51%	157%	49%	58%	72%	103%
Rotación de Inventario (días)	92	94	78	54	186	114
Capital de trabajo / Ventas	14%	16%	18%	7%	49%	36%
Ciclo de Conversión de Caja	206	61	111	119	199	109
Ratios Crediticios						
EBIT/intereses financieros	30,6	11,2	11,1	61,8	8,5	53,9
Deuda Financiera/EBITDA	3,1	2,0	3,4	2,2	3,5	2,0
Deuda Neta/EBITDA	1,9	1,6	4,1	5,1	2,4	1,1
Solvencia (A/P)	1,3	3,8	1,2	1,1	1,3	1,9
Endeudamiento Total (P/PN)	0,3	0,6	1,1	1,0	1,0	1,1
Endeudamiento Financiero (DF/PN)	1,2	1,4	1,6	2,0	0,4	0,6
Liquidez (AC/PC)	1,3	1,2	1,0	1,1	1,3	1,7
Prueba ácida (AC-Inv)/PC	1,1	0,4	0,3	0,2	0,6	1,0

Tabla 1 – Fuente: Statista y Reporte 10k Harley Davidson - Elaboración propia

A su vez, presentamos una breve reseña de los principales competidores de la compañía.

Yamaha

Podemos nombrar a Yamaha como uno de los principales competidores de Harley Davidson, ya que es una empresa bien establecida que fundó su división de motocicletas en el año 1955. Al igual que HOG, existen clubes de Yamaha dedicados alrededor de todo el mundo. Hoy en día, Yamaha no solo fabrica motos deportivas, sino también una amplia gama de vehículos fáciles de usar, como Scooters y motos de kilometraje. Aparte de esto, también

se puede encontrar instrumentos musicales clásicos preferidos por los grandes del género, como teclados, cuerdas y parlantes electrónicos. Sin embargo, la mayor parte de sus ingresos agregados de \$4 mil millones proviene de la venta de motocicletas.

BMW (Bayerische Motoren Werke) Motorrad

BMW (iniciales de Bayerische Motoren Werke en alemán, o Bavarian Motor Works en inglés) es una empresa multinacional alemana que actualmente produce automóviles y motocicletas de lujo, y también produjo motores de aviones hasta 1945. La compañía fue fundada en 1916 y tiene su sede en Munich, Baviera. BMW produce vehículos de motor en Alemania, Brasil, China, India, Sudáfrica, el Reino Unido y los Estados Unidos. En 2015, BMW fue el duodécimo mayor productor mundial de vehículos de motor, con 2.279.503 vehículos producidos. La familia Quandt son los accionistas más importantes de la compañía.

Los automóviles se comercializan bajo las marcas BMW (con las sub-marcas BMW M para modelos de alto rendimiento y BMW I para vehículos eléctricos), Mini y Rolls-Royce. Las motocicletas se comercializan bajo la marca BMW Motorrad. La compañía tiene una importante historia en el automovilismo, especialmente en turismos, Fórmula 1, autos deportivos y el TT de la Isla de Man.

Honda Motor Company

Honda Motor Co. es una empresa de origen japonés que fabrica automóviles, propulsores para vehículos terrestres, acuáticos y aéreos, motocicletas, robots y componentes para la industria automotriz. La empresa fue fundada en 1949 en Hamamatsu (Japón) por el ingeniero Sōichirō Honda con el nombre de Honda Technical Research Institute (Instituto Honda de Investigaciones Técnicas). La empresa arrancó cuando Sōichirō Honda consiguió impulsar una bicicleta con un pequeño motor auxiliar. Esta anécdota, junto con la filosofía de su fundador, se ve reflejada en el actual lema de la empresa, The Power of Dreams (el Poder de los Sueños), y en el espíritu innovador de la compañía, que define su misión como “ofrecer productos que contribuyen a la mejora de la movilidad de las personas y al bienestar de la sociedad”.

Uno de los puntos fuertes de Honda y su principal factor de diferenciación respecto a otras empresas automovilísticas es la investigación y desarrollo de tecnologías que permitan alcanzar la llamada movilidad sostenible, estrategia que comenzó hace ya más de 30 años. Hoy en día, la compañía está centrada en impulsar los vehículos híbridos, ya que considera que esta tecnología es actualmente la más eficaz para reducir las emisiones contaminantes

y una de las pocas ya disponibles y accesibles de forma masiva en el mercado. Honda cree que los híbridos son el paso intermedio lógico hacia tecnologías completamente limpias.

Suzuki Motor Corp.

Suzuki Motor Corporation es una empresa pública multinacional japonesa dedicada a la fabricación de automóviles (especialmente todoterreno y compactos), motocicletas, motores fuera borda y una variedad de productos equipados con motor de combustión interna. Suzuki fue fundada en 1909 en la localidad de Minami-ku (Hamamatsu), prefectura de Shizuoka, Japón, por Michio Suzuki. Es un fabricante generalista, actualmente independiente, al igual que otros fabricantes japoneses como Mazda y Honda. Durante unos años tuvo vínculos cercanos con General Motors y Volkswagen, siempre sin llegar a ser controlado por otro fabricante. La gama de vehículos de Suzuki se centra en los utilitarios y en los todocaminos, así como en los todoterrenos puros. Su gama de motocicletas y ciclomotores es una de las más amplias y completas del mercado actualmente.

III. Análisis Financiero

El análisis financiero de Harley Davidson está realizado a partir de los estados contables consolidados y reportados a la SEC para los períodos comprendidos entre 2017 y 2021. A pesar de que la empresa opera globalmente, todos los valores están expresados en dólares.

El objetivo de este apartado se debe principalmente a detectar las tendencias que nos permitan proyectar y estimar de qué manera evolucionaran los estados financieros en los años siguientes. Analizaremos a HD desde el punto de vista de evolución de resultados, la rentabilidad, la eficiencia en sus operaciones (ratios de actividad) y la calidad crediticia. Se evaluará la evolución de dichos indicadores y otras métricas relevantes para el plazo de cinco años, y luego se hará un comparativo con los principales competidores dentro del mercado estadounidense principalmente.

El ritmo de la recuperación económica sigue siendo incierto, como lo demuestran los niveles de desempleo superiores a los experimentados antes de la pandemia de COVID-19, la confianza del consumidor silenciada, el aumento de la inflación, las interrupciones en la cadena de suministro global y los continuos desafíos relacionados con la pandemia de COVID-19 en los EE. UU. entre otros factores. Como tal, a fines de 2021, la perspectiva de

la Compañía sobre las condiciones económicas y su ponderación de probabilidad de sus escenarios de pronóstico económico incluyeron una mejora económica continua y lenta en su ponderación de escenario económico. Las expectativas de la Compañía en torno a sus pronósticos económicos pueden cambiar en períodos futuros a medida que se disponga de información adicional.

3.1 Ratios de rentabilidad

Evolución de Márgenes

Tras la enorme caída registrada el año 2020, cuando las ventas alcanzaron el nivel más bajo de los últimos 20 años, en 2021 Harley-Davidson informó un tímido crecimiento en las matriculaciones globales. Hubo buenas noticias para el segmento de América del Norte, con un aumento de las ventas del 22,1 % en EE. UU. y Canadá. Sin embargo, las ventas no alcanzaron el desempeño anterior al Covid en 2019, mientras que en 2020 y 2021 la industria creció con un desempeño sobresaliente informado por compañías como BMW, Ducati, Triumph, Indian American y otros. Así, Harley Davidson perdía cuota de mercado en territorio nacional. Fuera del ámbito doméstico, el desempeño fue pobre, principalmente por dos razones: en Europa, la segunda región en volumen, las ventas se vieron penalizadas por los aranceles impuestos a la importación de bienes de EE.UU.

Los distintos márgenes de la firma son interesantes variables financieras que no podemos dejar a un lado. Decimos esto, ya que las compañías con grandes márgenes de ganancia frecuentemente tienen una ventaja competitiva sobre otras compañías en su industria. La comprensión de los índices de margen de una empresa puede ser un punto de partida para un análisis más profundo para decidir si una empresa sería una buena opción de inversión. Los tres márgenes a considerar serán el Margen Bruto, el Margen Operativo y el Margen Neto.

El Margen Bruto, si bien fue el más estable de los tres, reflejó un decrecimiento, en línea con la caída de las ventas durante el mismo periodo y a su vez, por una menor absorción de costos fijos causado por un menor volumen de producción que se acentuó en los últimos años por la pandemia del Coronavirus sumado a las tarifas impositivas impuestas por el gobierno estadounidense a productos provenientes de China. Conocer tu margen bruto te ayuda a medir y comprender la eficacia con la que tu compañía utiliza sus materias primas y mano de obra para producir los bienes/servicios que ofrece y también a hacer un seguimiento de los indicadores de rentabilidad. Para el margen bruto, cuanto mayor sea el porcentaje,

más valor agregado financiero se produce por cada dólar de ventas que realiza la empresa. Por otro lado, si el margen bruto de una empresa está disminuyendo, es posible que esté buscando formas de reducir los costos de mano de obra, reducir los costos de compra de materiales o incluso aumentar los precios.

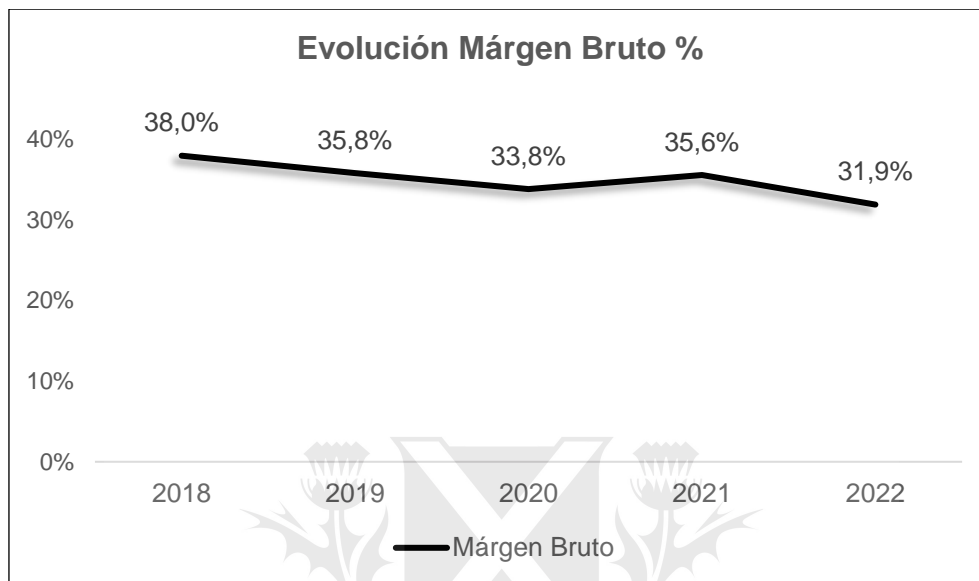


Gráfico 12 - Fuente: Reporte 10K Harley Davidson - Elaboración propia

El margen bruto de Harley Davidson reflejó caídas no sorprendidas desde 2018 que se posicionaba en 38% hasta 33,8% en 2020. Se apreció un alza a 35,6% en 2021 reflejo de la recuperación del período de pandemia, sin embargo, volvió a caer pronunciadamente en 2022 a 31,9% donde entendemos que el desarrollo e implementación de la nueva estrategia The Hardwire es el principal factor de este escenario.

Por su parte, el Margen Operativo, mayormente conocido como EBIT (Earnings Before Interest and Taxes, cuya traducción es Ganancias antes de intereses e impuestos), se obtiene luego de deducir de las ventas netas totales todos los costos de mercadería vendidas, gastos administrativos, comerciales, logísticos, impositivos, amortizaciones y depreciaciones, y los gastos de reestructuración, entre otros. Se calcula utilizando la misma fórmula que el margen bruto, simplemente restando los costos adicionales de los ingresos antes de dividirlos por la cifra de ingresos. Analizar los márgenes operativos históricos de una empresa puede ser una buena manera de saber si es probable que el aumento reciente en las ganancias del negocio dure.



Gráfico 13 - Fuente: Reporte 10K Harley Davidson - Elaboración propia

El gráfico nos permite apreciar una desaceleración del margen en el comienzo del período analizado hasta el desplome estrepitoso en el aterrador año 2020 con un 0,2%. Este preocupante descenso pudo revertirse con intensidad durante 2021 y 2022 intentando retomar y hasta superar los valores prepandemia, con una ganancia operativa de 909mm, lo que representa un 15,8% como margen sobre los 5.755mm de ventas totales del año.

Los siguientes factores afectaron la comparabilidad de los ingresos netos, el costo de los bienes vendidos y la ganancia bruta de 2020 a 2022:

- El aumento en el volumen se debió a mayores envíos mayoristas de motocicletas y mayores ventas de repuestos y accesorios y ropa.
- Durante 2021 y 2022, los ingresos se beneficiaron de precios mayoristas más altos para motocicletas, incluidos los recargos de precios que la Compañía impuso en los EE. UU. durante la segunda mitad de 2021, y menores incentivos de venta.
- Los ingresos y la utilidad bruta se vieron afectados favorablemente por tipos de cambio de moneda extranjera más fuertes en relación con el dólar estadounidense, parcialmente compensados por pérdidas cambiarias netas desfavorables asociadas con la cobertura y las nuevas mediciones del balance general registradas en el costo de los bienes vendidos.
- Los cambios en la combinación de envíos entre familias de motocicletas tuvieron un impacto favorable en los ingresos y la utilidad bruta durante 2021 en comparación con 2020 debido principalmente a una mayor combinación de modelos Grand American Touring y Cruiser.

- Los aumentos en los costos de las materias primas fueron impulsados por precios más altos principalmente debido a los desafíos de la cadena de suministro.
- Los aumentos en los costos de fabricación y otros se debieron a mayores costos de la cadena de suministro y mayores costos de tarifas, parcialmente compensados por un menor costo fijo por unidad como resultado de mayores volúmenes de producción. El impacto de los aranceles adicionales de la UE fue de \$55,5 millones en 2021 en comparación con \$18,3 millones en 2020.

Para explicar el tercer Margen, hay que remarcar que el Resultado fiscal Neto de 2022 fue de 741 millones de dólares, el cual es el mayor de los últimos 5 años, superando aún a los resultados obtenidos en 2017 y 2018 y habiéndose recuperado de la sensible caída sufrida el año pasado por la crisis sanitaria. Esto justifica el hecho de que el Margen Neto de 2022, con un 12,9%, junto con el operativo, han logrado superar los valores pre pandemia de forma contundente, ya que en 2018 el margen rondaba el 9,3%, en 2019 un 7,9% y, en línea con el Margen Operativo, un catastrófico 0,03% en 2020.

Los gastos operativos fueron menores en 2021 y 2022 en comparación con 2020 debido principalmente a menores costos de reestructuración luego de las acciones de reestructuración de 2020 de la Compañía. Los gastos de venta, administrativos y de ingeniería se beneficiaron de los ahorros de costos resultantes de las acciones de reestructuración de la Compañía para 2020; sin embargo, estos beneficios se vieron contrarrestados por un mayor gasto en las iniciativas del plan **The Hardwire**.

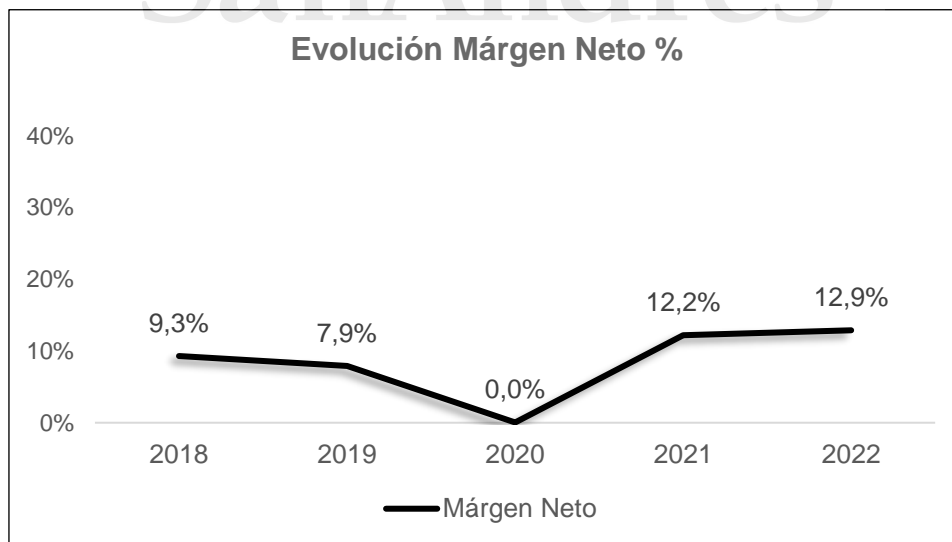


Gráfico 14 - Fuente: Reporte 10K Harley Davidson - Elaboración propia

ROE

La rentabilidad financiera también se conoce con el nombre de rentabilidad sobre el capital, o por su nomenclatura en inglés, ROE (Return on Equity), que relaciona los beneficios obtenidos netos en una determinada operación de inversión con los recursos necesarios para obtenerla.

Puede verse como una medida para valorar la ganancia obtenida sobre los recursos empleados, y se suele presentar como porcentaje. Aunque rentabilidad financiera normalmente se suele utilizar con datos de mercado y el ROE con datos contables, realmente se suelen utilizar como sinónimos. La rentabilidad financiera medida por el ROE se calcula dividiendo el beneficio neto de una empresa entre los recursos propios. Se utiliza el beneficio de final de periodo y los recursos propios a principios del período (o final del periodo anterior) porque queremos conocer la rentabilidad que hemos tenido de los recursos invertidos a principios del periodo.

En este caso, como podemos observar, el ROE para Harley Davidson presentó una baja interesante de 2018 (30%) a 2019 (23,5%) antes de estrellarse en la crisis del 2020, año que presentó un ROE casi nulo debido a la pésima performance de la utilidad neta. Esta situación pudo revertirse favorablemente en los dos años siguientes donde se ancló en un 25,5%. Ahora, si excluimos el año excepcional de crisis, el promedio de ROE ronda el 26%, una ratio bastante sólida a la hora de considerar la rentabilidad financiera. El % de ROE muestra qué tan bien una empresa utiliza los fondos de inversión para generar crecimiento de las ganancias. Se consideran porcentajes deseables de ROE entre 15% y 20%.

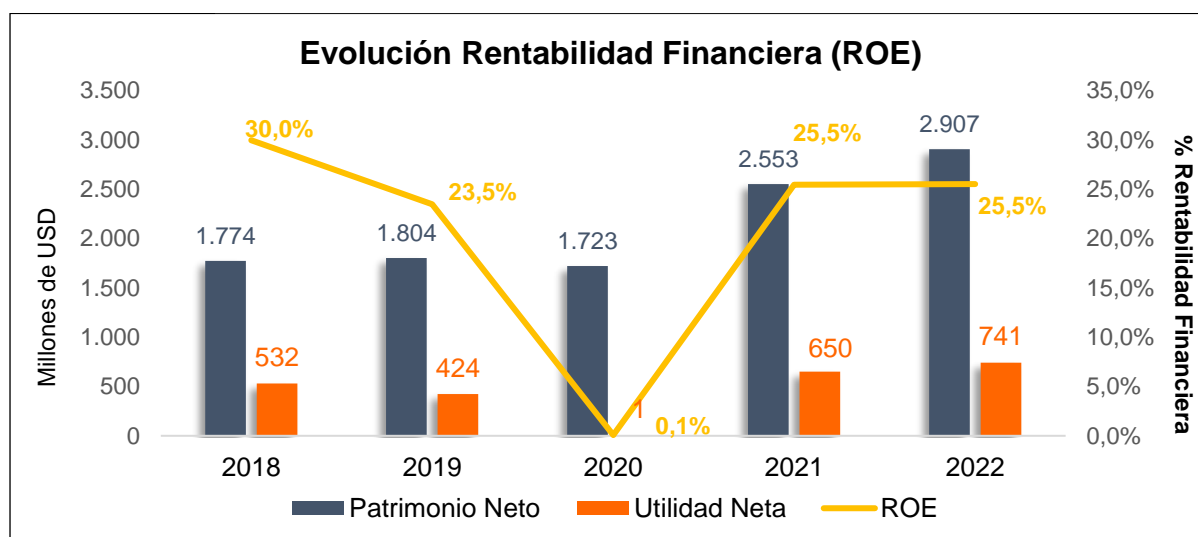


Gráfico 15 - Fuente: Macrotrends - Elaboración propia

ROA

La rentabilidad de los activos o ROA (Return on Assets) es un ratio financiero que mide la capacidad de generar ganancias, tomando en cuenta dos factores: Los recursos propiedad de la empresa y el beneficio neto obtenido en el último ejercicio.

El ROA mide la tasa de rendimiento de los activos totales (patrimonio de los accionistas más pasivos), es decir, mide la eficiencia de una empresa en la generación de beneficios a partir del capital de los accionistas más sus pasivos. En otras palabras, es una medida de cuántos dólares se ganan por dólar invertido en Activos. Esta ratio puede variar drásticamente entre industrias, por lo tanto, no debe usarse para comparar empresas en diferentes industrias. Observamos que para los últimos años este ratio oscila entre 5% y casi 9%, con la excepción del drástico año 2020 siguiendo la misma dinámica que el ROE anteriormente mencionado.

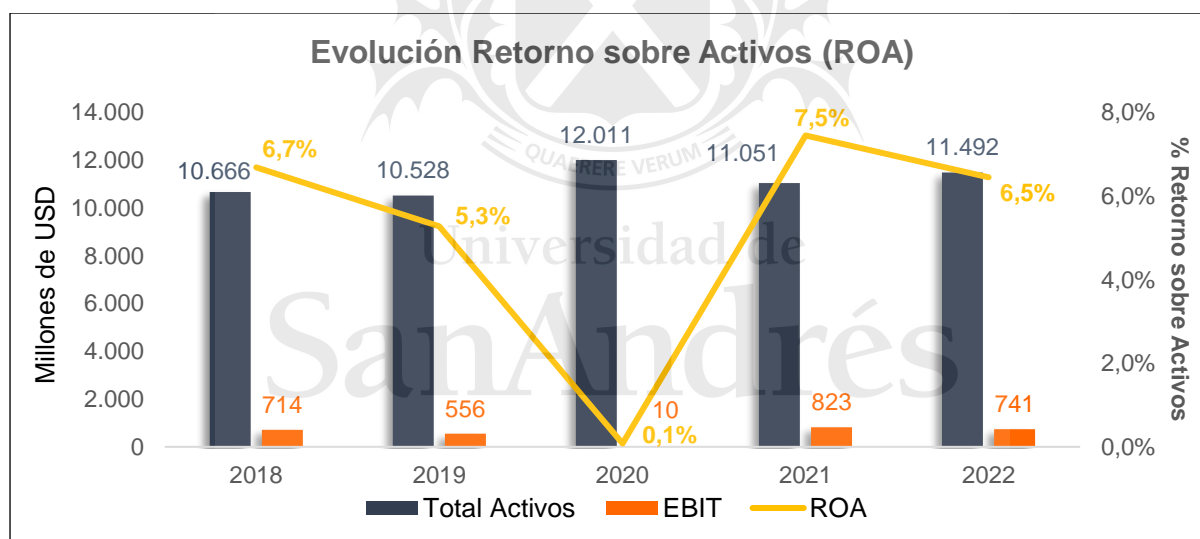


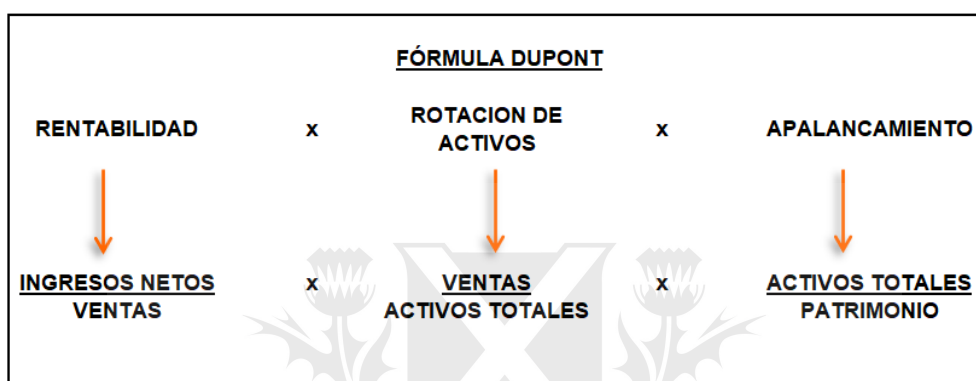
Gráfico 16 - Fuente: Macrotrends - Elaboración propia

Análisis de DuPont

El análisis Dupont es una importante herramienta para identificar si la empresa está usando eficientemente sus recursos y averiguar cómo se están generando las ganancias (o pérdidas). De esa forma, la compañía podrá reconocer qué factores están sosteniendo (o afectando) su actividad. Esta metodología requiere los datos de las ventas, el beneficio neto, los activos y el nivel de endeudamiento. La fórmula de Dupont permite desagregar los componentes del rendimiento en tres variables: la rentabilidad, la rotación de activos y el

apalancamiento, a fin de determinar la eficiencia con que la empresa está utilizando sus activos, su capital de trabajo y el multiplicador de capital.

La principal utilidad del análisis Dupont es que permite tomar decisiones con el fin de elevar la rentabilidad financiera y para lograr ese objetivo, es crucial identificar las áreas donde la empresa necesita mejorar sus operaciones. Además, brinda una idea de la evolución del negocio en el tiempo, si se consideran los datos históricos y permite simular la repercusión de determinadas acciones en distintos escenarios.



Resulta interesante apreciar el análisis de Dupont desde otra perspectiva:

En el cuadro se observan con más detalle las fuentes de la rentabilidad financiera. Además, queda claro qué datos se requieren de la cuenta de resultados. Estos son los ingresos y gastos (costos de ventas, gastos administrativos, gastos financieros, entre otros). En tanto, los activos y el patrimonio son parte del balance de situación de la compañía. Para obtener un mejor análisis del negocio consideramos apropiado aplicar esta fórmula para expresar y confirmar el retorno sobre el capital de cada año.

ANO	2018	2019	2020	2021	2022
MARGEN NETO	9,3%	7,9%	0,0%	12,2%	12,9%
ROTACION DE ACTIVOS	53,6%	50,9%	33,8%	48,3%	50,1%
APALANCAMIENTO	6,0	5,8	7,0	4,3	4,0
ROE DUPONT	30,0%	23,5%	0,1%	25,5%	25,5%

Tabla 2 - Desagregación ROE a través de DUPONT – Fuente: Reporte 10k Elaboración propia

Reemplazando los valores y realizando los cálculos para cada año, vemos que para 2022 la rentabilidad es del 12,9%, la rotación de activos es 0,48 veces mientras que el apalancamiento es 4 veces.

Se puede identificar como una particular fortaleza al multiplicador de capital, es decir, el nivel de endeudamiento de la firma no es peligroso. Sin embargo, podría mejorarse la rotación de activos.

Los resultados obtenidos ilustran y confirman que:

- El retorno sobre los activos (ROA) del 2021 es del 5,9%, producto de multiplicar el rendimiento por la rotación de activos.
- La rentabilidad financiera (ROE) en 2021 es del 25,5%

ROIC

El porcentaje de ROIC mide qué tan bien una empresa genera flujo de caja en relación con el capital que ha invertido en su negocio. La razón por la que se utilizan los valores contables de la deuda y el capital es porque los valores contables son el capital que recibió la empresa al emitir la deuda o recibir las inversiones de capital.

Este ratio es importante, ya que una empresa que genera rendimientos sobre la inversión más altos de lo que le cuesta a la empresa reunir el capital necesario para esa inversión está obteniendo rendimientos excesivos. Una empresa que espera seguir generando un exceso de rendimiento positivo sobre nuevas inversiones en el futuro verá aumentar su valor a medida que aumenta el crecimiento, mientras que una empresa que obtiene rendimientos que no se corresponden con su costo de capital destruirá valor a medida que crece.

Tal como podemos observar, el ROIC se mantiene entre 7,5% y 6% de 2017 a 2019, colapsando a valores mínimos históricos en 2020 en 0,1% y recuperando a más de 9% en 2021 y casi 11% en 2022.

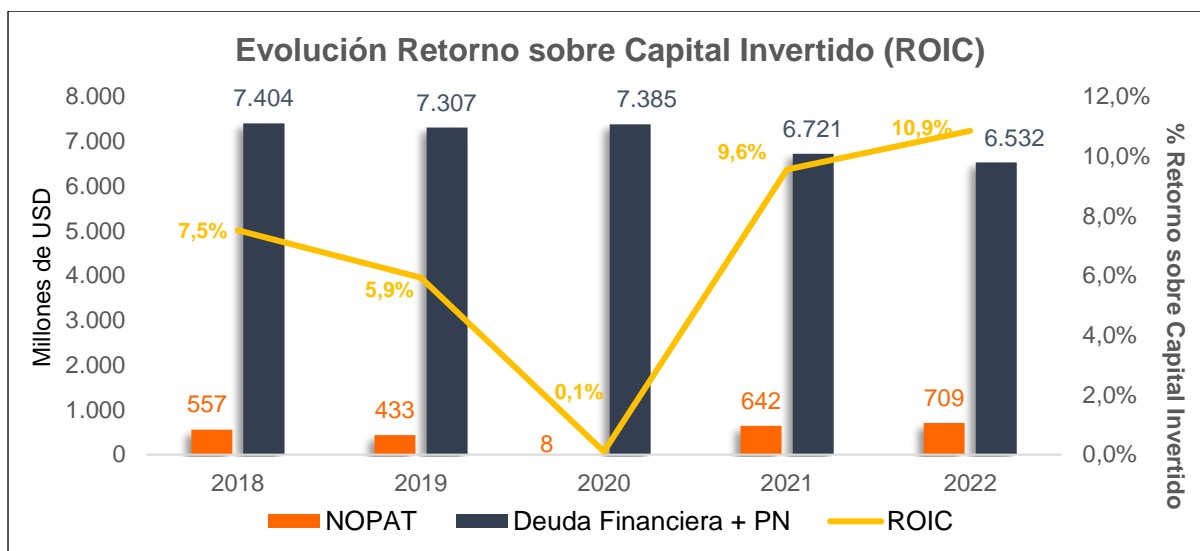


Gráfico 17 - Fuente: Macrotends - Elaboración propia

3.2 Ratios de actividad

Eficiencia - Rotación de activos

En relación a estos indicadores lo que se intenta analizar es la eficiencia con la cual la empresa maneja sus activos y la rotación de inventarios permite entender cuántas veces rotan los activos en base a los ingresos generados. Se explica como el número de veces al año que rotaron los activos para poder obtener ingresos o como la cantidad de unidades monetarias que se recibieron en ventas por cada unidad monetaria invertida en activos.

Los inversores utilizan este índice para comparar empresas similares que pertenecen a un mismo sector y determinar cuál de ellas es la más eficiente. En este sentido, esta ratio suele variar significativamente de un sector a otro. Por ello, no es aconsejable ni aporta información útil comparar los ratios de eficiencia de empresas que se encuentran en sectores diferentes. De hecho, es habitual que cada industria tenga su propio valor de referencia y en este tipo de industrias.

Esta ratio proporciona información sobre si los activos de una compañía están infrutilizados, utilizados en su máxima capacidad o inutilizados. Los valores bajos podrían significar que la empresa tiene demasiado capital inmovilizado en su base de activos.

Harley Davidson mantiene una tendencia alrededor de 0,5 en Rotación de Activos, excluyendo una caída hacia 0,36 por la pandemia del año 2020, por lo que genera en

promedio, 0,5 dólares de ingresos por cada dólar que tiene invertido en activos. Para el cálculo del siguiente gráfico se tomaron las ventas sobre el promedio de activos de la empresa de cada año (por ejemplo, el promedio de activos de 2022 fue la suma del total de activos 2021 más total de activos 2022, dividido dos períodos).

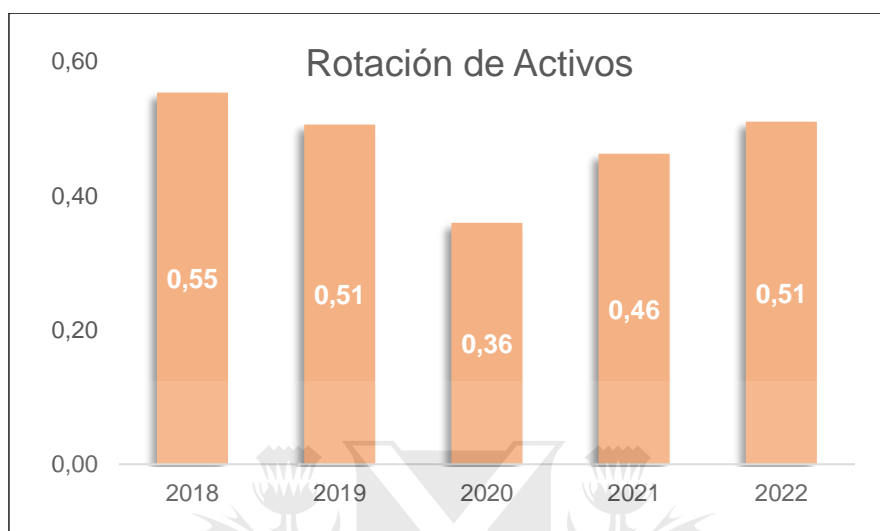


Gráfico 18 - Fuente: Reporte 10K Harley Davidson - Elaboración propia

Actividad - Ciclo Conversión de Caja

El Ciclo de Conversión de Caja es un indicador que tiene como objetivo conocer la eficiencia del ciclo de negocio de una compañía, facilitando la planificación estratégica y asegurando un mayor control sobre el stock. Hablamos de una métrica que compara la cantidad de días que le toma a una empresa vender inventario y cobrar las cuentas por cobrar en relación con la cantidad de días permitidos para pagar las facturas.

El Ciclo de Conversión de Caja para Harley Davidson se mantenía alrededor de 195 días hasta 2019, comenzando una leve mejora y disminuyendo los días hasta llegar a 148 en 2021, lo que indicaba que el período de cobro de sus ventas a clientes fue de 113 días, manteniendo inventario por 75 días y pagando a proveedores en un período de 40 días. Esta mejora se explica ya que, si crecen los días de conversión de caja, la empresa deteriora su Working Capital. Sin embargo, este último año el ciclo regresó a valores de 2019 con 150 días en el período de cobro, 92 días de inventarios y 37 en pagos, generando un ciclo de conversión de caja de 206 que podría mejorarse en los próximos años.

Año	2018	2019	2020	2021	2022
Período de Cobro	161	172	149	113	150
Días de Inventario	56	62	67	75	92
Período de Pagos	28	30	37	40	37
Ciclo Conversión de Caja	188	204	178	148	206

Tabla 3 - Ciclo Conversión de Caja - Tabla 2 - Fuente: Reporte 10k Elaboración propia

3.3 Ratios crediticios

Las ratios crediticios, además de medir la capacidad de la empresa para hacer frente a sus obligaciones, permiten observar aspectos de la estructura de capital y riesgo financiero.

El ratio de activos corrientes sobre pasivos corrientes es utilizado para evaluar liquidez y se puede interpretar como el número de veces que el activo corriente de una empresa puede cubrir su pasivo corriente. Por su parte, el ratio de solvencia mide su habilidad para hacer frente a sus obligaciones financieras en el medio o largo plazo. La principal diferencia entre el ratio de solvencia y el ratio de liquidez es que el primero mide la habilidad de la empresa para pagar sus deudas a largo plazo, mientras que el segundo expresa la capacidad de las empresas para hacer frente a las obligaciones financieras a corto plazo.

Harley Davidson posee ratios de liquidez y solvencia estables y por encima de 1x, considerando el promedio de los últimos 5 años, lo que implica un perfil financiero provechoso que estaría en condiciones de honrar sus obligaciones de corto y largo plazo con sus propios recursos. El ratio de solvencia se mantuvo estable alrededor del 1.2x a lo largo de los años, llegando a 1.3x en 2022. El ratio de liquidez se incrementó en los últimos años alcanzando 1,47x en 2020, 1,36 en 2021 y 1,34 en 2022, luego de mantenerse en 1,28x en promedio entre 2018 y 2019 inclusive. El siguiente gráfico refleja el ratio de Liquidez que estamos explicando y también el ratio de Prueba Ácida de la compañía, el cual sustrae el monto de inventarios a los activos corrientes para luego dividirlo por los pasivos corrientes, es decir, el mismo cálculo que la Liquidez pero sin considerar Inventarios.

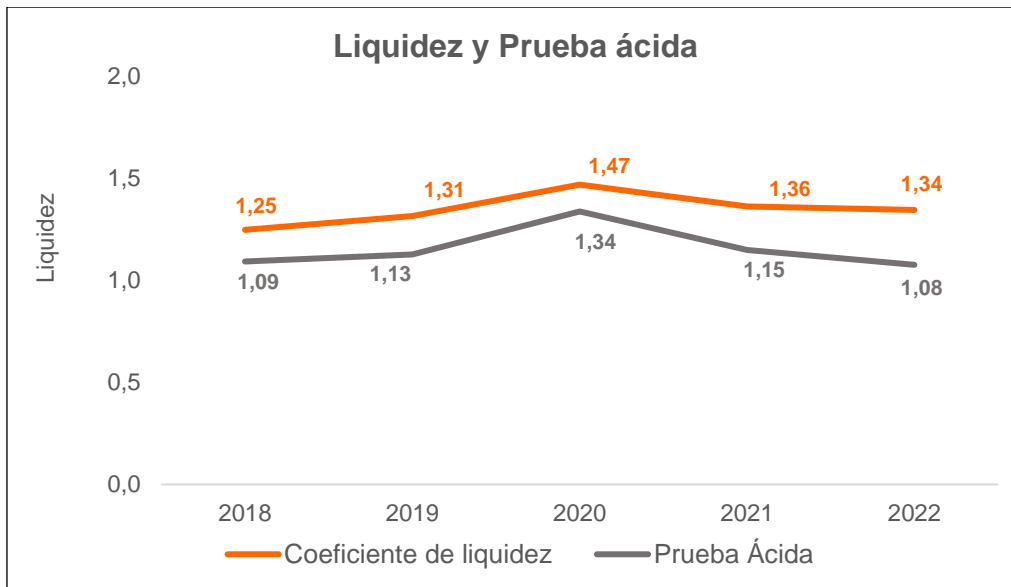


Gráfico 19 - Fuente: Reporte 10K Harley Davidson - Elaboración propia

En lo que respecta al grado de apalancamiento de la compañía, el índice de Cobertura de Intereses mide los flujos de efectivo generados por una empresa en comparación con sus pagos de intereses y esta relación se calcula dividiendo el EBIT (ganancias antes de intereses e impuestos) por pagos de intereses, e indica, para un período de tiempo determinado, cuántas veces las ganancias de la empresa pueden cubrir sus pagos de intereses.

A pesar de presentar una caída gradual en el nivel de cobertura de intereses desde 2018 (23,1x) a 2019 (17,9x) y excluyendo un funesto año 2020 donde llegó a niveles peligrosos de 0,3x debido a un casi inexistente EBIT, resulta considerable remarcar que el ratio ha podido recuperar gran parte de lo perdido en el último tiempo, volviendo a presentar ganancias operativas superiores a 2018 y años anteriores, lo que explica el aumento del ratio a 26,6x en 2021 y 29,1 en 2022.

Como aclaración, no se consideró la deuda financiera generada por el segmento de servicios financieros ya que la ganancia proviene de un margen de intermediación (se toma deuda y se financia a los clientes) y en caso de considerarlo el ratio de cobertura se posicionaría entre 3,3x y 5,3x para el mismo período analizado.

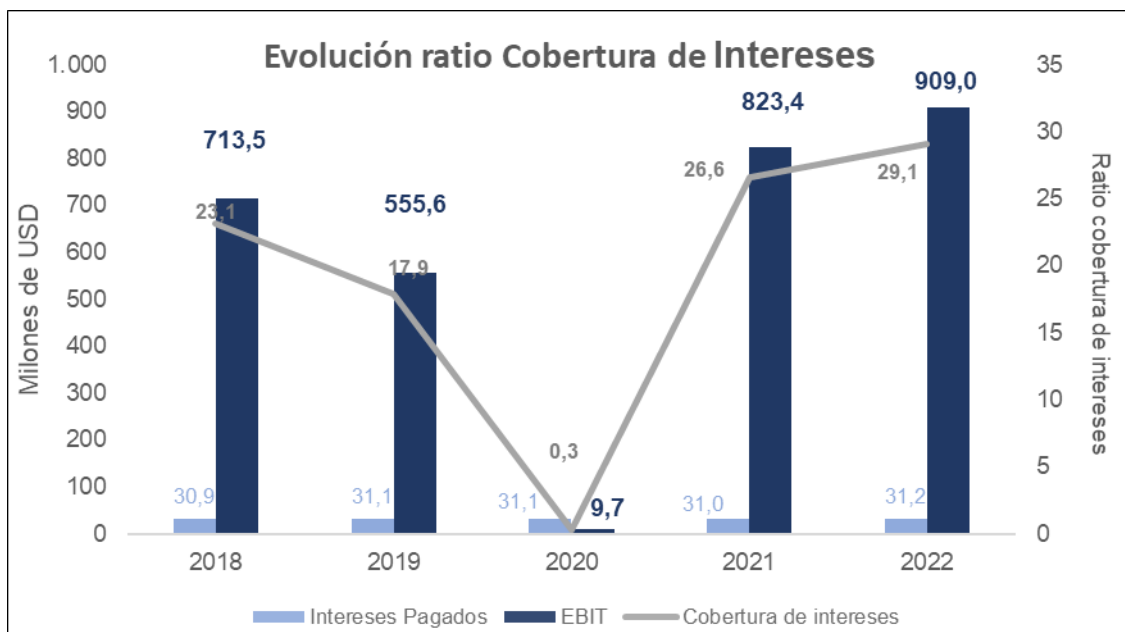


Gráfico 20 - Fuente: Reporte 10K Harley Davidson - Elaboración propia

Los intereses pagados por Harley Davidson por la deuda “no operativa” se mantienen relativamente constantes en 31 millones de dólares.

Por otra parte, la relación Deuda/PN se puede definir como una medida del apalancamiento financiero de una empresa que se calcula dividiendo su deuda a largo plazo por el capital contable. Observamos la evolución de la estructura de capital de la empresa (pasivos y patrimonio neto) donde el pasivo representa entre un 70% y 80% durante los años bajo análisis. La variación del ratio Deuda Financiera/PN a lo largo de los años se mantuvo en promedio en 3,1x durante 2018-2020, y luego disminuyó a 1,6x en 2021 y a 1,2x en 2022, números más alentadores.

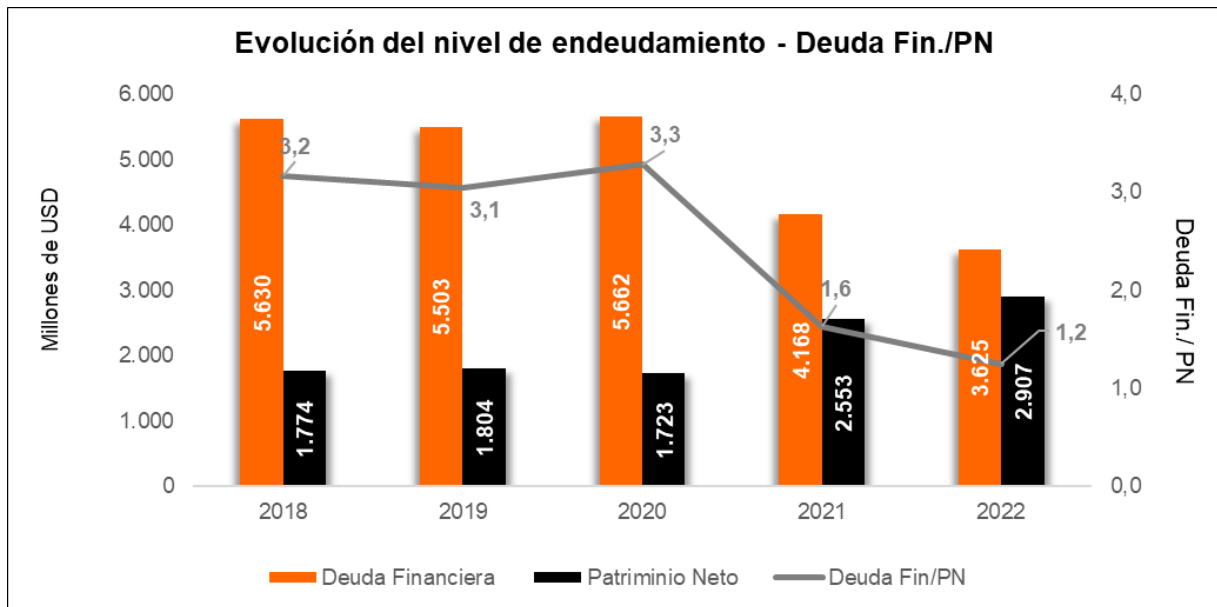


Gráfico 21 - Fuente: Reporte 10K Harley Davidson - Elaboración propia

Continuando con los aspectos de deuda, la relación Deuda/EBITDA mide el apalancamiento en términos de deuda total utilizando el EBITDA como indicador del flujo de caja. El ratio de deuda/EBITDA indica qué tan buena es la capacidad de una empresa para pagar sus pasivos a partir de los ingresos de las operaciones en curso.

La Deuda Neta / EBITDA es una medida de la deuda, calculada como la deuda que devenga intereses de una empresa menos el efectivo y los equivalentes de efectivo dividida por su EBITDA. El índice de deuda neta EBITDA es un índice de apalancamiento que indica cuántos años le tomaría a una empresa pagar su deuda si la deuda neta y el EBITDA se mantuvieran constantes. Sin embargo, la relación puede ser negativa si la empresa posee más efectivo que deuda. Es parecida a la relación deuda/EBITDA, con la diferencia que la deuda neta disminuye el efectivo y los equivalentes de efectivo, por su parte la relación deuda/EBITDA no lo hace.

Como podemos observar en el gráfico 22 de este trabajo, el cociente Deuda Financiera/EBITDA de Harley Davidson reflejó un progresivo incremento desde 2018 alcanzando un pico de 20,2x en 2020, pero reduciéndose fuertemente en 2021 y aún más en 2022 hacia valores menores a los previos a la crisis (3,1x).

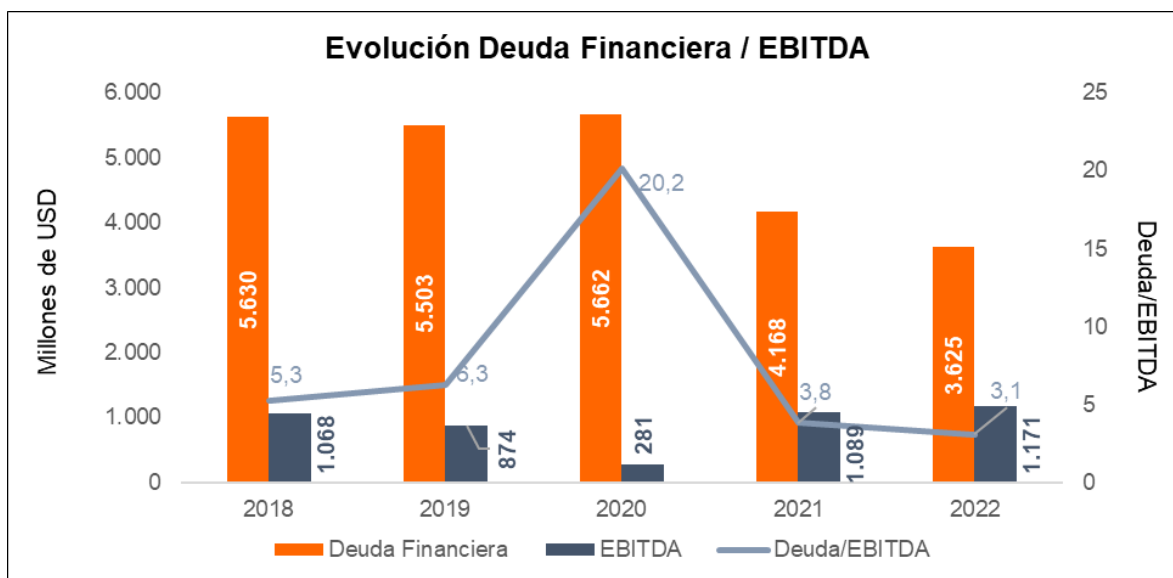


Gráfico 22 - Fuente: Reporte 10K Harley Davidson - Elaboración propia

Notamos una tendencia creciente durante los últimos años en los ratios de endeudamiento, tanto si lo medimos a partir del total de los pasivos de la empresa como si lo hacemos considerando únicamente la deuda financiera, acentuándose en el 2020 y apenas retrocediendo este último año. Ambos se han incrementado porque en todos los años estudiados tanto la deuda financiera como el pasivo total aumentó mientras que el patrimonio neto no tuvo una tendencia definida, sino que fluctuó de un período a otro aumentando o disminuyendo su valor en menor medida.

Harley Davidson presenta valores altos de deuda comparados con el patrimonio neto debido a que ha estado mal gestionada en la última década, generando un deterioro que se podría explicar fundamentalmente por un exceso de producción y una desproporcionada variedad en su oferta de modelos durante la última década. Esto llevó a la compañía a abusar de promociones y descuentos, provocando la degradación de la marca en el mercado. Sumado a esto, su cultura interna no estaba alineada con un horizonte temporal de largo plazo y contaba con un equipo gestor que realizaba “gestión miope” o “capitalismo trimestral”, lo que consta de enfocarse en un trabajo más centrado en generar resultados a corto plazo y responder a la presión cortoplacistas del mercado, en lugar de planificar una estrategia de creación de valor sostenible sobre la que asentar la prosperidad de la compañía para las próximas décadas.

Como respuesta y ante la aparición del nuevo capitán CEO Jochen Zeitz a principios de 2020, se planifica y lleva a cabo una reestructuración de la compañía con su principal objetivo restaurar la propuesta de valor de Harley Davidson a través de la revitalización del “Core” de Harley Davidson y enfoque de estrategias hacia el largo plazo. Sin lugar a dudas

fue una decisión crítica para el Consejo de Administración ya que no es sencillo dar las riendas de una de las marcas más icónicas y antiguas de Estados Unidos a un alemán que no cuenta con experiencia en la industria.

En el mundo corporativo, una reestructuración supone llevar a cabo diferentes actuaciones a nivel operativo y financiero, con frecuencia forzadas, sobre una compañía que se encuentra en una situación de estrés. En muchas ocasiones, las historias de reestructuración consisten en una labor de ingeniería financiera con la que maquillar las cuentas, sin un foco claro en el negocio y sin generar ningún tipo de valor a largo plazo para los accionistas.

Pero del mismo modo, y siendo un poco más optimistas, se podría decir que una reestructuración es algo que una empresa puede hacer por iniciativa propia para generar valor. Muchos negocios se ven afectados por tendencias económicas o sectoriales sobre las que tienen poco control. La reestructuración es una forma de que éstos se adapten y optimicen los rendimientos de su actividad, reorganizando sus operaciones, reduciendo costes, mejorando la eficiencia y potenciando su crecimiento.

Por otra parte, una reestructuración puede ser un catalizador que impulse la cotización de las acciones de una compañía, ya que el mercado trata de evitar este tipo de situaciones (por incómodas) habida cuenta de que, casi siempre, reflejan un fiasco previo. Y si bien es necesario ser optimista en el mundo de las inversiones, nunca se puede caer en la complacencia. Las oportunidades de reestructuración siempre conllevan un elemento de riesgo. No solo porque reestructurar significa admitir que algo no ha funcionado, lo cual no siempre es sencillo en las empresas cotizadas, sino porque ejecutar de manera efectiva un cambio radical en la estrategia de una compañía es complicado. Vigilar la salud financiera es fundamental para una dirección empresarial efectiva y sostenible en el tiempo.

3.4 Capital de Trabajo

La definición de Capital de trabajo (en inglés, Working Capital) es la diferencia entre Activos Corrientes y Pasivos Corrientes. Durante los últimos años, Harley Davidson presentó necesidades de capital de trabajo en promedio por 573 mm USD anuales, apreciando actualmente un alza del ratio luego de una tendencia negativa desde 2018 hacia 2020 en donde las cuentas por cobrar cayeron más del 50% y los inventarios un 6%. Luego de un ratio de 9,3% en 2020, comenzó una mejora del capital de trabajo debido principalmente a una

recuperación en las cuentas por cobrar pero también un incremento importante de los inventarios (más de 80%) lo que ocasionó que el cociente Capital de trabajo sobre Ingresos totales se incremente de 9,7% en 2021 a 14,3% en 2022. Cabe mencionar que el nivel de inventarios alcanzando en los últimos dos años son los más altos en este período analizado.

La necesidad de capital de trabajo de la Compañía es cubierta con deuda financiera de corto plazo y resulta interesante remarcar que el ratio de Capital de Trabajo sobre Ventas es estable y bajo, de 10,8% promedio y 14,3% en el último ejercicio, significando que casi no tiene dependencia financiera, ya que, ante un aumento de ventas, cada 100 dólares estadounidenses facturados adicionales, Harley sólo necesita 14 dólares de nueva deuda bancaria.

	2018	2019	2020	2021	2022
Cuentas por cobrar	USD 306.500	USD 259.300	USD 143.100	USD 182.100	USD 252.225
Inventarios	USD 556.100	USD 803.600	USD 523.500	USD 712.900	USD 950.960
Cuentas por pagar	USD 284.860	USD 294.380	USD 290.900	USD 374.980	USD 378.002
Capital de Trabajo	USD 577.740	USD 568.520	USD 375.700	USD 520.020	USD 825.183
Capital de Trabajo / Ventas	10,1%	10,6%	9,3%	9,7%	14,3%

Tabla 4 - Fuente: Reporte 10k Harley Davidson - Elaboración propia

Gastos del Plan de Reestructuración

En enero de 2018, la Compañía inició un plan para mejorar aún más sus operaciones de fabricación y su estructura de costos al comenzar un plan plurianual de optimización en fabricación que incluye la consolidación de su planta en Kansas City, Missouri, en su planta en York, Pensilvania, y el cierre de sus operaciones de ruedas en Adelaida, Australia (Plan de Optimización de la Fabricación). La consolidación de operaciones resultó en la eliminación de aproximadamente 800 puestos de trabajo en las instalaciones de Kansas City y la adición de aproximadamente 450 puestos de trabajo en las instalaciones de York hasta 2019. El cierre de las instalaciones de Adelaida resultó en la eliminación de aproximadamente 90 puestos de trabajo.

El segmento de Motocicletas incurrió en \$145,4 millones en gastos de reestructuración y otros costos de consolidación en el marco del Plan de Optimización de Manufactura desde su creación en 2018, incluidos \$43,0 millones en 2019. En noviembre de 2018, la Compañía implementó una reorganización de su plantilla (Plan de Reorganización). Como resultado, aproximadamente 70 empleados se fueron de la Compañía de manera involuntaria.

Costos y Ahorros del Plan de Reestructuración

Durante 2020, la Compañía ejecutó un conjunto de acciones, denominadas The Rewire. Las acciones incluyeron ciertas actividades de reestructuración, incluida una reducción de la fuerza laboral, la terminación de ciertos productos actuales y futuros, cambios en las instalaciones, optimización de la red global de distribuidores de la Compañía, salida de ciertos mercados internacionales y discontinuación de sus operaciones de ventas y fabricación en India. Estas acciones incluyeron gastos de reestructuración relacionados con costos de terminación de empleados, costos de terminación de contratos y ajustes de activos no corrientes. La reducción de la plantilla resultó en el despido de aproximadamente 570 empleados. La Compañía incurrió en \$130,0 millones y \$3,4 millones en gastos de reestructuración en relación con estas acciones durante 2020 y 2021, respectivamente. La Compañía espera ahorros brutos anuales continuos resultantes de estas actividades de reestructuración de aproximadamente \$115 millones. La Compañía comenzó a realizar los ahorros en la segunda mitad de 2020, siendo 2021 el primer año de ahorros anualizados completos.

IV. Valuación

En esta particular sección, a partir del análisis económico-financiero realizado tanto de la empresa como de la industria y de la interiorización con respecto a los planes de negocios y estrategias de Harley Davidson, se abordará la valuación de la compañía al 31 de diciembre de 2021 porque es la fecha del último año fiscal completo de la compañía. Por lo tanto, se desarrollará la estimación del valor intrínseco del capital accionario de la empresa a partir de dos métodos de valuación distintos: **por flujos de fondos descontados y a través de múltiplos de empresas comparables.**

4.1 Valuación de flujos de fondos descontados

El modelo de valuación a utilizar, será el de flujos de fondos descontados (DCF), que es mayormente utilizado para ciertas valuaciones dado que el método permite ver a la compañía como generadora de fondos, es decir como un activo financiero, además de tomar en cuenta el crecimiento y el riesgo asociado.

Esta metodología consiste en estimar los flujos de fondos correspondientes a cada período durante un tiempo determinado, además de estimar un valor terminal correspondiente a la anualidad de los futuros flujos de fondos. La valuación del flujo de fondos nos permite obtener el valor del negocio en su totalidad, incluyendo tanto la deuda como el capital, por lo que luego de tener la valuación total partiremos de ese valor para obtener el valor del capital accionario.

En primer lugar, vamos a obtener el flujo de fondos de la firma, para proyectarlos en un horizonte temporal de 5 años y así luego, obtener el valor Terminal.



Todos los flujos incluido el valor terminal, son descontados a una tasa para llevarlos al momento cero y de esa manera se obtiene el valor presente de la empresa por esta metodología. Las principales variables que deben ser estimadas para la utilización del modelo son:

- vida del activo
- generación de caja durante la vida del activo
- Valor Terminal (VT)
- Tasa de Descuento

Cabe destacar que la Tasa de Descuento es una de las variables más importantes ya que representa el retorno requerido de una inversión y al ser definida incorpora el costo de oportunidad y el riesgo de la misma. La tasa de descuento para una inversión es igual a una tasa libre de riesgo más un retorno extra para compensar el riesgo del inversor.

Utilizaremos el WACC para la tasa de descuento de los flujos descontados, cuyo significado es el Costo promedio ponderado de Capital (de sus siglas en inglés, Weighted Average Cost of Capital) y define la estructura de capital, entendiendo las proporciones de deuda y equity con la cual se desempeña la firma, además de estimar el costo de financiarse con cada uno de ellos, teniendo en cuenta todas sus fuentes. Estas fuentes incluyen: acciones, acciones preferentes, y deuda. El costo de cada capital se promedia en proporción a su peso sobre el Capital Total.

La tasa estimada, servirá para descontar el Flujo de Fondos de cada año. Como parámetros adicionales a los de Harley Davidson vamos a considerar: Bonos del Tesoro Estadounidense para la tasa libre de riesgo, el retorno de HD Vs. el retorno del SP&500 para estimar la prima sobre el retorno del mercado.

$$WACC = K_e \times \frac{E}{(D + E)} + (1 - Tasa\ Imp.) \times K_d \times \frac{D}{(D + E)}$$

Siendo:

kd: Costo de la Deuda

ke: Costo del Capital Propio

t: Tasa de impuestos a las ganancias

D: Valor de Mercado de la Deuda (en este caso usaremos el valor de libros neto de caja)

E: Valor de Mercado del capital.

Además, dividiremos el análisis en tres escenarios para lograr un análisis más acertado: Base, Optimista y Pesimista. Algunas de las variables cambiarán dependiendo el escenario y otras permanecerán constantes. De esta forma, obtendremos un rango para el valor del capital accionario de Harley Davidson.

4.1.1 Estructura de Capital

La determinación del WACC implica considerar la estructura de capital de la compañía, es decir, las proporciones relativas de deuda financiera y capital accionario. Una forma de calcular los ponderadores es empleando el valor de mercado tanto del capital accionario como de la deuda financiera. En el caso de la deuda, su valor de libros es similar al de mercado siempre y cuando la compañía no se encuentre en situación de distress.

Sin embargo, es importante tener en cuenta la circularidad que se genera al utilizar el valor de mercado del capital accionario para calcular los ponderadores, ya que este valor es justamente la variable que se intenta determinar. Para solucionar este inconveniente, es común utilizar una estructura de capital objetivo basada en la industria.

En el caso de Harley Davidson, cuyas acciones cotizan en la Bolsa de Nueva York (NYSE), es posible obtener la estructura de capital utilizando los valores de mercado de la deuda y el capital accionario al 31/12/2022. Al 2022, dicha estructura de capital se encuentra compuesta por un 37,5% de deuda financiera y un 62,5% de capital accionario.

Estructura de Capital		
Deuda Financiera	USD 3.624,00	37,5%
Equity	USD 6.037,40	62,5%
Total	USD 9.661,40	100%

Tabla 5 - Elaboración Propia en base al reporte 10k Harley Davidson

4.1.2 Tasa de descuento

4.1.2.1 Ke - Costo de Capital Propio

Para determinar el costo de capital propio utilizaremos el modelo CAPM - Capital Asset Pricing Model, el cual considera que el Ke es el retorno de activos libres de riesgo, más el riesgo sistemático no apalancado multiplicado por la prima de riesgo de mercado.

Considerando, **Rf**: Tasa Libre de Riesgo, **B**: Beta, **Rm**: Rendimiento Histórico del Mercado, calculamos el costo de capital propio de la siguiente forma:

$$K_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$$

4.1.2.2 Coeficiente Beta

La Beta de un activo financiero es una medida de sensibilidad que se utiliza para conocer la variación relativa de rentabilidad que sufre dicho activo en relación a un índice de referencia. Es muy habitual el uso de las betas en los mercados financieros, y más concretamente en los mercados de renta variable. El índice de referencia normalmente es el índice bursátil en el que cotiza dicho activo financiero, como por ejemplo el S&P 500 para acciones cotizadas en la Bolsa de Nueva York se puede utilizar. El coeficiente Beta es un

dato que nos proporciona mucha información, y se tiene en cuenta por muchos gestores de carteras a la hora de añadir o sacar valores dentro de una cartera, gestionando el riesgo sistemático de la cartera. Básicamente es explicado a grandes rasgos, por la volatilidad de una acción y lo que nos explica es el movimiento de una acción explicado por el movimiento del índice de referencia.

En este caso, tomamos de los retornos semanales de la acción de HOG durante un período de 5 años comprendido entre el 1 de enero de 2018 y el 30 de diciembre de 2022, y lo mismo hicimos para el índice utilizado a comparar, el S&P 500. Elegimos este índice ya que gran parte de los ingresos de la compañía provienen de los Estados Unidos.

Luego, con dicha información, hicimos una regresión de los retornos de Harley Davidson en comparación con el mercado (S&P 500) y el resultado obtenido para el Beta apalancado de 5 años fue de 1,42, lo que significa que ante una variación de 1% en el rendimiento del S&P, la acción de Harley Davidson variaría 1,42%. Por su parte, el R^2 se encarga de medir la proporción de la varianza total en los rendimientos de las acciones debido a los movimientos del mercado y la diferencia entre el Beta y el coeficiente de determinación (R^2) refiere al riesgo diversificable. Dicho esto, observamos un R^2 de 32,05% por lo tanto el riesgo diversificable es de 67,95%. Cuando beta es menor a uno significa que el activo es menos riesgoso que el mercado, ya que es menos sensible a él. Por el contrario, si una beta es mayor a uno, el activo sobre reacciona a los movimientos del mercado por lo que su riesgo es mayor.

En el caso de Harley Davidson, al ser una empresa que pertenece a una industria cíclica que tiende a ser muy sensible a los cambios del mercado, es de esperar que este coeficiente se encuentre en valores mayores a uno. Además, agregamos como referencia la beta apalancada a 3 y 7 años cuyos valores fueron 1,49 y 1,21 respectivamente como vemos a continuación.

BETA 7 AÑOS	BETA 5 AÑOS	BETA 3 AÑOS
1,21	1,42	1,49

Tabla 6 - Elaboración Propia en base Yahoo Finance
 (*) Expresado en millones de dólares

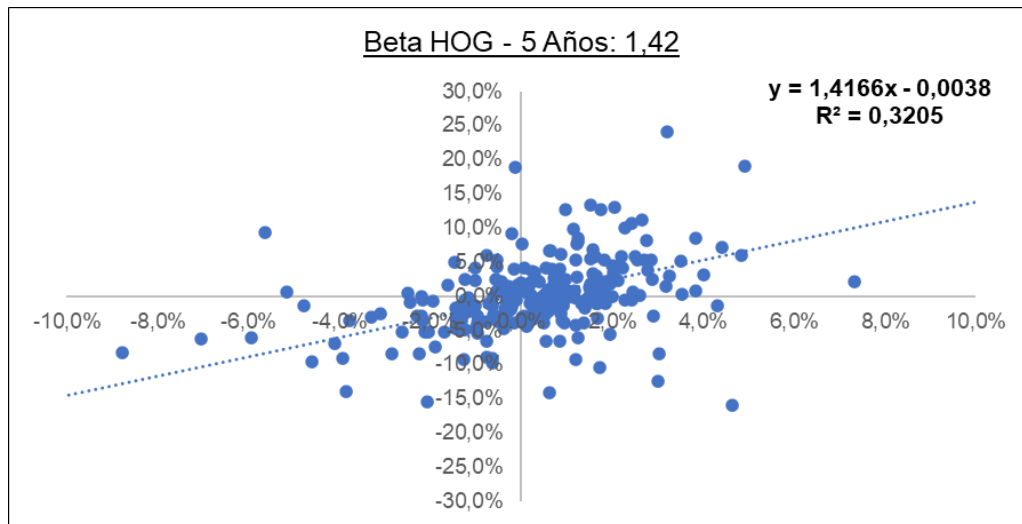


Gráfico 23 - Fuente: Yahoo Finance Retornos S&P500 y HOG - Elaboración propia

Por otra parte, la regresión lineal también brinda otra información desde el punto de vista econométrico que puede ser de utilidad para entender más acerca del riesgo de la acción de HOG y la confiabilidad de los datos obtenidos. En la siguiente tabla encontramos plasmados los hallazgos obtenidos a través de la regresión.

BETA REGRESION 5 AÑOS

Resumen

Estadísticas de la regresión	
Coefficiente de correlación múltiple	0,566140901
Coefficiente de determinación R ²	0,32051552
R ² ajustado	0,317881859
Error típico	0,051565515
Observaciones	260

ANÁLISIS DE VARIANZA

	Grados de libertad	suma de cuadrados	media de los cuadrados	F	valor crítico de F
Regresión	1	0,323599576	0,323599576	121,6996218	1,95197E-23
Residuos	258	0,686022598	0,002659002		
Total	259	1,009622174			

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%	Inferior 95,0%	Superior 95,0%
Intercepción	-0,003771243	0,003223611	-1,16988156	0,24312821	-0,01011918	0,002576696	-0,01011918	0,002576696
Variable X 1	1,416647366	0,12841541	11,03175516	1,95197E-23	1,163771562	1,669523171	1,163771562	1,669523171

4.1.2.3 Tasa Libre de Riesgo

La tasa libre de riesgo es aquella que no implica ningún riesgo de incobrabilidad para el inversor y representa el retorno esperado sin posibilidad de default. Generalmente se toma como referencia el bono del tesoro de Estados Unidos para su cálculo.

En este sentido, para estimar la tasa libre de riesgo se utiliza la tasa spot del último día hábil del 2022 del bono del tesoro de Estados Unidos con un vencimiento de diez años, que es la práctica más aceptada en la valuación de empresas.

La elección del bono a 10 años responde a la necesidad de tomar en cuenta el largo plazo y la liquidez del activo en el mercado. A diferencia del bono a 30 años, el bono a 10 años es considerado un activo líquido. Al 31 de diciembre de 2022, la tasa libre de riesgo estimada fue de 3,8%.

4.1.2.4 Prima de Riesgo de Mercado

La utilización del Capital Asset Pricing Model (CAPM) en los modelos de valuación de activos, implica que la prima de riesgo de mercado sea uno de los principales parámetros para calcular la tasa de descuento empleada. El concepto de prima de riesgo de mercado se refiere al exceso de rentabilidad que exigen los inversores por invertir en el activo medio con riesgo sobre la rentabilidad ofrecida por el activo libre de riesgo, que se aproxima mediante la rentabilidad de la deuda pública a largo plazo.

Principalmente, existen tres métodos para calcularla: a partir de datos históricos, buscando la prima de riesgo implícita a través de los precios de mercado asumiendo que dichos precios son correctos, o a partir de encuestas a inversores a quienes se les consulta cuál es el rendimiento adicional que pedirían por invertir en acciones. A los fines de la valuación, utilizamos la prima de riesgo histórica.

Para estimar la prima de riesgo del mercado se requieren datos históricos de los retornos de un portafolio representativo de la economía en general. El cálculo de la prima de riesgo depende de factores como la cantidad de datos utilizados, el método para calcular el promedio de los mismos (ya sea aritmético o geométrico) y la tasa libre de riesgo. Es recomendable utilizar la mayor cantidad de datos posible para captar los distintos ciclos económicos a lo largo de los años.

Por esta razón, en este trabajo se ha utilizado el promedio geométrico de todos los retornos anuales del índice S&P 500 desde 1928 hasta 2022. A partir de dichos datos, se calculó un promedio geométrico y se obtuvo que el retorno del mercado es **9,98%**. A ese valor se le restó la tasa libre de riesgo de **3,88%** y se llegó así a la prima de riesgo de mercado de **6,1%**. En la tabla se ven reflejados estos datos.

Prima de Riesgo de Mercado	
Retorno del S&P 500 (Promedio geométrico 1980-2022)	9,98%
Tasa Libre de Riesgo 31-12-2021	3,88%
Prima de Riesgo de Mercado	6,10%

Tabla 7 - Prima de riesgo – Yahoo Finance y Damodaran - Elaboración propia

Por ende, el Costo de Capital Propio (**Ke**) de HOG es de **12,5%** considerando una tasa libre de riesgo de 3,88%, una beta de 1,42 y una prima de riesgo de 6,1%.

4.1.2.5 Kd - Costo de la Deuda

El costo de la deuda se refiere al costo que debe asumir una empresa para financiar su actividad o proyecto de inversión a través de préstamos, créditos y emisión de deuda. Este costo puede variar según las condiciones generales del mercado, la calidad de crédito de la compañía y el acceso a fuentes de financiamiento.

En vistas al cálculo del WACC, el costo de la deuda (Kd) debe reflejar las expectativas de retorno que los inversores de la deuda a largo plazo de Harley Davidson esperan. Debido al riesgo de crédito, los inversores exigirán una tasa de retorno mayor a la tasa libre de riesgo. Al mismo tiempo, el retorno esperado por los inversores debe ser coherente con los rendimientos esperados en instrumentos similares en términos de riesgo y vencimiento.

La fórmula de cálculo del coste de la deuda es la siguiente:

$$k_d = i (1 - t)$$

Donde:

- **i** = La tasa de interés aplicada por la financiación obtenida (kd)
- **t** = Tipo de gravamen impositivo

Harley Davidson, utiliza diferentes vías de financiamiento como papeles comerciales, deuda garantizada, bancaria, y notas con distinto grado de seniority, entre otros. En julio de 2015, la Compañía emitió \$750 millones de notas senior no garantizadas en una oferta suscrita. Los pagarés senior prevén pagos de intereses semestrales y el principal adeudado al vencimiento. \$450 millones de las notas senior vencen en julio de 2025 y tienen una tasa cupón de 3.50%, y \$300 millones de las notas senior vencen en julio de 2045 y tienen una tasa cupón de 4.62%. A su vez, la compañía emitió Medium Notes entre 2017 y 2020, cuyos vencimientos van desde el año 2022 al 2025 y representan más del 80% de la deuda

financiera. Resulta interesante destacar que la Compañía utilizó los recursos de la deuda para recomprar acciones de su capital social en 2015.

En este caso, consideramos a las Senior Notes (Notas Senior) HOG-45, cuyo vencimiento es en 2045 como los drivers para analizar el costo de la deuda de la empresa y obtener su Yield to Maturity (YTM), principalmente porque poseen un mercado líquido y fue emitido a largo plazo. En la tabla siguiente, observamos los diferentes montos de deudas para cada Nota, con su respectiva TIR al 31 de diciembre de 2022.

<i>Deuda</i>	<i>Moneda</i>	<i>Monto</i>	<i>Tasa/Cupón</i>	<i>Vencimiento</i>	<i>TIR</i>
Senior Notes	USD	450.000	3,5%	2025	4,1%
Senior Notes	USD	300.000	4,6%	2045	6,4%

*Tabla 8 - Deuda emitida por Harley Davidson
Elaboración propia y confirmación TIR en Terminal Bloomberg.*

Por lo tanto, en base a lo comentado anteriormente y a lo reflejado en la tabla, el costo de la deuda es de **4,8%** resultado del siguiente cálculo: $K_d = 6,4\% * (1-0.25)$.

WACC - Costo Promedio Ponderado del Capital

Luego de haber calculado las variables que determinan la tasa de descuento a utilizar para el modelo de valuación de Flujos descontados, se expone a continuación el costo promedio ponderado del capital (WACC) de Harley Davidson y el detalle de cada uno de sus componentes. Esta tasa de descuento anual corresponde a una tasa en dólares expresada en términos nominales. A modo de resumen, hemos calculado:

HARLEY DAVIDSON WACC	
Costo del Capital Accionario	12,5%
<i>Tasa Libre de Riesgo</i>	3,88%
<i>Prima de Riesgo de Mercado</i>	6,10%
<i>Coficiente Beta de HOG</i>	1,42
Costo de Deuda Financiera - Post Impuestos	4,8%
<i>Costo Deuda Financiera - sin impuestos</i>	6,4%
<i>Tasa IIGG</i>	25,0%
Estructura de Capital	
<i>Capital Accionario/Capital Total</i>	62,5%
<i>Deuda Financiera/Capital Total</i>	37,5%
<u>WACC</u>	<u>9,6%</u>

Tabla 9 - Costo de capital- Elaboración propia – Fuente: Reporte 10k

4.1.3 Proyecciones

Ahora daremos lugar a las proyecciones de los flujos de fondos futuros disponibles y así luego descontarlo al costo de capital, obteniendo el Enterprise Value, entendido como el valor de la firma. Resulta importante obtener dicho Enterprise Value ya que al mismo le restamos el valor libro de la deuda y la caja para obtener el valor intrínseco del valor accionario. Las proyecciones serán realizadas para un período de 5 años (2023-2027) para continuar luego estimando el valor terminal, por el cual requerirá determinar la tasa de crecimiento a perpetuidad, y el valor del flujo del año en cuestión.

Las variables a tener en cuenta para realizar las proyecciones van desde las ventas, márgenes operativos, variaciones de capital de trabajo, amortizaciones y depreciaciones hasta inversiones de capital.

Ventas

Existen dos aspectos cruciales a considerar al realizar proyecciones de ventas. En primer lugar, se debe tener en cuenta la situación actual de la industria y el mercado en relación al impacto del COVID-19. En segundo lugar, se deben considerar las proyecciones de crecimiento de la propia compañía. Consideramos las tendencias de la industria motociclista, diferenciando por sectores geográficos, particularmente el mercado Norte Americano (Canadá y Estados Unidos) y el europeo que concentran entre más del 82% de las ventas de motocicletas Harley Davidson y productos relacionados al 31 de diciembre 2022. Sumado a esto, tenemos en cuenta las perspectivas de la economía mundial con aspectos macroeconómicos que afectan directa e indirectamente las ventas de la empresa, la evolución del PBI por regiones, índices de precios y aquellas estrategias propias de la firma que se han llevado y se llevarán a cabo.

Por lo tanto, el primer aspecto que se reflejó a la hora de comenzar las proyecciones de ventas fue la evolución de las ventas de unidades de la industria de motocicletas por las principales regiones representativas de Harley Davidson: Estados Unidos y Europa. En la tabla siguiente se aprecia la situación histórica de unidades vendidas de la industria de motocicletas para las regiones recién mencionadas durante el período 2018 a 2022, en el cual se ve el impacto de la pandemia en 2020 debido a la disminución del total de unidades (-6%). Sin embargo, existió una recuperación de la misma en los años siguientes, posicionándonos actualmente en niveles casi idénticos al total de motocicletas vendidas en

2018, es decir, al comienzo del período bajo análisis. El hecho de haber logrado una pronta recuperación ante semejante crisis sanitaria y económica mundial resulta ser destacable para, al menos, estas dos regiones.

A su vez, se añadió la participación de mercado (Market Share) que Harley Davidson poseía en cada año sobre el total de motocicletas de la industria de ambos segmentos geográficos. Tal como observamos, la misma comenzó en un 50% para Estados Unidos y un 10% para el continente europeo, pero con el correr de los años sufrió bajas que han llamado la atención a todo aquel inmerso en el mundo de las motocicletas, fijándose en 41% y 6% respectivamente para este último año. Como se muestra, el porcentaje de Market Share de cada año refleja la cantidad de unidades que vendió Harley Davidson del total vendido por la industria de cada región, y sin dudas, esas cantidades se vieron afectadas por la caída de la industria y por su baja de participación en la misma.

Adicionalmente, se muestran por separado y con menor grado de importancia las ventas de la empresa en la región que representa menos del 20% de los ingresos: Asia Pacífico, Latinoamérica y Canadá. Similar a la situación mencionada en el párrafo anterior, las unidades vendidas para estas regiones también presentaron caídas del 5% entre 2018 y 2022.

Así, al final de la tabla reflejamos el ingreso total del segmento Motocicletas y, en consecuencia, los precios promedio históricos de motocicletas realizando el cociente entre los ingresos y las unidades.

Cabe mencionar que no estaría mal excluir la información de precio promedio del año 2020 ante la distorsión mundialmente conocida por el COVID, por lo que podemos decir que el precio promedio de motocicletas de 2018 a 2022 rondaban los casi 25mil dólares existiendo una notoria alza de precios en 2021 y 2022 por el efecto inflacionario generado ante las políticas inevitables llevadas a cabo por la Reserva Federal para paliar las consecuencias de la crisis.

Detalle	Región	2018	2019	2020	2021	2022
Industria	EEUU	263.750	252.842	241.790	281.502	264.367
	Europa	405.304	413.254	411.991	431.127	406.223
Total Unidades Industria		669.054	666.096	653.781	712.629	670.590
Cuota de Mercado	EEUU	50%	49%	42%	45%	41%
	Europa	10%	9%	8%	6%	6%
Harley Davidson	EEUU	131.064	124.040	101.744	125.368	108.984
	Europa	41.004	37.619	31.548	25.459	24.775
Total Unidades Harley Davidson		172.068	161.659	133.292	150.827	133.759
Detalle	Región	2018	2019	2020	2021	2022
Harley Davidson	Asia Pacifico	28.724	29.513	27.220	25.020	27.905
	Latinoamerica-Canada	19.857	18.714	12.472	11.789	10.846
Total Unidades Harley Davidson		48.581	48.227	39.692	36.809	38.751
Total Unidades Vendidas		220.649	209.886	172.984	187.636	172.510
Total Ingresos Segmento Motocicletas		USD 4.968.646.000,00	USD 4.572.678.000,00	USD 3.264.054.000,00	USD 4.540.240.000,00	USD 4.934.500.000,00
Precio Unitario de Motocicletas		USD 22.518	USD 21.786	USD 18.869	USD 24.197	USD 28.604

Tabla 10 - Elaboración Propia en base al reporte 10k Harley Davidson

Partiendo de esta base, elegimos estimar las ventas de unidades de motocicletas para los próximos cinco años considerando los dos factores más importantes que pudimos obtener del reporte 10k de Harley Davidson: evolución de la industria y market share de las dos regiones más representativas de los ingresos de la compañía (EE. UU y Europa).

Asimismo, se espera que la industria de las motocicletas continúe creciendo a un ritmo estimado promedio del 3,3% anual hacia 2027 y 2030, considerando tanto motocicletas usadas como nuevas. Además, considerando la tasa de crecimiento anual compuesta mencionada anteriormente en el apartado de Industria durante 2012-2022, destacamos que en la actualidad las estimaciones de ventas en mira al año 2030 son:

- 2,72% en venta de unidades usadas.
- 4,5% en venta de unidades nuevas.

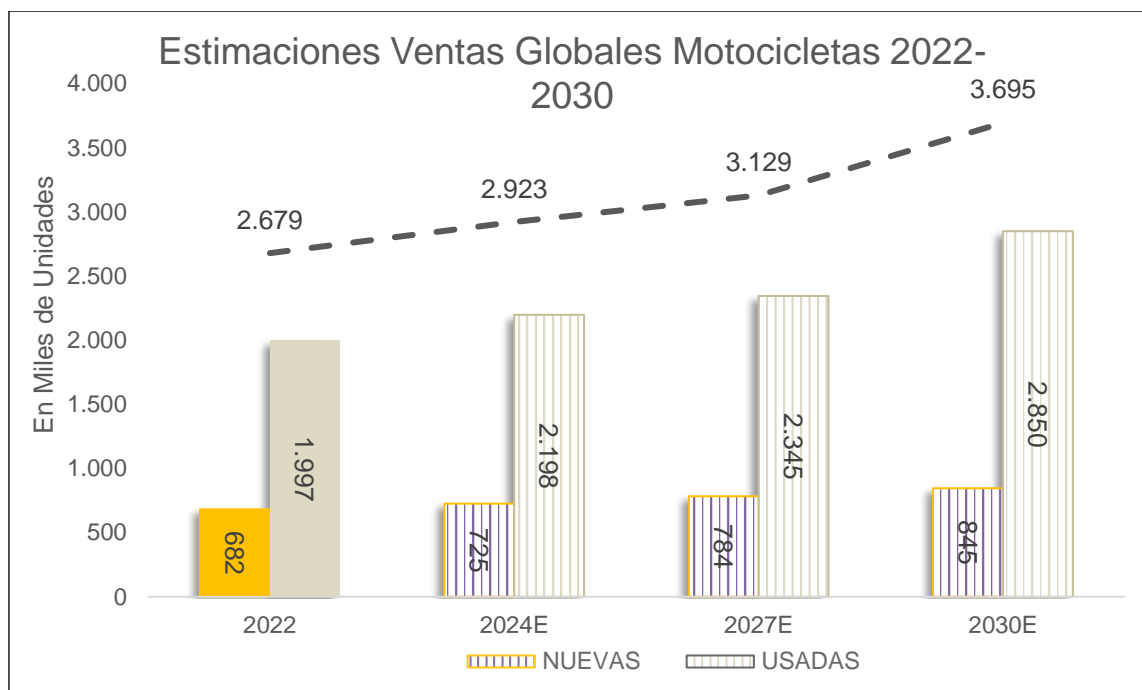


Gráfico 24 - Fuente: Reporte 10K Harley Davidson - Elaboración propia

Algunos de los factores que se espera que impulsen el crecimiento de la industria de la motocicleta pesada en los próximos años incluyen:

- Mayor demanda de motocicletas eléctricas: se espera que la demanda de motocicletas eléctricas siga aumentando debido a la creciente preocupación por el medio ambiente y la necesidad de reducir las emisiones de gases de efecto invernadero.
- Mejoras en la economía global: a medida que la economía global se recupera de la pandemia de COVID-19, se espera que el gasto de los consumidores en bienes de lujo, como motocicletas, aumente.
- Expansión en mercados emergentes: se espera que los mercados emergentes, especialmente en Asia, sean una fuente importante de crecimiento para la industria de la motocicleta pesada debido al aumento de la renta disponible y la creciente demanda de vehículos de transporte personal.

Sin embargo, también hay factores que podrían limitar el crecimiento de la industria, como la incertidumbre económica, la competencia de otros modos de transporte y los desafíos regulatorios y de seguridad.

Ahora, teniendo en cuenta todo lo mencionado y tal como observamos en el gráfico y tabla siguientes, estimamos las ventas de unidades de la industria de motocicletas para EE.

UU y Europa con un CAGR de 3,8%, partiendo de las unidades históricas del año 2022 (264.367 y 406.223 unidades, respectivamente totalizando 670.590 unidades). El paso siguiente fue aplicar el porcentaje de participación de mercado estimado para los próximos cinco años en estas dos geografías, obteniendo así las motocicletas a vender durante 2023 a 2027 en Estados Unidos y Europa. La participación de mercado iría recuperándose gradualmente año a año, recuperando terreno y estableciéndose en 46,2% para Estados Unidos y 7,3% para Europa. La principal razón de esta metodología es que el directorio de la empresa espera retomar el sendero de participación de mercado fijado en un casi 50% y 10% respectivamente, tal como ocurría previo a la pandemia. Además, el management de la empresa estableció un target de unidades a vender hacia 2027, los cuales alcanzan 147mil unidades para la región norteamericana significando un CAGR de 6,2% y casi 36mil unidades para la europea, significando un CAGR de 7,6%, lo que en promedio reflejaría un CAGR de 6,5%.

Por el lado de las restantes regiones, se propuso que seguirán el mismo crecimiento que la industria (3,8%) y así alcanzarán las 47mil unidades de ventas en 2027. La suma total de unidades proyectadas para todas las regiones nos dio un CAGR promedio de 6% lo que nos pareció acertado principalmente por lo que espera el management y las estrategias que se están llevando a cabo como la incorporación de Livewire para desarrollar las motocicletas eléctricas.

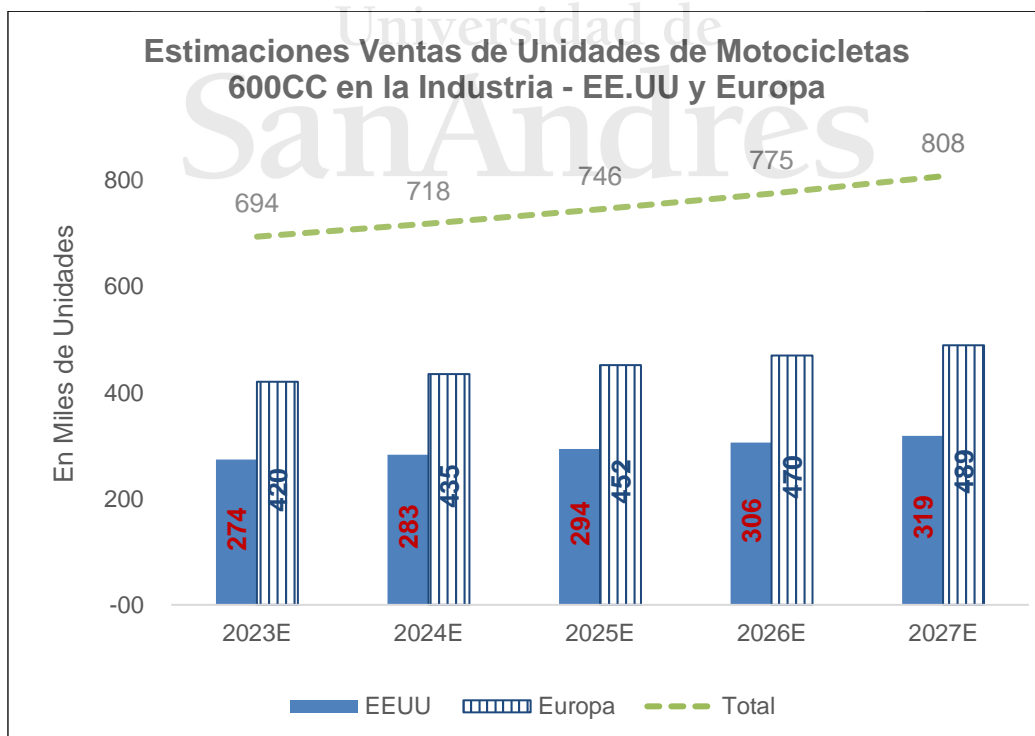


Gráfico 25 - Fuente: Reporte 10K Harley Davidson - Elaboración propia

Asimismo, con el fin de obtener los ingresos totales proyectados del segmento motocicletas para el período bajo análisis y una vez obtenidas las unidades estimadas para cada año, se decidió calcular el precio promedio proyectado de motocicletas desde 2023 a 2027. Para esto, tuvimos en cuenta los precios históricos de las mismas durante 2018 a 2022 mostrado previamente en la tabla anterior donde el promedio de ese período excluyendo el año de crisis por pandemia rondaba los 25mil dólares y notamos claramente un incremento en el precio de motocicletas del año 2021 (24.200 USD) al 2022 (28.600 USD). A partir del precio del último año, estimamos los precios de los años siguientes añadiendo la inflación proyectada por el FMI y el Banco Mundial para Estados Unidos y Europa, partiendo de 2023 en 3,2% (29.519 USD) y reduciéndose a un ritmo estable de 2% para 2026 (31.788 USD) y 2027 (32.424 USD) tal como se observa en la tabla de estimaciones de ventas de unidades.

Detalle	Región	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	CAGR 2022-2027
Industria	EEUU	273.620	283.197	293.958	305.716	318.556	3,8%
	Europa	420.441	435.156	451.692	469.760	489.490	3,8%
Total Unidades Industria		694.061	718.353	745.650	775.476	808.046	3,8%
Cuota de Mercado	EEUU	42,0%	43,0%	43,5%	44,0%	46,2%	
	Europa	6,2%	6,5%	7,0%	7,1%	7,3%	
							CAGR 2022-2027
Harley Davidson	EEUU	114.920	121.775	127.872	134.515	147.173	6,2%
	Europa	26.067	28.285	31.618	33.353	35.733	7,6%
Total Unidades Harley Davidson		140.988	150.060	159.490	167.868	182.906	6,5%
							CAGR 2022-2027
Detalle	Región	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	CAGR 2022-2027
Harley Davidson	Asia Pacífico	28.882	29.893	31.028	32.270	33.625	3,8%
	Latinoamérica-Canada	11.226	11.619	12.060	12.542	13.069	
Total Unidades Harley Davidson		40.107	41.511	43.088	44.812	46.694	
Total Unidades Vendidas		181.095	191.571	202.579	212.680	229.600	CAGR 2022-2027
Total Ingresos Segmento Motocicletas		USD 5.345.827.179,83	USD 5.824.717.978,25	USD 6.313.400.309,99	USD 6.760.779.298,59	USD 7.444.606.350,61	8,6%
Precio Unitario de Motocicletas		USD 29.519	USD 30.405	USD 31.165	USD 31.788	USD 32.424	2,5%

Tabla 11 - Elaboración Propia en base al reporte 10k Harley Davidson y proyecciones

Hay que aclarar que esta estimación de la industria confirmadas en la página Statista, solamente contempla las motocicletas a combustión y no así las eléctricas. Esto es así por no encontrarse la apertura de la participación de motocicletas eléctricas en la estimación de industria total.

Según lo detallado en el último reporte y lo expresado en entrevistas, el management de la compañía es optimista respecto al futuro, proyectando un crecimiento (CAGR) de entre 5% a 7% hacia 2027 impulsado principalmente por el plan estratégico de los próximos cinco años “**Hardwire**”, anunciado en 2021 cuyos objetivos estratégicos son los siguientes:

- Concentrarse en fortalecer y expandir los productos más rentables de Harley-Davidson (Motocicletas Tourig, Cruiser grande y Trike) y las geografías más

rentables destacando EE. UU; Mercados "DACH" que incluyen Alemania, Austria y Suiza; así también como Canadá, Japón, China, Francia, Reino Unido, Italia, Australia y Nueva Zelanda).

- Liderar el segmento de motos eléctricas con su división **LiveWire**.
- Mejorar y expandir sus negocios no relacionados con las motocicletas, incluidas las piezas y accesorios, la mercadería y los servicios financieros.

El plan de reestructuración de la compañía tiene como objetivo centrarse en los productos y mercados más rentables de Harley-Davidson. Sin embargo, el plan también parece centrarse en sus pasajeros "Baby Boomer" existentes en lugar de evolucionar para adaptarse a las preferencias de los consumidores más jóvenes. El CEO Jochen Zeitz mencionó sobre establecer "expectativas realistas" para el crecimiento en el futuro, lo que sugiere que la rentabilidad podría mejorar en términos de márgenes, pero la rentabilidad absoluta, así como los ingresos, pueden experimentar un crecimiento limitado dada la reducción demográfica de la marca, salvo cambios significativos en las preferencias de los consumidores o un cambio estratégico para llegar a los ciclistas más jóvenes.

LiveWire, la división de motocicletas eléctricas de la compañía, se convierte entonces en su única gran esperanza para respaldar el crecimiento a largo plazo. Aunque ha habido dudas sobre la clasificación de su división de vehículos eléctricos como una nueva marca independiente en lugar de trabajar con su marca Harley-Davidson existente, la estrategia tiene méritos. Es posible que hacer cambios drásticos en la marca Harley-Davidson para adaptarse a los consumidores más jóvenes no funcione como se esperaba y corre el riesgo de alejar a su base de clientes existente que valora el legado centenario de la icónica marca. Tampoco se espera que LiveWire canibalice las ventas de motocicletas Harley-Davidson heredadas, ya que atienden a diferentes mercados; LiveWire atiende a los conductores urbanos más jóvenes (de 18 a 35 años), lo opuesto al mercado objetivo de Harley-Davidson y, por lo tanto, expande el mercado al que se dirige Harley-Davidson.

Harley Davidson espera que tanto las ventas de unidades LiveWire como los ingresos crezcan rápidamente. Para 2025, Harley-Davidson espera vender 53.340 unidades y casi el doble para 2026 a 100.961 unidades, con ingresos alrededor de 1,770 millones de USD. Hacia 2030, la compañía proyecta ventas de aproximadamente 190.000 unidades, un objetivo muy ambicioso, pero, si tiene éxito en lo anteriormente mencionado, casi podría igualar las ventas de motocicletas tradicionales de Harley-Davidson. Si tiene éxito, LiveWire también podría generar ingresos para negocios adyacentes, incluidos repuestos y accesorios,

mercadería y servicios financieros, en línea con el plan de recuperación de **Hardwire** de la compañía.

Actualmente, hay motivos para ser optimistas, pero con precaución. LiveWire, la marca de motocicletas eléctricas de Harley-Davidson, ha estado escuchando a su público joven y adaptándose a sus necesidades, lo que les ha permitido lanzar nuevos modelos con precios más bajos. Con las regulaciones ambientales cada vez más estrictas en todo el mundo y el declive gradual de los modelos de combustibles fósiles, se espera que las motocicletas eléctricas sean el futuro de la industria. LiveWire, como uno de los primeros actores en el mercado de motocicletas eléctricas de alta gama, tiene tiempo suficiente para construir su marca y capturar una parte del mercado.

Ciertamente, existen motivos para mantener una perspectiva optimista en relación a las oportunidades de LiveWire, dado que se encuentra en una etapa temprana de la industria y cuenta con múltiples ventajas, entre las que se destacan su posición pionera y las sinergias generadas a partir de su asociación con Harley-Davidson. La economía mundial seguirá estando dominada por tres economías continentales: los Estados Unidos, Europa y China y se espera que el crecimiento mundial se mantenga en torno al 4 % anual nominal, y que el PBI mundial se duplique para 2030.

En conclusión, el plan Hardwire de Harley-Davidson parece estar encaminado y sus objetivos estratégicos a largo plazo podrían beneficiarlo de la electrificación a través de LiveWire mientras mantiene su icónica marca homónima Harley-Davidson. LiveWire expande su mercado objetivo y, aunque los márgenes pueden ser más bajos en comparación con Harley-Davidson, LiveWire podría ayudar a la compañía a revertir la tendencia de ventas planas y crecimiento de ganancias observada en los últimos años.

De esta manera, para el período en cuestión (2023-2027), las ventas proyectadas se incrementan a un ritmo promedio de 7,6% anual alcanzando los USD 8.307 millones de dólares, totalizando un aumento del 44.3% estimado de crecimiento de ventas totales hacia 2027. Esto se compone de USD 7.445 millones de dólares del segmento “core” Motocicletas y productos relacionados (representando el 89% de los ingresos), y USD 1.123 millones de dólares en el segmento de Servicios Financieros (11% restante), ambos para el año 2027.

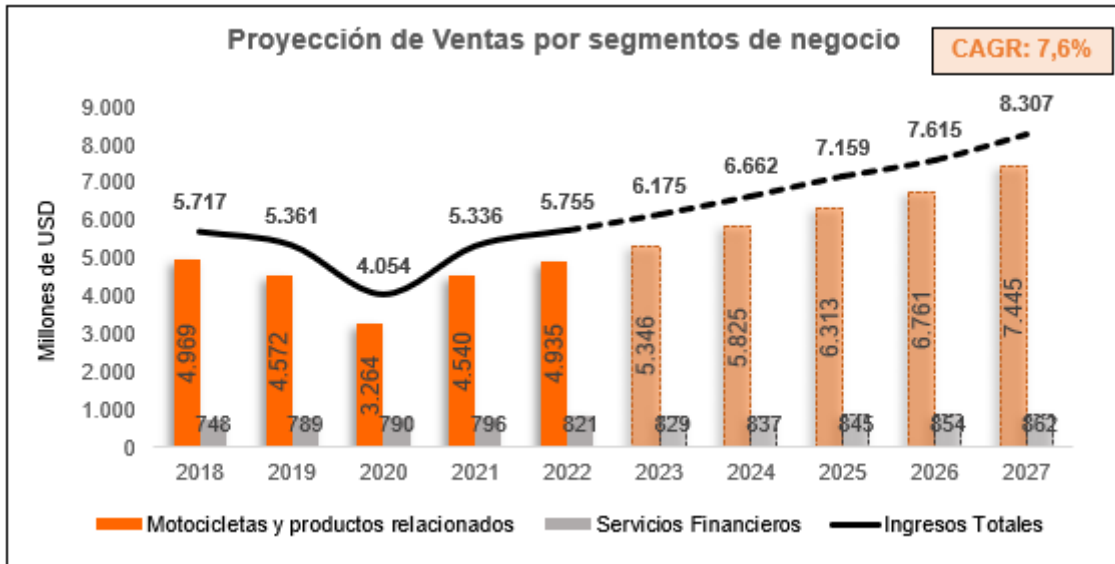


Gráfico 26 - Fuente: Reporte 10K Harley Davidson - Elaboración propia
(*) Expresado en millones de dólares

Margen Operativo

Para proyectar el EBIT de la compañía, una vez que estén disponibles las ventas estimadas, fue necesario proyectar los márgenes operativos. Excluyendo el olvidable año 2020, el margen operativo de la empresa representaba en promedio un 13,5% de sus ventas, pudiendo observar:

- Una leve reducción desde 2018 (12,5%) a 2019 (10,4%).
- Un 2020 cuyo EBIT fue inexistente debido al panorama mundial.
- Un interesante repunte en 2021 y 2022 con márgenes hacia 15,4% y 15,8% respectivamente.

Para el próximo período de cinco años se espera comenzar el año 2023 con una leve reducción del margen operativo debido principalmente al impacto inflacionario en los costos de la compañía (ya que no es sencillo trasladar el 100% de los costos en los precios de venta de forma repentina) y al incremento de gastos operativos relacionados a las inversiones que continúan llevándose a cabo sustento del Plan Hardwire hacia 2026 y adicionalmente, al continuo lanzamiento de nuevos modelos de motocicletas eléctricas y otros modelos como la Pan American 1250, recientemente lanzada.

Sin embargo, se espera que el efecto inflacionario sea cada vez menor año tras año como consecuencia de las políticas económicas que está llevando a cabo la Reserva Federal

de Estados Unidos, que, subiendo las tasas de interés, intentan disminuir la inflación de forma paulatina para volver a estabilizarla en un 2% o 2,5% anual. Considerando esta situación de control de inflación, el margen operativo comenzará a incrementarse con el impulso del crecimiento anual de las ventas llegando a representar entre un 14% a 15% que es el objetivo y pronóstico de Harley Davidson.

Años	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Gastos. de Ventas - % sobre ventas	12,9%	13,0%	13,3%	13,6%	14,2%
Beneficio Operativo Proyectado	USD 795	USD 867	USD 952	USD 1.036	USD 1.183

Tabla 12 - Elaboración Propia en base al reporte 10k Harley Davidson y proyecciones
(*) Expresado en millones de dólares

Costos directos y gastos operativos

Con respecto a la estimación de los costos directos y los gastos operativos generales, de administración y comercialización, tomamos como punto de partida lo mencionado anteriormente en el apartado de margen operativo. Se estima que, por inercia inflacionaria, los costos seguirán aumentando hasta el año 2022 como consecuencia de la emisión monetaria desatada durante la pandemia, pero luego, se espera que comiencen a disminuir ligeramente. De esta forma, los costos directos representarían en promedio un 66% de los ingresos totales, mientras que los gastos operativos un 17% de los mismos.

Años	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Costos Variables - % sobre ventas	-66,2%	-66,3%	-66,2%	-66,1%	-66,1%
Costos Variables proyectados	USD -4.087	USD -4.416	USD 4.737	USD -5,030	USD -5.488

Tabla 13 - Elaboración Propia en base al reporte 10k Harley Davidson y proyecciones
(*) Expresado en millones de dólares

Años	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Gastos. de Ventas - % sobre ventas	-17,7%	-17,5%	-17,4%	-17,2%	-16,6%
Gastos proyectados	USD -1.091	USD -1.163	USD -1,243	USD -1.308	USD -1.382

*Tabla 14 - Elaboración Propia en base al reporte 10k Harley Davidson y proyecciones
(*) Expresado en millones de dólares*

Inversiones en Bienes de Capital (CAPEX)

En cuanto a las proyecciones de inversiones de capital consideramos las estimaciones de la empresa reflejadas en su programa de crecimiento para los años venideros. La Compañía espera inversiones de capital entre \$190 y \$220 millones ya que planea continuar invirtiendo en el desarrollo de productos y la mejora de la capacidad en apoyo de la estrategia The Hardwire. Las prioridades de asignación de capital de la Compañía son financiar el crecimiento a través de las iniciativas The Hardwire, incentivar el desarrollo de ventas digitales en canales minoristas y ejecutar recompras discrecionales de acciones, lo que la Compañía planea hacer en 2023 en adelante.

Para estimar el CAPEX, se analizó la relación histórica de la inversión de capital y las ventas de la compañía durante los últimos cinco años reflejando en promedio un 3% de las ventas totales. De este modo, mantuvimos ese porcentaje para el cálculo de la proyección, con la exclusión de los primeros dos años proyectados en los que se incrementó dicho porcentaje respondiendo a la mayor inversión que se realizará en el corto plazo debido a ejecución de las estrategias mencionadas anteriormente.

Año	2018	2019	2020	2021	2022
Total Ventas	USD 5.717	USD 5.362	USD 4.054	USD 5.336	USD 5.755
Capex Histórico	USD -213	USD -181	USD -131	USD -120	USD -150
CAPEX/Ventas	3,7%	3,4%	3,2%	2,2%	2,6%
Promedio Capex/Ventas	3,04%				

Tabla 15 - Elaboración Propia en base al reporte 10k Harley Davidson y proyecciones
(*) Expresado en millones de dólares

Esto quiere decir que la proyección comienza con un mayor porcentaje de CAPEX/Ventas en los primeros años de proyección (3,7% en 2023e y 3,4% en 2024e) y luego disminuye posicionándose en el promedio histórico del 3%.

Año	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Ventas proyectadas	USD 6.175	USD 6.662	USD 7.159	USD 7.615	USD 8.307
Capex/Ventas Proyectado	3,7%	3,40%	3,0%	3,0%	3,0%
CAPEX Proyectado	USD 228	USD 227	USD 215	USD 228	USD 249

Tabla 16 - Elaboración Propia en base al reporte 10k Harley Davidson y proyecciones
(*) Expresado en millones de dólares

San Andrés

Amortizaciones y Depreciaciones

En cuanto a la depreciación y amortización de propiedades, equipos e intangibles, estas han oscilado entre el 5% y el 8% del Activo Fijo bruto en los últimos cinco años, con un promedio del 6,2%. Este promedio fue utilizado para la proyección de la depreciación y amortización en el futuro.

Años	2018	2019	2020	2021	2022
Total Activo Fijo bruto	USD 3.348	USD 3.297	USD 3.167	USD 3.099	USD 3.025
Depreciaciones Históricas	USD 265	USD 233	USD 186	USD 165	USD 152
Depreciaciones / Total Activo Fijo	7,9%	7,1%	5,9%	5,3%	5,0%
Promedio	6,2%				

Tabla 17 - Elaboración Propia en base al reporte 10k Harley Davidson y proyecciones
(*) Expresado en millones de dólares

En consecuencia, se tomó el Total Activo Fijo de 2022 (3,025 millones USD) y se procedió a sumar el CAPEX proyectado (calculado en el punto anterior) de 2023e cuyo monto ascendía a 223 millones USD, obteniendo 3,247 millones USD como Activo Fijo bruto Proyectado del 2023e. Continuando de esta forma (añadiendo el CAPEX proyectado al Activo Fijo bruto proyectado del año anterior), fuimos obteniendo el Activo Fijo bruto proyectado para los años siguientes y así, se aplicó el 6,2% de promedio histórico sobre los mismos, obteniendo finalmente la Amortización/Depreciación proyectada.

Años	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Capex proyectado	USD 228	USD 227	USD 215	USD 228	USD 249
Activo Fijo bruto proyectado	USD 3.253	USD 3.480	USD 3.694	USD 3.923	USD 4.172
Depreciación proyectada	USD 203	USD 217	USD 230	USD 245	USD 260

Tabla 18 - Elaboración Propia en base al reporte 10k Harley Davidson y proyecciones
(*) Expresado en millones de dólares

Capital de Trabajo

Los flujos de efectivo operativos de la Compañía fueron más bajos que en 2020 debido a cambios en el capital de trabajo principalmente relacionados con el inventario y las cuentas

por cobrar. Los saldos de cuentas por cobrar de la empresa, que se relacionan principalmente con las ventas fuera de América del Norte, disminuyeron durante 2020 debido a las menores ventas que se vieron afectadas por el COVID-19. Por el contrario, a medida que los volúmenes de envío se recuperaron en 2021, las cuentas comerciales por cobrar aumentaron. La Compañía también experimentó un aumento en el inventario durante 2021 debido principalmente a un nivel más alto de nuevos modelos de motocicletas de cara al próximo año, en comparación con 2020. Estas motocicletas se mantienen en inventario hasta que las motocicletas del nuevo año modelo se lanzan y se envían a distribuidores en enero. Además, las interrupciones en la cadena de suministro también contribuyeron a mayores niveles de inventario a finales de 2021.

En este caso, teniendo en cuenta que históricamente las necesidades de capital rondan el 10% de los ingresos totales, las necesidades de capital de trabajo fueron estimadas en línea con esta tendencia reflejada en los últimos ejercicios, es decir, analizamos la relación histórica entre el Capital de Trabajo y las ventas, y de esta manera, proyectamos el Capital de trabajo con dicho porcentaje para el período 2023 a 2027.

Las ventas netas aumentan en los periodos proyectados principalmente por un mayor volumen de comercialización desde el 2023, por lo que se espera que las necesidades de capital de trabajo aumenten ya que la empresa deberá flexibilizar los periodos de cobro para atender más mercado que será parcialmente compensado por una mayor rotación de inventario debido al incremento de la demanda.

Años	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Capital de Trabajo proyectado	USD 616	USD 665	USD 714	USD 760	USD 829
Variación Capital de Trabajo	USD 25	USD 49	USD 50	USD 45	USD 69

*Tabla 19 - Elaboración Propia en base al reporte 10k Harley Davidson y proyecciones
(*) Expresado en millones de dólares*

4.1.4 Valor Terminal

El valor terminal (VT) es el valor de un negocio o proyecto más allá del período de previsión en el que se pueden estimar las futuras corrientes de efectivo. El valor terminal supone que un negocio crecerá a una tasa de crecimiento establecida para siempre después del período de previsión. El Flujo de Fondos utilizado en la fórmula de Valor Terminal, también

conocido como “Horizon Value”, es el flujo del año 2027 aplicando la tasa de crecimiento a perpetuidad.

Al asumir que las actividades de Harley Davidson continuarán por un período de tiempo indefinido, el Valor Terminal es estimado en el último año de proyección explícito y representa el valor del flujo de fondos a perpetuidad posteriores a ese último año proyectado. Su cálculo se basa principalmente en que el flujo de fondos de la firma crecerá a perpetuidad a una tasa constante “g”.

Resulta importante considerar que el flujo inicial del período residual debe basarse en valores medios sostenibles para cada una de las variables utilizadas en la proyección, a fin de asegurar flujos normalizados. Por consiguiente, se incorporará a un año adicional al período de proyección explícito, denominado período residual, a partir del cual las variables clave del negocio se estabilizan a perpetuidad. De esta manera, a partir de dicho período, tanto las ventas como los resultados operativos y el flujo de fondos evolucionan a la misma tasa de crecimiento “g”.

El descuento es necesario porque el valor temporal del dinero crea una discrepancia entre el valor actual y el futuro de una determinada suma de dinero. En la valuación de empresas, el flujo de efectivo libre puede preverse para un período de tiempo discreto, pero el desempeño de las preocupaciones actuales se hace más difícil de estimar a medida que las proyecciones se extienden más hacia el futuro. Además, es difícil determinar el momento preciso en que una empresa puede cesar sus operaciones. Para superar estas limitaciones, los inversores pueden suponer que las corrientes de efectivo crecerán a un ritmo estable para siempre, a partir de algún momento del futuro. Esto representa el valor final.

El valor terminal se calcula dividiendo el último flujo de efectivo previsto por la diferencia entre la tasa de descuento y la tasa de crecimiento terminal. El cálculo del valor terminal estima el valor de la empresa después del período de previsión. La fórmula para calcular el valor terminal es:

$$(FCF * (1 + g)) / (d - g)$$

Dónde:

FCF = Flujo de caja libre para el último período de previsión

g = Tasa de crecimiento terminal

d = tasa de descuento (que suele ser el costo medio ponderado del capital)

Tasa de Crecimiento “g” a Perpetuidad

La tasa de crecimiento terminal es la tasa constante a la que se espera que crezca una empresa para siempre. Esta tasa de crecimiento comienza al final del último período de flujo de caja previsto en un modelo de flujo de caja descontado y va a perpetuidad. Una tasa de crecimiento terminal suele estar en línea con la tasa de inflación a largo plazo, pero no es superior a la tasa de crecimiento histórica del producto interno bruto (PIB).

En primer lugar, analizando los datos de crecimiento del PBI a nivel mundial provistos por el FMI y Banco Mundial), las tasas de crecimiento real para Estados Unidos y Europa del PBI para 2027 están estimadas en 1,4% y 1,1%, respectivamente, siendo la estimación norteamericana apenas mayor a la europea. Debemos considerar que estas dos regiones representan más del 82% de los ingresos de Harley Davidson. Luego, calculamos ajustes con el fin de obtener una tasa de crecimiento que contemple el contexto inflacionario mundial utilizando los datos de inflación esperada provistos por el FMI para 2027 para economías avanzadas y la misma ronda el 2%, con lo que estaríamos rondando el 3%. Cabe aclarar que no necesariamente empresas como Harley Davidson crecen al mismo ritmo que la economía en general, por lo tanto, consideramos acertada una tasa de crecimiento a perpetuidad estimada (**g**) de **2,8%** para la valuación.

Como una referencia alternativa, utilizamos como referencia el porcentaje esperado de aumento poblacional global que según la página oficial de las Naciones Unidas es del 0,82% y luego calculamos los ajustes que contemplen el contexto inflacionario mundial mencionado anteriormente, pudiendo concluir que se puede arribar a una tasa estimada de crecimiento (**g**) de 2,8%.

Incorporación de LiveWire al cálculo de la valuación

LiveWire es la última de una creciente lista de nuevas empresas de vehículos eléctricos, empresas de vehículos autónomos y proveedores de automóviles que cotizan en bolsa al fusionarse con empresas de "cheque en blanco", que son vehículos de inversión que cotizan en bolsa. Harley Davidson escindió su división de motocicletas eléctricas en un acuerdo SPAC (Special-purpose acquisition Company) creando la primera empresa de

motocicletas eléctricas que cotiza en bolsa en los EE. UU con la esperanza de recuperar la participación de mercado perdida a medida que la base de clientes de la generación del baby boom de la compañía envejece y el interés en el motociclismo como actividad recreativa se desvanece, la compañía con sede en Milwaukee busca ser más competitiva con otros fabricantes de motocicletas eléctricas.

Livewire se fusionó con la compañía AEA-Bridges Impact Corp., otra Compañía de Adquisición con Propósito Especial (SPAC - Special-purpose acquisition Company) y con Kymco como tercer socio, el fabricante de scooters con sede en Taiwán. La gerencia de Harley-Davidson describió a Kymco como un "socio estratégico" que ayudaría a fabricar y distribuir la motocicleta eléctrica de LiveWire. Es clave aclarar que Harley posee la propiedad mayoritaria de LiveWire, con una participación del 74%. La ambición de LiveWire es convertirse en la marca de motos eléctricas más deseada del mundo, tal y como explicó Jochen Zeitz en su discurso.

Así pues, a la hora de considerar la incorporación de LiveWire a la valuación de Harley Davidson, multiplicamos la cantidad de acciones (202.403.000) por el precio de acción 4,85USD para obtener su capitalización de mercado, el cual alcanza los 981 millones de dólares. Finalmente, le aplicamos el 74% correspondiente a Harley Davidson al monto de capitalización de mercado obteniendo, así el valor total de LiveWire perteneciente a la compañía es de 726 millones de dólares, el cual se sumará al valor presente del free cashflow y al valor presente de del valor terminal para reflejar el total del valor de la firma.

% Participación de Harley Davidson	74%
Cantidad de acciones Livewire	202.403.000
Precio acción Livewire al 30/12/2022	USD 4,85
Capitalización de Mercado Livewire	USD 981.654.550
Valor total Livewire Harley Davidson 74%	USD 726.424.367
En Millones USD	USD 726,4

Tabla 20 - Elaboración Propia en base al reporte 10k Harley Davidson, Seeking alpha y proyecciones

4.1.5 Resultado Valuación DCF

Con todos los componentes necesarios para realizar la valuación ya abordados, se expondrá el resultado de la valuación por el método de flujos de fondos descontados, destacando que, considerando las perspectivas de la empresa, utilizamos una tasa impositiva del 25% para los futuros 5 años estimados. A partir de dicha metodología se obtuvo que el valor de Harley Davidson es 11,081 millones de dólares. A este monto se le restó la deuda neta de caja (2.602 millones de dólares) obteniendo así el valor del capital propio es 8,478 millones de dólares.

Considerando que la empresa cuenta con 146 millones de acciones, se estima que el valor de la acción bajo un escenario base es de **USD 58** dólares al 31 de diciembre de 2022. Si comparamos dicho precio obtenido con el precio de cotización a esa fecha, el cual se encontraba alrededor de 43 dólares, se podría considerar como una señal de que los inversores tienen expectativas de menor crecimiento futuro y/o mayor riesgo comparado a las reflejadas para valorar la acción en ese momento.

Resultado Valuación Harley Davidson Fecha de valuación 31/12/2022	
Tasa de Descuento WACC	9,3%
Tasa Crecimiento a Perpetuidad (g)	2,8%
VP Free Cash Flow	USD 2.537
VP del Valor Terminal	USD 7.817
Valor total Livewire	USD 726
Valor de la Firma	USD 11.081
Caja y equivalentes al 31/12/2022	USD 1.022
Deuda Financiera al 31/12/2022	USD -3.624
Valor del Equity	USD 8.479
Cantidad de Acciones Circulación (millones)	146
Precio por Acción en USD	USD 58

Tabla 21 - Elaboración Propia en base al reporte 10k Harley Davidson y proyecciones
(*) Expresado en millones de dólares

4.1.6 Análisis de Sensibilidad

Las proyecciones arriba descritas están basadas en supuestos sobre el comportamiento futuro de determinadas variables clave. Estos supuestos se plantean en base a información disponible al momento de realizar la valuación, pero el futuro trae consigo el concepto de incertidumbre, y el escenario planteado puede diferir de lo que efectivamente ocurra.

Dicho esto, consideramos conveniente realizar un análisis de sensibilidad, en el que se proyectan dos escenarios adicionales, uno más pesimista y otro más optimista que el escenario base que permitan analizar y evaluar cómo puede cambiar el valor del “Equity” ante cambios en ciertas variables.

I. Escenario base

- El crecimiento de la firma supera al del mercado, con el crecimiento anual de ventas de 7,6% llegando a 45% hacia 2027. La cuota de mercado crece paulatinamente recuperando participación.
- Márgenes brutos entre casi alcanzando el 34% anual. Se mantienen los márgenes operativos estables alrededor del 14% anual.

II. Escenario pesimista

- El crecimiento de la firma no acompaña al del mercado ya que las expectativas de ventas no son alcanzadas y tan solo crecen 5,9% promedio anual totalizando apenas un 32% en 5 años proyectados.
- Sumado a esto, se reduce la cuota de mercado lo que genera la caída en ventas y los márgenes brutos se muestran por debajo del 32%. Reducción del margen operativo casi a la mitad, promedio de 11,5% anual.

III. Escenario optimista

- El crecimiento de las ventas aumenta a un ritmo mayor al del mercado alcanzando 53% desde 2022 a 2026, promedio 9% anual.
- Incremento de márgenes operativos hacia un promedio de casi 15,5% anual debido al aumento de ventas y reducción de gastos operativos.

Consideramos que los distintos escenarios son posibles resultados futuros de la aplicación de las nuevas estrategias a largo plazo (Hardwire Plan), lanzamiento de nuevas motocicletas, impulso de las motocicletas eléctricas, digitalización de ventas y vías de comunicación y el impacto de las reestructuraciones que la compañía llevó a cabo en el último tiempo a fin de volver a reanimar el negocio pensando fundamentalmente en el “core business” de Harley Davidson y su especial impronta.

A continuación, se exponen los resultados obtenidos al realizar el análisis de sensibilidad, en el cual vemos que, al 31 de diciembre 2022, manteniendo constantes la Tasa de Descuento (WACC) y la Tasa de Crecimiento (g), ante un escenario positivo el precio de la acción rondaría los USD67, mientras que ante un panorama negativo la acción cotizaría USD47.

Análisis de Sensibilidad - Escenarios					
Fecha Valuación		31/12/2022			
Tasa de Descuento WACC		9,6%			
Tasa Crecimiento a Perpetuidad (g)		2,8%			
<i>En Millones de USD</i>					
Optimista		Base		Pesimista	
VP Free Cash Flow	2.905,0	VP Free Cash Flow	2.537	VP Free Cash Flow	2.193,0
VP del Valor Terminal	8.731,0	VP del Valor Terminal	7.817	VP del Valor Terminal	6.601,0
Valor total Livewire	726,4	Valor total Livewire	726	Valor total Livewire	726,4
Valor de la Firma	12.362	Valor de la Firma	11.080	Valor de la Firma	9.520
Caja y equivalentes al 31/12/2022	1.022	Caja y equivalentes al 31/12/2022	1.022	Caja y equivalentes al 31/12/2022	1.022
Deuda Financiera al 31/12/2022	- 3.624	Deuda Financiera al 31/12/2022	- 3.624	Deuda Financiera al 31/12/2022	- 3.624
Valor del Equity	9.760	Valor del Equity	8.478	Valor del Equity	6.918
Cantidad de Acciones	146	Cantidad de Acciones	146	Cantidad de Acciones	146
Precio por Acción en USD	67	Precio por Acción en USD	58	Precio por Acción en USD	47

Tabla 22 – Análisis de Sensibilidad - Elaboración Propia en base a proyecciones y estados financieros

4.2 Valuación por Múltiplos

El segundo método de valuación que utilizaremos es la Valuación por Múltiplos. Esta metodología es una valuación relativa. A diferencia de una valuación intrínseca o valuación por DCF, no se valorará la empresa basada en su crecimiento, riesgos y flujos, sino que se valorará la misma comparándola con activos similares. De forma que el valor que el mercado está pagando, en promedio por empresas similares, servirá para valorar la empresa que está bajo valuación. Para poder utilizar esta metodología es importante tener una buena muestra de empresas comparables.

Las principales características de las compañías comparables a tener en cuenta para llevarlo a cabo son:

- Pertener a la misma industria,
- Tamaños similares,
- Situarse en los mismos mercados,
- Coticen en Bolsa
- Tasas de crecimiento similares,
- Retornos similares

Al utilizar empresas similares se están teniendo en cuenta los riesgos y crecimientos asociados con un mercado determinado. Otra gran diferencia de la Valuación por Múltiplos, es que esta metodología nos permitirá valorar la empresa en un momento determinado.

Este enfoque permite obtener el valor de mercado del capital accionario de una forma más sencilla, rápida y con menor información. Sin embargo, una de las desventajas de esta metodología es que podría correrse el riesgo de que las premisas sobre las variables fundamentales no sean totalmente correctas y así no se podría distinguir entre compañías que están sobrevaluadas o subvaluadas en términos relativos, y subvaluadas o sobrevaluadas en términos absolutos, es decir, que compañías que parecen subvaluadas en términos relativos están sobrevaluadas en términos absolutos, o viceversa.

Las empresas seleccionadas para la valuación son las principales competidoras en el segmento de motocicletas: Yamaha, BMW, Polaris y Volkswagen.

Para la valuación por múltiplos utilizamos el múltiplo que resulta más relevante para la industria, es decir, el EV/EBITDA, el cual calcula la relación entre el valor de mercado de la compañía (Enterprise Value) y el EBITDA de empresas comparables y luego se aplica dicho ratio al EBITDA de la empresa analizada para obtener el valor de la firma. Después se sigue el mismo procedimiento que para el caso de la valuación por flujos descontados, es decir que se resta la deuda neta a valor libros de caja para llegar al valor del capital propio, y finalmente se divide ese valor obtenido por la cantidad de acciones para calcular el precio estimado de la acción.

Tomamos cuatro empresas de la industria de motocicletas y calculamos su EV/EBITDA promedio en base a sus últimos 5 años de operaciones y su margen EBITDA.

El múltiplo EV/EBITDA compara el valor de la empresa sobre el resultado (antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones) y nos ayuda a obtener el valor de mercado de sus activos con independencia de cómo esté financiada, es decir, que no depende de la estructura de capital de la empresa a evaluar.

Es un ratio que se utiliza con frecuencia para evitar el problema que tiene el ratio EV/EBIT por las diferentes políticas contables de amortización, siendo muy utilizado para comprar empresas de distintos países. La ventaja de este múltiplo es que permite comparar compañías con distintas estructuras de capital. Como limitación puede señalarse que no contempla que las empresas necesitan reinvertir para mantenerse competitivas, es decir que no tiene en cuenta ni siquiera el CAPEX por mantenimiento.

Un ratio inferior a la media del mercado indica que la empresa podría estar infravalorada, que su precio de mercado (valor de cotización) no es el que refleja este múltiplo y por tanto debería subir en un futuro. La lectura que hacemos cuando este múltiplo es inferior comparado con otra empresa, es que dicha empresa está generando resultados (EBITDA) por encima de la gestión de la empresa, obteniendo más beneficios por unidad de valor de empresa.

El ratio EV/EBITDA puede calcularse de la siguiente manera:

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{Valor empresa}}{\text{Ganancias antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones}}$$

$$\text{Valor empresa} = \text{Capitalización de mercado} + \text{Deuda} - \text{Caja}$$

El siguiente paso será calcular el valor de este múltiplo para cada una de las compañías elegidas, y calcular ciertos indicadores adicionales que permitan hacer un análisis comparativo entre las firmas.

Competidores	EV/EBITDA	Margen EBITDA	Ventas	CAGR Ventas 5 años	ROA	ROE	ROIC
Yamaha Motor Company	5,8	12,9%	USD 17.130	2,1%	7,1%	15,8%	11,7%
Volkswagen AG	8,3	15,0%	USD 248.832	1,6%	3,0%	9,0%	3,1%
Polaris Inc	8	12,1%	USD 8.589	7,2%	7,4%	20,6%	18,7%
BMW	8,8	11,8%	USD 131.607	3,4%	5,4%	17,4%	9,1%
Promedio	8	12,9%	USD 101.539	3,5%	5,7%	15,7%	10,6%
Harley Davidson	6x-10x	18,5%	USD 5.755	0,2%	6,5%	25,5%	11,4%

Tabla 23 - Elaboración Propia en base al reporte 10k Harley Davidson y Macrotrend

Podemos observar el CAGR de las ventas de los últimos cinco años, las propias ventas, ratios de rentabilidad, márgenes EBITDA y múltiplo EV/EBITDA de los comparables.

La variación del crecimiento compuesto de las ventas de los últimos cinco años ha sido dispar entre las distintas empresas, pudiendo apreciar valores bajos para para Harley Davidson 0,2% y Volkswagen 1,6% hasta valores más altos como el caso de BMW 3,4% y Polaris 7,2%.

Harley Davidson presenta un ROIC de 11,4% para 2022, valor similar a Yamaha y menor al 18,7% de Polaris. Harley Davidson es el competidor con mayor ROE (25,5%) reflejando varios puntos básicos por encima de los competidores y a su vez, presenta valores de ROA cercanos a los de Yamaha y Polaris que resultaron ser los más altos.

Otro aspecto a remarcar es que Harley Davidson posee el menor monto de ventas con respecto a sus competidores, pero aun así se destaca en su mayor margen EBITDA contra la competencia (18,5%).

Se seleccionó un rango razonable de múltiplos de EV/EBITDA de las empresas comparables que va de 6x a 10x donde se podría encontrar el valor de la firma en un nivel medio de 8x. Tal como se observa, reflejamos un EBITDA de USD 990 y tomando los valores medios dentro de dicho análisis, vemos que el Enterprise Value se estima en USD 7.909mm bajo el punto Medio 8x, USD 5.932mm para límite inferior 6x y USD 9.886 para el límite

superior 10x. Luego restamos la deuda financiera neta de USD 2,602 millones de dólares y arribamos a la conclusión de que el valor del capital propio de la compañía según esta metodología es de USD 5.307 millones de dólares y se podría encontrar entre los USD 3.329mm y USD 7.284mm, con un precio de la acción de USD 36 pudiendo variar entre USD 23 y USD 50.

Como podemos observar, los valores estimados a través de múltiplos están en línea con los calculados mediante el método de flujos de fondos descontados y con rangos similares.

Múltiplo de Mercado	Límite Inferior	Punto Medio	Límite Superior
<i>EV/EBITDA</i>	6x	8x	10x
<i>EBITDA</i>	USD 989	USD 989	USD 989
<i>Enterprise Value</i>	USD 5.932	USD 7.909	USD 9.886
<i>Deuda Neta</i>	USD -2.602	USD -2.602	USD -2.602
<i>Equity</i>	USD 3.330	USD 5.307	USD 7.284
<i>Cantidad de acciones</i>	146 millones		
<i>Precio por Acción USD</i>	USD 23	USD 36	USD 50
DCF	USD 47	USD 58	USD 67

Tabla 24 - Elaboración Propia en base al reporte 10k Harley Davidson y proyecciones
(*) Expresado en millones de dólares

De acuerdo a lo expuesto en la tabla, el valor del capital accionario y del precio de las acciones que surgen de la valuación por el múltiplo EV/EBITDA son más bajos que los obtenidos a través de la valuación por DCF.

Por último, se realizó un análisis de sensibilidad para evaluar cómo se comportan las variables de Enterprise Value y el valor de la acción ante cambios en los múltiplos o en el valor que podría tomar el EBITDA.

EV/EBITDA EBITDA	3x	6x	8x	10x	12x
USD 915	USD 2.745	USD 5.490	USD 7.320	USD 9.150	USD 10.980
USD 950	USD 2.850	USD 5.700	USD 7.600	USD 9.500	USD 11.400
USD 989	USD 2.966	USD 5.932	USD 7.909	USD 9.886	USD 11.863
USD 1.020	USD 3.060	USD 6.120	USD 8.160	USD 10.200	USD 12.240
USD 1.085	USD 3.255	USD 6.510	USD 8.680	USD 10.850	USD 13.020

Tabla 25 - Elaboración Propia en base Statista y Yahoo Finance

(*) Expresado en millones de dólares

EV/EBITDA EBITDA	2x	6x	8x	10x	12x
USD 915	USD 1	USD 20	USD 32	USD 45	USD 57
USD 950	USD 2	USD 21	USD 34	USD 47	USD 60
USD 989	USD 2	USD 23	USD 36	USD 50	USD 63
USD 1.020	USD 3	USD 24	USD 38	USD 52	USD 66
USD 1.085	USD 4	USD 27	USD 42	USD 58	USD 71

Tabla 26 - Elaboración Propia en base Statista y Yahoo Finance

(*) Expresado en millones de dólares

Bibliografía

Académica

- Brealey, R., Myers, S., & Allen, F. (2013). Principles of Corporate Finance. Décima Edición. McGraw Hill Higher Education.
- Bruns, William (2004). Introduction to Financial Ratios and Financial Statement Analysis. Harvard Business School.
- Damodaran, Aswath. "What is the risk free rate? A Search for the Basic Building Block". Stern School of Business, New York University, 2008. Web. 10 jun. 2020.
- Fernández, P. (2002). Valuation Methods and Shareholder Value Creation. Academic Press.
- Fabozzi, Frank J., 2004, Fixed Income analysis for the Chartered Financial Analyst Program, segunda edición (Frank J. Fabozzi Associates)

Informes y Reportes

- Estrategias → <https://investor.harley-davidson.com/accelerated-strategy/>
- Global Economic Prospects - World Bank Group Report
- Harley Davidson, Annual Report 2018
- Harley Davidson, Annual Report 2019
- Harley Davidson, Annual Report 2020
- Harley Davidson, Annual Report 2021
- Harley Davidson, Annual Report 2022
- HD Investor Day Presentation 2021
- Introduction to Financial Ratios and Financial Statement Analysis. Harvard Business School. Bruns, W. (2004).
- Industria dos ruedas → <https://www.mckinsey.com/industries/automotive-and-assembly/our-insights/the-two-wheeled-commute-micromobility-and-your-future>
- McKinsey on Finance. (2002). Perspectives on Corporate Finance and Strategy, The real cost of equity.

- Perspectivas económicas → <https://www.bancomundial.org/es/news/press-release/2021/06/08/world-bank-global-economic-prospects-2021/2022>.
- Reporte “More Roads to Harley Davidson” Accelerated Plan for Growth.
- Reporte “The-Hardwire” - El-plan-estrategico-de-harley-davidson-para-el-2025
- US Treasury Daily Treasury Par Yield Curve Rates
<https://home.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest>

Sitios Web

- <https://www.cnbc.com/video/2021/06/17/rewiring-an-american-icon.html>
- <https://es-us.finanzas.yahoo.com>
- <https://es.investing.com/equities/harley-davidson>
- <https://www.harley-davidson.com/la/es/about-us/company.html>
- <https://www.imf.org/>
- <https://www.macrotrends.net/stocks/charts/HOG/harley-davidson/market-cap>
- <https://www.nasdaq.com/>
- <https://seekingalpha.com/symbol/HOG>
- <https://seekingalpha.com/symbol/LVWR>
- <https://seekingalpha.com/article/4476907-deep-dive-harley-davidson-livewire-spac-deal>
- <https://seekingalpha.com/article/4610715-general-electric-has-become-an-all-star-industrial-powerhouse-again>
- <https://www.statista.com/outlook/mmo/motorcycles/harley-davidson>

Anexos

Anexo I - Estado de Resultados Harley Davidson

En Millones de USD					
Al 31 de Diciembre	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
Revenues					
Motocicletas y productos relacionados	4.969	4.573	3.264	4.540	4.935
Servicios Financieros	748	789	790	796	820,6
Ingresos totales	5.717	5.362	4.054	5.336	5.755
Costo de Motocicletas y productos relacionados	(3.352)	(3.230)	(2.436)	(3.243)	(3.404)
Costo de Servicios Financieros	(300)	(345)	(428)	(218)	(363)
Márgen Bruto	2.065	1.787	1.190	1.875	1.989
Gastos de Comercialización, Administración y Generales	(993)	(967)	(865)	(883)	(929)
Gastos de Reestructuración	(93)	(32)	(130)	(3)	1
Total Gastos Operativos	(1.087)	(999)	(995)	(886)	(928)
EBITDA	978	788	195	989	1.061
Amortizaciones y Depreciaciones	(265)	(233)	(186)	(165)	(152)
EBIT	714	556	10	823	909
Interes/Gastos Financieros	(27)	2	(25)	(4)	22
EBT	687	557	(16)	819	931
Impuestos	(155)	(134)	17	(169)	(192)
Resultado Neto	531	424	1	650	739

Anexo II – Estado de Situación Patrimonial Harley Davidson

En Millones de USD					
Al 31 de Diciembre	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
<i>Activos Corrientes</i>					
Efectivo y Equivalentes	1.203,8	833,9	3.257,2	1.874,7	1.021,8
Cuentas por Cobrar	306,5	259,3	143,1	182,1	252,2
Cuentas financieras por cobrar	2.214,4	2.272,5	1.509,5	1.465,5	1.782,6
Inventario	556,1	603,6	523,4	712,9	951,0
Otros Activos Corrientes	203,7	233,5	412,1	314,7	743,0
Total Activos Corrientes	4.484,4	4.202,8	5.845,3	4.550,1	4.750,7
<i>Activos No Corrientes</i>					
Propiedad, Planta y Equipo	904,1	847,4	743,8	684,0	703,2
Cuentas financieras por cobrar	5.007,5	5.101,8	4.933,5	5.106,4	5.355,8
Pension y Post Retiro	-	56,0	95,7	386,2	165,7
Otros Activos No Corrientes	269,6	320,1	392,2	324,5	517,1
Total Activos No Corrientes	6.181,2	6.325,3	6.165,2	6.501,0	6.741,8
Total de Activos	10.665,7	10.528,2	12.010,5	11.051,1	11.492,5
<i>Total Pasivo Corriente</i>	(3.597,6)	(3.196,8)	(3.982,0)	(3.342,9)	(3.533,9)
<i>Total Pasivo Corriente</i>	(5.294,1)	(5.527,4)	(6.305,9)	(5.154,9)	(5.051,8)
Total Pasivo	- 8.891,7	- 8.724,2	- 10.287,8	- 8.497,8	- 8.585,7
<i>Patrimonio Neto</i>					
Acciones ordinarias	- 1.461	- 1.493	- 1.509	- 1.549	- 1.688
Ganancias Retenidas	- 2.008	- 2.194	- 1.285	- 1.842	- 2.493
Acciones propias en cartera y Dif de conversion	1.695	1.883	1.071	838	1.274
Total Patrimonio Neto	- 1.773,9	- 1.804,0	- 1.722,8	- 2.553,2	- 2.906,8
Total Pasivo + PN	- 10.665,7	- 10.528,2	- 12.010,6	- 11.051,1	- 11.492,5

Anexo III - Flujo de Fondos Descontado - Escenario Base

Harley Davidson															
En MUS\$															
FYE Dec 31st	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	Exit 2027E				
Supuestos															
Valuation C	31/12/2022														
Exit Date	31/12/2027														
Tasa de Descuento	9,6%														
Crecimiento a Perpetuidad	2,8%														
Free Cash Flow															
Ingresos Totales	5.717	5.362	4.054	5.336	5.755	6.175	6.662	7.159	7.615	8.307	8.307				
EBITDA	978	788	195	989	1.061	997	1.083	1.179	1.277	1.438	1.438				
EBIT	714	556	10	823	909	794	866	949	1.032	1.178	1.178				
Menos - Impuesto a las Ganancias	(155)	(134)	17	(169)	(192)	(199)	(216)	(237)	(258)	(294)	(294)				
Tasa impositiva	(22%)	(24%)	176%	(21%)	(21%)	(25%)	(25%)	(25%)	(25%)	(25%)	(25%)				
Más - Amortizaciones y Depreciaciones	265	233	186	165	152	203	217	230	245	260	260				
Menos - Gastos de Capital - CAPEX	(213)	(213)	(181)	(131)	(120)	(228)	(227)	(215)	(228)	(249)	(249)				
Variaciones en el capital de Trabajo	-	86	78	38	(176)	(25)	(49)	(50)	(45)	(69)	(69)				
Free Cash Flow	610	528	110	726	573	545	591	678	745	825	825				
Tasa de Valor Presente															
0,0%															
9,6%	2.540										497	492	514	516	521

Metodología de Crecimiento a Perpetuidad						
Periodo de Descuento			5,0			
Exit Value			825			
WACC	Tasa g	Valor Terminal		PV de UFCF	Valor Firma	
		VF	VP			
9,6%	2,8%	12.404	7.830	2.540	10.370	75,5%

Harley Davidson

En M US\$

Discounted Cash Flow (DCF) - Metodología de Crecimiento a perpetuidad	
Crecimiento a Perpetuidad	2,8%
Tasa de Descuento	9,6%
Tasa de Descuento para Valor Terminal	0,0%
Valor Presente	
Valor Presente flujos	2.540
Valor Terminal	7.830
Valor total Livewire Harley Davidson	726
Valor Agregado	11.096
Menos: Deuda Neta	- 2.602
Valor del Equity	8.494
Acciones en Circulación	146
Precio Acción	58

Anexo IV - Flujo de Fondos Descontado - Escenario Optimista

Harley Davidson														
En M US\$														
		Exit												
FYE Dec 31st		2018A	2019A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2027E				
Supuestos														
Valuation Date	31/12/2022													
Exit Date	31/12/2027													
Tasa de Descuento	9,6%													
Crecimiento a Perpetuidad	2,8%													
Free Cash Flow														
Ingresos Totales		5.717	5.362	5.755	6.199	6.660	7.188	7.667	8.392	8.392				
EBITDA		978	788	1.061	1.115	1.206	1.323	1.420	1.574	1.574				
EBIT		714	556	909	913	989	1.093	1.175	1.314	1.314				
Menos - Impuesto a las Ganancias		(155)	(134)	(192)	(228)	(247)	(273)	(294)	(328)	(328)				
Tasa impositiva		(22%)	(24%)	(21%)	(25%)	(25%)	(25%)	(25%)	(25%)	(25%)				
Más - Amortizaciones y Depreciaciones		265	233	152	203	217	230	245	260	260				
Menos - Gastos de Capital - CAPEX		(213)	(213)	(120)	(229)	(226)	(216)	(230)	(252)	(252)				
Variaciones en el capital de Trabajo		-	86	(176)	(27)	(46)	(53)	(48)	(72)	(72)				
Free Cash Flow		610	528	573	631	686	782	848	921	921				
Tasa de Descuento/ Valor Presente														
0,0%														
9,6%		2.908								575	571	593	587	582

Metodología de Crecimiento a Perpetuidad						
Periodo de Descuento		5,0				
Exit Value		921				
WACC	Tasa g	Valor Terminal		PV de UFCF	Valor Firma	
		VF	VP			
9,6%	2,8%	13.852	8.744	2.908	11.652	75,0%

Harley Davidson

En M US\$

Discounted Cash Flow (DCF) - Metodología de Crecimiento a perpetuidad	
Crecimiento a Perpetuidad	2,8%
Tasa de Descuento	9,6%
Tasa de Descuento para Valor Terminal	0,0%
Valor Presente	
Valor Presente flujos	2.908
Valor Terminal	8.744
Valor total Livewire Harley Davidson	726
Valor Agregado	12.378
Menos: Deuda Neta	- 2.602
Valor del Equity	9.776
Acciones en Circulación	146
Precio Acción	67

Universidad de
San Andrés

Anexo V - Flujo de Fondos Descontado - Escenario Pesimista

Harley Davidson										
En M US\$										
FYE Dec 31st	2018A	2019A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	Exit	
Supuestos										
Valuation Date	31/12/2022									
Exit Date	31/12/2027									
Tasa de Descuento	9,6%									
Crecimiento a Perpetuidad	2,8%									
Free Cash Flow										
Ingresos Totales	5.717	5.362	5.755	6.154	6.526	6.900	7.275	7.652	7.652	
EBITDA	978	788	1.061	896	964	1.041	1.115	1.199	1.199	
EBIT	714	556	909	693	747	810	870	939	939	
Menos - Impuesto a las Ganancias	(155)	(134)	(192)	(173)	(187)	(203)	(217)	(235)	(235)	
Tasa impositiva	(22%)	(24%)	(21%)	(25%)	(25%)	(25%)	(25%)	(25%)	(25%)	
Más - Amortizaciones y Depreciaciones	265	233	152	203	217	230	245	260	260	
Menos - Gastos de Capital - CAPEX	(213)	(213)	(120)	(228)	(222)	(207)	(218)	(230)	(230)	
Variaciones en el capital de Trabajo	-	86	(176)	(23)	(37)	(37)	(37)	(38)	(38)	
Free Cash Flow	610	528	573	472	518	594	642	697	697	
Tasa de Descuento/ Valor Presente	0,0%									
9,6%	2.196				431	431	450	444	440	

Metodología de Crecimiento a Perpetuidad						
Periodo de Descuento'	5,0					
Exit Value	697					
WACC	Tasa g	Valor Terminal		PV de UFCF	Valor Firma	
		VF	VP			
9,6%	2,8%	10.478	6.614	2.196	8.810	75,1%

Harley Davidson

En M US\$

Discounted Cash Flow (DCF) - Metodología de Crecimiento a perpetuidad		
Crecimiento a Perpetuidad		2,8%
Tasa de Descuento		9,6%
Tasa de Descuento para Valor Terminal		0,0%
Valor Presente		
Valor Presente flujos		2.196
Valor Terminal		6.614
Valor total Livewire Harley Davidson		726
Valor Agregado		9.537
Menos: Deuda Neta	- 2.602	(2.602)
Valor del Equity		6.935
Acciones en Circulación	146	146
Precio Acción		47



Universidad de
San Andrés