



**Universidad de San Andrés**

**Escuela de Negocios**

**Magister en Finanzas**

***Trabajo final de Graduación***

***Valuación Grupo Daimler***

**Autor: Ventos Maturana, Marcelo Agustín**

**DNI: 36.903.927**

**Director del Trabajo: Epstein, Javier**

**Buenos Aires, 10 de Octubre de 2019**



Universidad de  
**San Andrés**

Universidad de San Andrés  
Escuela de Administración y Negocios  
Magister en Finanzas

***Trabajo Final de Graduación***

Autor: Ventos Maturana, Marcelo Agustín.

DNI: 36.903.927.

Director del Trabajo: Epstein, Javier.

Buenos Aires, 10 de Octubre de 2019

## Índice

Glosario .....	3
Resumen Ejecutivo .....	5
Descripción del Negocio .....	6
Aspectos generales y dimensión del negocio .....	6
Estrategia.....	16
Project Future.....	18
Unidades de Negocio .....	19
Mercedes Benz Autos.....	21
Daimler Camiones .....	24
Mercedes Benz Utilitarios .....	26
Daimler Micros .....	29
Daimler Compañía Financiera .....	31
Análisis de la Industria.....	32
Aspectos Generales.....	32
Evolución por región .....	34
Nuevas Tendencias de la Industria.....	37
Análisis competitivo .....	42
Análisis Financiero.....	47
Principales ratios de la Industria .....	47
Ratios de Rentabilidad .....	54
Análisis de Ventas.....	54
Análisis de Márgenes Operativos.....	56
Ratios de Actividad.....	66
Ratios Crediticios.....	69
Valuación.....	74
Valuación por Flujo de Fondos Descontados (DCF) .....	74
Proyección de los Flujos de Fondos .....	75
Tasa de descuento.....	85
Valor Terminal .....	89
Resultado de la Valuación .....	90
Análisis de Sensibilidad y Escenarios.....	91
Valuación por Múltiplos .....	93

Cuadros y Anexos .....	96
Proyección de Ventas .....	96
Proyección de Industria.....	96
Proyección de Ventas por Unidad de Negocio.....	97
Proyección del Cash Flow .....	101
Valuación y Escenarios .....	102
DCF .....	102
Múltiplos .....	104
Bibliografía: .....	106



Universidad de  
**SanAndrés**

## Glosario

- CAGR: Compound annual growth rate – Tasa de crecimiento promedio anual.
- CAPEX: Inversiones de capital, vinculada principalmente a Propiedad, Planta y Equipos.
- Car Sharing: Es un término usado en la industria que se relaciona con una movilidad compartiendo los vehículos y generalmente se instrumenta mediante el alquiler del vehículo.
- CMV: Costo de mercadería vendida.
- Customer dedication: refiere a un proyecto de la empresa vinculado a orientar su estructura interna dedicando sus operaciones por Unidad de Negocio.
- DCF: Discounted cash Flow - Flujo de Fondos descontado.
- EBIT: Ganancias antes de impuestos e intereses.
- EBITDA: Ganancias antes de impuestos, intereses y depreciaciones y amortizaciones.
- Equity: hace referencia al patrimonio neto desde el punto de vista contable, y desde el financiero al capital que le pertenece a los accionistas.
- EV: Enterprise value en inglés, representa el valor total de la compañía.
- F&A: Abreviatura de Fusiones y Adquisiciones.
- Hedge: término utilizado para mencionar la cobertura.
- Leadership: Proyecto de la empresa vinculado a la modificación de la cultura organizacional orientada a que los empleados se empoderen y participen de manera activa de los cambios, desarrollos y toma de decisiones.
- Market Share: Porción relativa de mercado que tiene la compañía.
- NOPAT: Por las siglas en inglés significa ganancia operativa después de impuestos, y se calcula multiplicando el EBIT por uno menos la tasa impositiva de Impuesto a las Ganancias.
- Project Future: Proyecto realizado por Daimler vinculado a la separación de las Unidades de Negocio en entidades legales separadas, con el fin de orientar la estructura organizacional a los cambios de la industria.
- Recall: es un término referido al llamado de clientes al taller por fallas de producción para poder ser arregladas.
- ROIC: retorno sobre el capital invertido. Se calcula como  $EBIT \cdot (1 - \text{alícuota impositiva}) / \text{Capital invertido}$ .

- WACC: en inglés “weighted average cost of capital”, que es el costo promedio ponderado del capital.



Universidad de  
**San Andrés**

## Resumen Ejecutivo

El objetivo del presente trabajo es calcular el valor de Equity del Grupo Daimler, empresa automotriz alemana que tiene presencia global y cuya principal marca y la más reconocida es Mercedes Benz. Lo primero que se presenta es la descripción del negocio con sus distintas características y dimensiones y la estrategia que tiene el Grupo a nivel global, pasando luego al análisis de la Industria en la cual opera, con sus principales tendencias y características. El siguiente paso se basa en realizar el análisis económico financiero de la empresa, utilizando distintos indicadores y enfocándose principalmente en los ratios de rentabilidad, actividad y crediticios. Por último, se presentará la valuación realizada mediante los métodos de Flujo de Fondos descontados (DCF) y por múltiplos al 31/12/2018.

Para la valuación mediante la metodología de Flujo de Fondos descontados, se proyectó el Flujo de Fondos de la Firma que luego se descontó al costo promedio ponderado del Capital (WACC), que se obtuvo utilizando el modelo de CAPM (Capital Asset Pricing Model). Con esta metodología se obtuvo que el valor de la acción de Daimler al 31/12/2018 debería encontrarse en los 180,86 Dólares, que al sensibilizarlo se encontró que el rango podría estar entre 120,07 y 215,58 Dólares. Debido a que no se considera representativo el valor obtenido, se procedió a realizar un análisis de sensibilidad de la tasa de deuda, principalmente justificado en la coyuntura actual con niveles de tasas bajas que afectan al modelo de CAPM utilizado, y el spread de solo 12 puntos básicos entre la tasa de endeudamiento de la compañía y la tasa libre de riesgo. El resultado obtenido es que por cada 50 puntos básicos que se adicionan a la tasa de endeudamiento del Grupo, el precio de la acción varía un 17%.

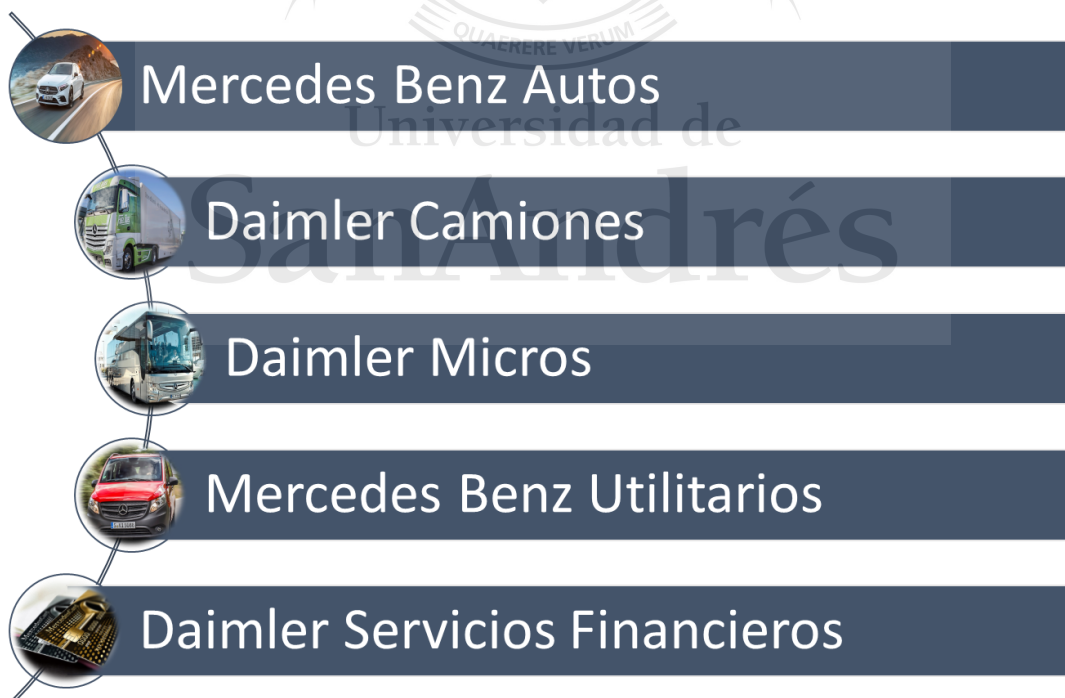
Por otra parte, se utilizó el múltiplo de valuación EV/ EBITDA a través de la selección de empresas automotrices globales que se utilizaron como comparables. El resultado alcanzado ubicó la acción entre los 35,02 y 59,46 Euros.

## Descripción del Negocio

### Aspectos generales y dimensión del negocio

Daimler es una compañía automotriz alemana fundada en 1886 por Gottlieb Daimler y Karl Benz, y desde sus inicios fue una empresa pionera en el desarrollo de la ingeniería de esta industria. Su casa matriz se encuentra ubicada en la ciudad de Stuttgart y cuenta con más de 287 mil empleados distribuidos por todo el mundo y 66 plantas productoras.

Las operaciones de la empresa se dividen por unidad de negocio desde la implementación hace casi una década de lo que nombraron como “Customer Dedication”, el cual fue un proyecto interno de separación de la estructura dedicando las operaciones por Unidad de Negocio. El principal objetivo de su implementación era poder dedicar las áreas con un objetivo vinculado a su cliente final, y que especialmente impactó a las áreas de ventas, operaciones y finanzas. Como una etapa posterior, y la cual se presentará más adelante en el trabajo, se avanzó con “Project Future”, en el cual se realiza la separación de dichas unidades de negocio en distintas entidades legales. Actualmente, las unidades de negocio que componen Daimler son:



Daimler se convirtió en uno de los más grandes productores de autos de lujo del mundo con una venta superior a las 2 millones de unidades y es líder en venta de vehículos comerciales con más de



960 mil unidades (totalizando Utilitarios, Camiones y Micros). Por su parte, la compañía financiera provee servicios de financiación, leasing, servicios de administración de flotas, inversiones, seguros y sobre todo es quien se encuentra vinculada a la innovación en lo vinculado a los servicios de movilidad. Es importante destacar este aspecto ya que como se mencionará durante el trabajo, es uno de los principales aspectos que la compañía está desarrollando debido a los cambios existentes en el mercado. Un ejemplo de esto es la alianza realizada con BMW para el desarrollo de plataformas de movilidad para clientes.

Para visualizar el volumen de negocio de Daimler, esta es una empresa que facturó más de 167 mil Millones de Euros y ha experimentado en los últimos años un alto crecimiento en volumen y en facturación, llegando al máximo histórico en 2018. Como se puede ver, el crecimiento de los últimos 5 años fue de 6,5%, pero experimentó un máximo de 15% entre los años 2014 y 2015. A continuación los gráficos de evolución de las ventas en volumen y en total de facturación en Euros:

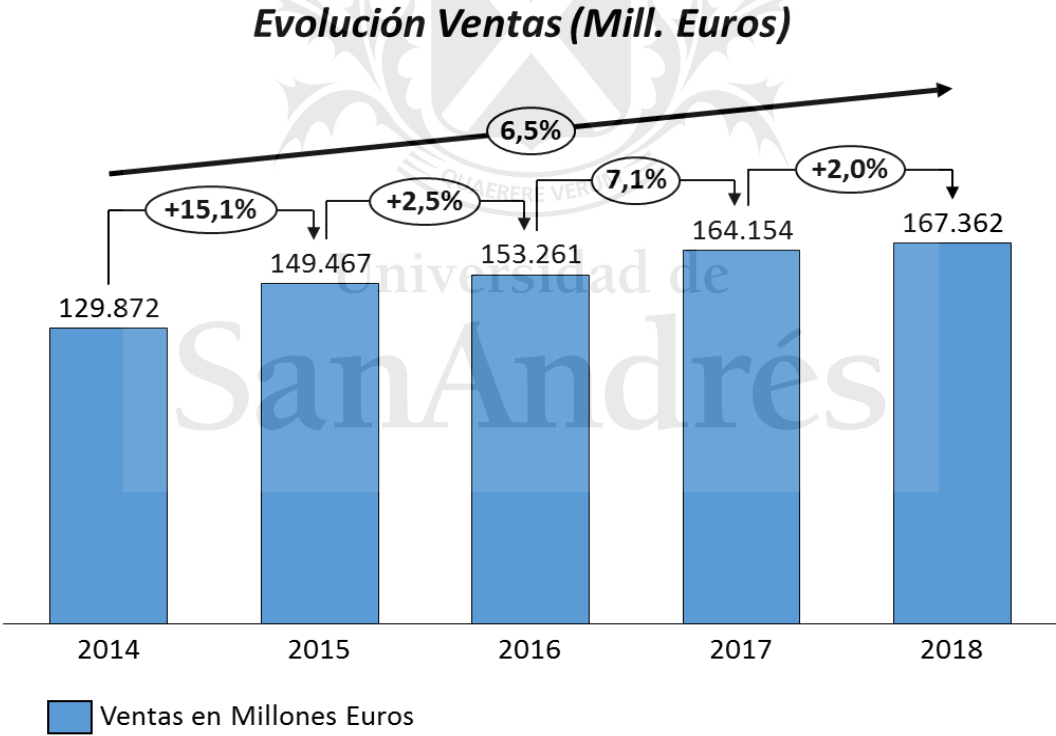


Gráfico 1- Fuente: Daimler- "Annual Report" (2018) - Elaboración propia.

### Unidades Vendidas (Mill.)

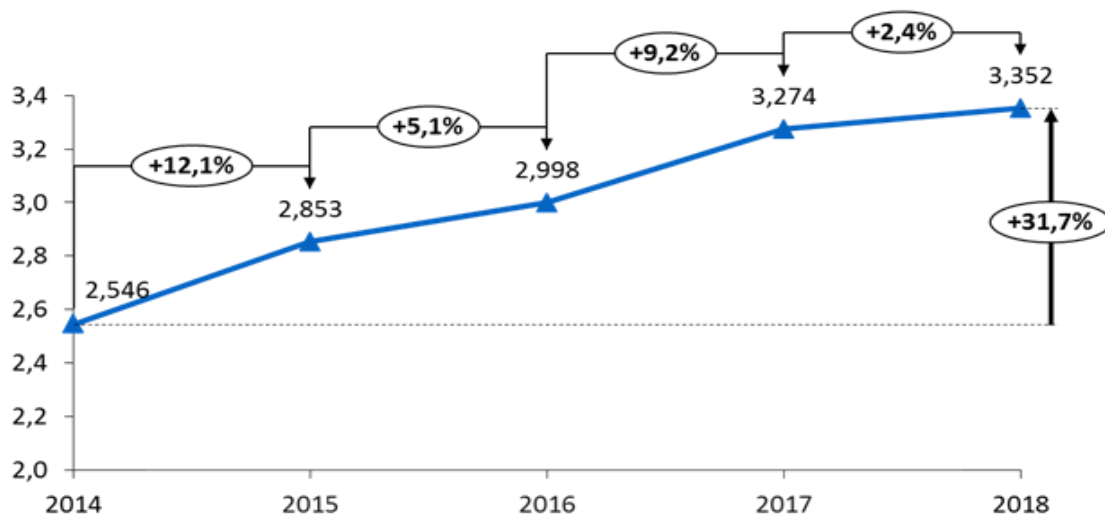


Gráfico 2- Fuente: Daimler- "Annual Report" (2018) - Elaboración propia.

Por otra parte, es posible ver que el EBITDA de la compañía se ubicó entre los 15 mil y los 20 millones de Euros durante los últimos 5 años, teniendo un margen EBITDA/ Ventas de 12% promedio, y un crecimiento de 3,6% durante el período mencionado. Cabe destacar que en 2018 se sufrió la principal caída de márgenes que se analizará posteriormente en el trabajo:

### EBITDA (Mill Euros) - EBITDA/ Ventas

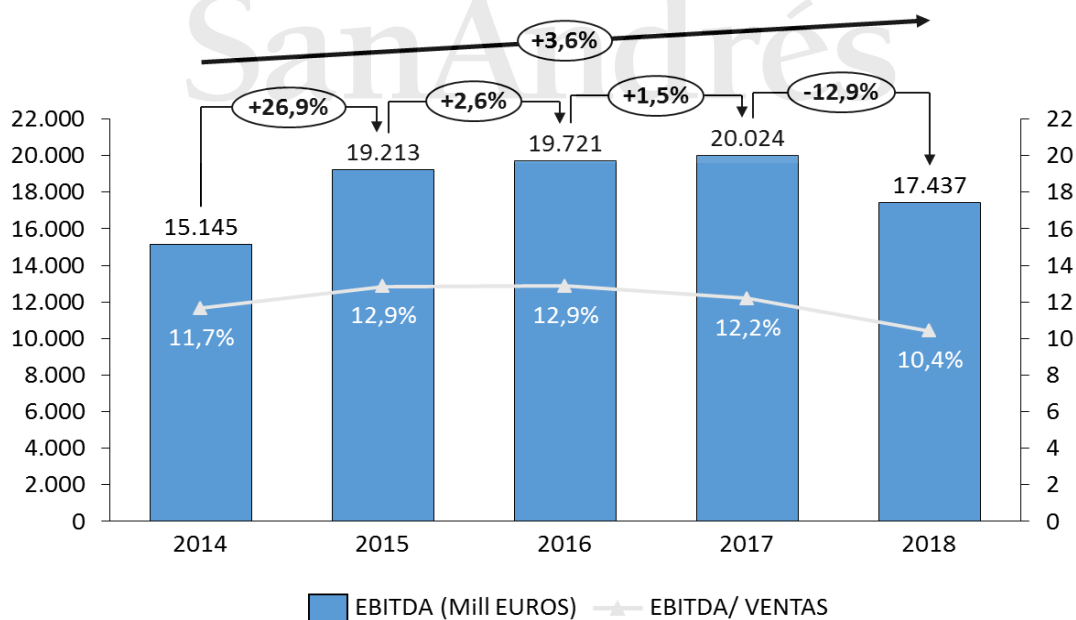


Gráfico 3- Fuente: Daimler- "Annual Report" (2018) - Elaboración propia.

Como se mencionó, la empresa distribuye sus actividades por Unidad de Negocio, y es por ello que es importante ver el aporte de cada una, para entender la relevancia de las mismas. En el siguiente gráfico se expone la participación promedio en facturación de cada una de los últimos 5 años:

### ***Participación por Unidad de Negocio***

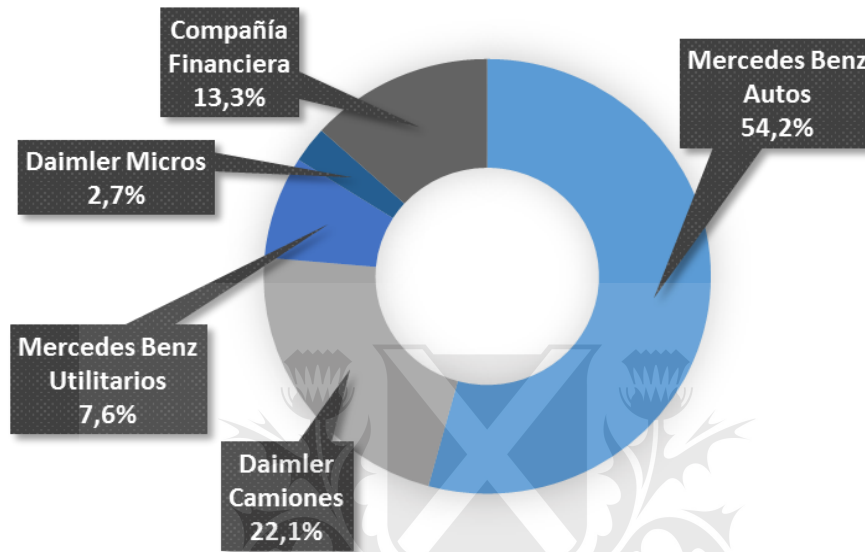


Gráfico 4- Fuente: Daimler- "Annual Report" (2018) - Elaboración propia.

Como se puede ver, Autos representa el negocio más importante con más de la mitad de la facturación del Grupo, seguida por Camiones con el 22,1% (entre las dos representan el 76%).

Cuando se quiere evaluar el total de las operaciones del Grupo, no solo hay que analizar la unidad de negocio sino también los distintos mercados en los que opera. Si bien eventualmente alguna Unidad puede tener mayor participación que otra en alguno, los principales son:

- Estados Unidos y NAFTA.
- Asia.
- Europa.
- América Latina.

Cabe destacar que el crecimiento de la economía promediando todas las regiones fue del 3%<sup>1</sup> para el año 2018 y fue similar para el 2017. Sin embargo, difieren mucho entre uno y otro. A continuación se puede ver en el gráfico cómo fue el comportamiento en cada una:

### Crecimiento Económico por Región %

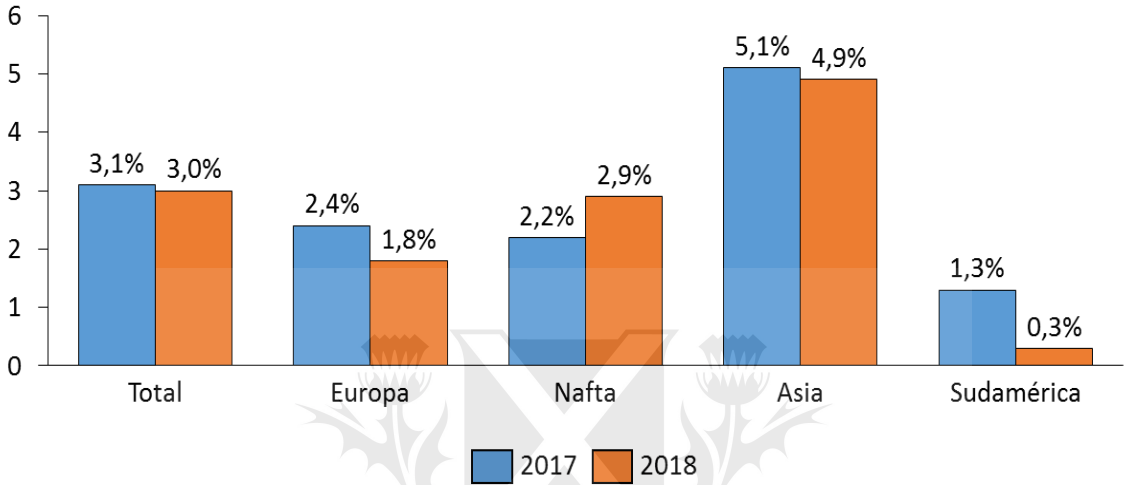


Gráfico 5- Fuente: Daimler- “Annual Report” (2018) - Elaboración propia.

El mayor crecimiento se dio en la región de Asia demostrando el atractivo del mercado, y en segundo lugar la relevancia del Nafta. Por su parte Sudamérica se vio afectada por la crisis en Argentina y el crecimiento se dio principalmente por una leve mejoría en Brasil (principal mercado de la región). Por último, Europa experimentó una caída y se tiene que prestar especial atención porque es un mercado donde tiene mucha participación Daimler.

Cuando se hace foco en la evolución de la venta del Grupo en las distintas regiones observamos el siguiente comportamiento:

<sup>1</sup> Daimler – “Annual Report- The world economy” (2018) - Recuperado de: <https://annualreport.daimler.com/ar2018/combined-management-report/business-and-general-conditions/world-economy->

### Ventas por Región (Mill. Euros)

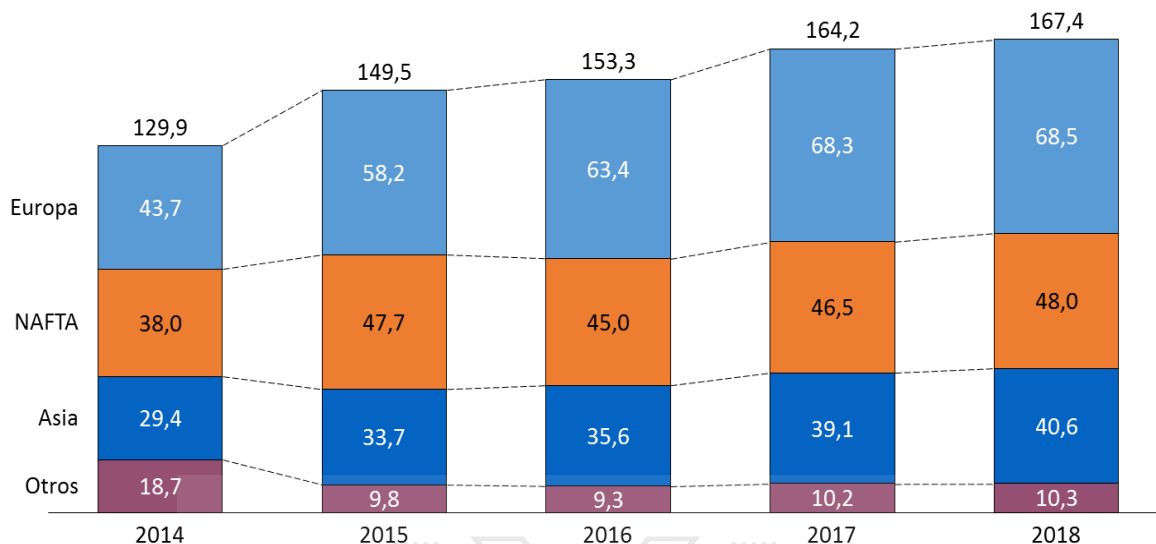


Gráfico 6- Fuente: Daimler- "Annual Report" (2014-15-16-17-18) - Elaboración propia

Como se puede ver, el mercado en el que más aumentó la venta fue en el europeo, habiendo incrementado su facturación un 56% entre 2014 y 2018. Cabe destacar que principalmente se dio en los países fuera de Alemania, ya que en lo vinculado al mercado doméstico solo creció un 21% en el período mencionado. La segunda región con más crecimiento fue Asia, que estuvo cerca del 40% y fue principalmente por el impacto en China. El NAFTA fue, dentro de las regiones más relevantes para Daimler, la que menos incrementó la facturación en los últimos años (26%), pero sin embargo es, luego de Europa, el segundo mercado con más ingresos por ventas para la compañía.

En el siguiente gráfico se presenta la participación por mercado calculado mediante el promedio de los últimos 5 años:

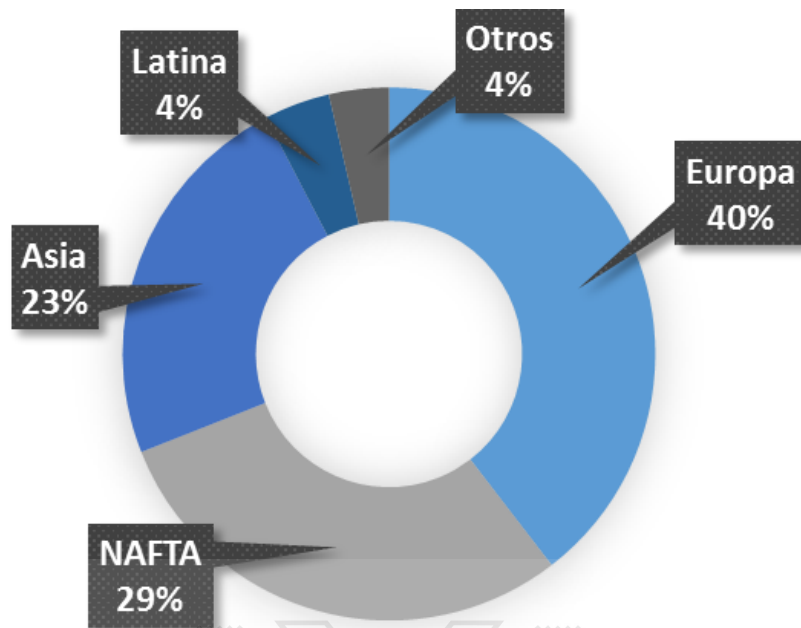


Gráfico 7- Fuente: Daimler- "Annual Report" (2014-15-16-17-18) - Elaboración propia

Como se mencionó anteriormente, es claro que el mayor volumen del grupo se realiza en el mercado Europeo, y luego en la región de NAFTA, pero hay que tener en consideración que la tasa de crecimiento en el mercado Chino puede revertir la tendencia y pasar al segundo lugar en porcentaje de ventas en los próximos años.

Por último en lo vinculado a la participación por mercado, se destaca la relevancia dentro de cada región de los países Alemania, Estados Unidos y China. Estos tres, representan en promedio el 51% de la venta total de Daimler, por ende es fundamental revisar la evolución económica de estos países para evaluar la posibilidad de crecimiento de la empresa y más principalmente de Estados Unidos ya que este es el país con mayor volumen de ventas de Daimler. A continuación, presenta una tabla con la venta de estos tres países y su porcentaje sobre el total de la empresa:

	Estados Unidos		China		Alemania	
	Venta (*)	% total compañía	Venta (*)	% total compañía	Venta (*)	% total compañía
2014	33,3	26%	13,3	10%	20,4	16%
2015	41,9	28%	14,7	10%	22,0	15%
2016	39,2	26%	16,0	10%	23,5	15%
2017	40,1	24%	18,8	11%	24,3	15%
2018	41,2	25%	19,8	12%	24,8	15%

(\*) Venta en Millones de Euros

Tabla 1- Fuente: Daimler- "Annual Report" (2014-15-16-17-18) - Elaboración propia

### Mercado de capitales

Daimler es una empresa que cotiza en Alemania en las bolsas de Frankfurt y Stuttgart y ocupa el octavo lugar del índice DAX, que se encuentra compuesto por las 30 empresas más importantes que cotizan en Frankfurt. Algunas empresas que lo componen son Siemens, Deutsche Bank, Adidas, BMW y Volkswagen. En dicho índice la compañía tiene una participación del 4,67%, participación que cayó del 2017 donde se encontraba en 6,79%. A su vez también es parte del Euro Stoxx 50 compuesta por 50 de las compañías más importantes europeas y en el cual tiene una participación del 1,93% y ocupa el decimonoveno lugar. Al mismo tiempo cotiza con un ADR en Estados Unidos.

La acción de Daimler<sup>2</sup> al cierre de 2018 cotizó en 45,91 Euros, habiendo sufrido una caída significativa con respecto al cierre de 2017 que había cotizado en 70,80 Euros. Esta variación significó una caída superior al mercado (DAX 30) ya que el mismo cayó un 18% (de 12,92 Euros en 2017 a 10,56 Euros en 2018). Una de las principales causas de la baja radica en el anuncio del Gobierno Estadounidense sobre incrementar los aranceles de importación y a esto se le suma la crisis comercial con China. Muchos inversores optaron por tomar una posición más conservadora y decidieron vender sus acciones. Otra de las causas fue el incremento de la tasa de la Reserva Federal de Estados Unidos como así también el alto nivel de deuda existente en el gobierno italiano y el conflicto del Brexit. Todos estos factores llevaron a que el mercado tenga una mayor volatilidad y afecto de manera negativa al precio de la acción de Daimler.

<sup>2</sup> Daimler – "Annual report" (2018) - Recuperado de: <https://www.daimler.com/investors/reports/annual-reports/>

Continuando con lo vinculado al precio de la acción, en el siguiente gráfico se presenta el comportamiento en los últimos 5 años de esta y el índice DAX:

### ***Evolución Daimler - DAX***

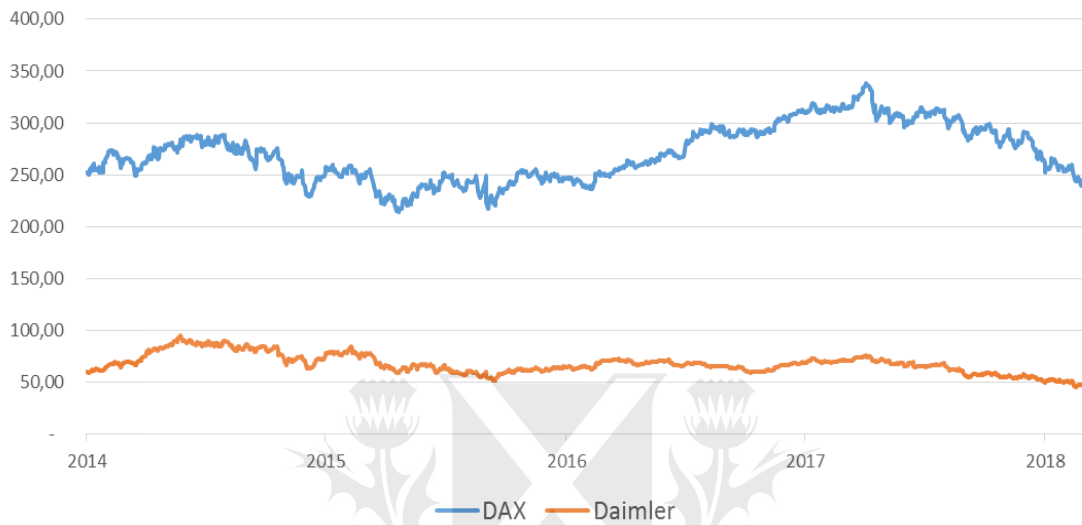


Gráfico 8- Fuente: Yahoo Finance - Elaboración propia.

Como se puede observar el comportamiento de la acción fue muy similar al índice en los últimos 5 años, siguiendo la tendencia del mismo, y pudiendo verse también la importancia de Daimler en el índice.

Por otra parte, el grupo cuenta con 1.070 Millones de acciones, lo que equivale a una capitalización de 49.116 Millones de Euros. Cabe destacar que se incrementó el número de accionistas, principalmente por un aumento de los accionistas privados, siendo el valor de 2018 1 millón, mientras que el año anterior estaba en 900 mil. A continuación, se presenta un gráfico de la composición accionaria de grupo al 31/12/2018:



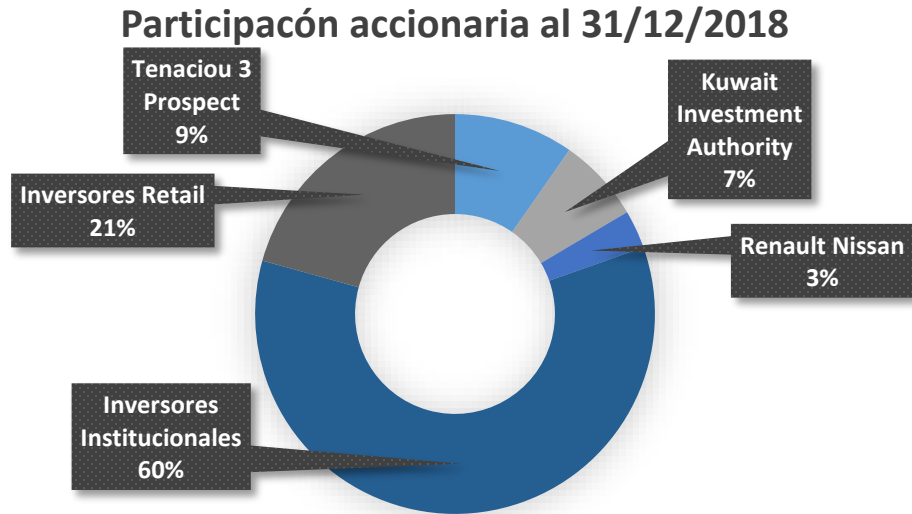


Gráfico 9- Fuente: Daimler- "Annual Report" (2018) - Elaboración propia.

Como puede visualizarse la mayor parte se encuentra en poder de los inversores institucionales y en los retail. Sin embargo, el grupo Tenaciou 3 es quien posee el 9% y junto con Kuwait que tiene el 7% son los mayores inversores del grupo.

Por otra parte, cuando se revisa la participación por región, en Europa se encuentra la mayor porción del capital accionario (61% del capital) y luego se encuentra Estados Unidos con un 16%. A continuación, se puede visualizar en el gráfico lo antes mencionado.

### Composición accionaria por región al 31/12/2018

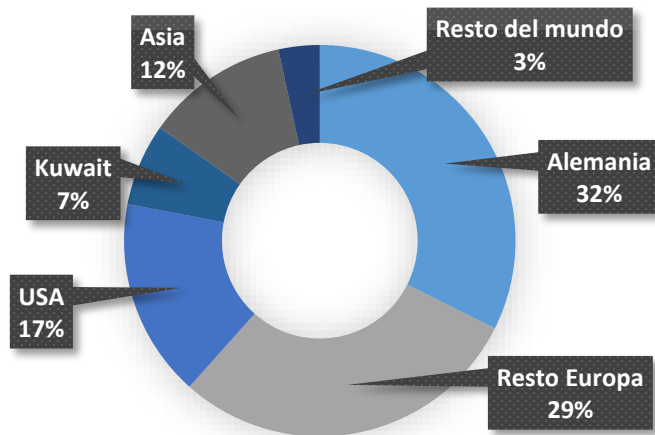


Gráfico 10- Fuente: Daimler- "Annual Report" (2018) - Elaboración propia.

## Estrategia

En la actualidad existen cuatro focos principales que están afectando a la movilidad: vehículos conectados, vehículos autónomos, movilidad digital y transporte y por último el desarrollo eléctrico. El objetivo de la compañía es continuar liderando en la producción de vehículos y en la industria y a su vez desarrollarse de manera exitosa como proveedor de servicios de movilidad. Toda la estrategia tiene un foco final en el cliente, y esa es una de las principales causas por lo que la compañía se embarcó en el denominado “Project Future”.

Los cinco principales componentes definidos por la empresa para explicar su estrategia son<sup>3</sup>:

- Enfocarse en el CORE del negocio.
- Liderar en los futuros campos de negocio (CASE).
- Adaptar la CULTURA corporativa.
- Adaptar la estructura (COMPANY).
- Orientar todo hacia los clientes (CUSTOMERS).

A continuación haré una breve explicación de cada uno de ellos:

1. CORE: El objetivo de la compañía se basa en seguir liderando en el segmento de vehículos, tanto de lujo como los comerciales, y a su vez expandirse en el de los servicios relacionados. La idea es seguir sorprendiendo a los clientes con productos innovadores y que sigan eligiendo la marca por todo lo que le brinda. Hoy en día el negocio de Asia, principalmente China, es un mercado que se ha expandido y es donde la compañía busca orientar gran parte de sus esfuerzos. Por otra parte, debido a la gran red global que posee la empresa, se está creando una base que permitirá reaccionar con rapidez antes los eventuales cambios del mercado.
2. CASE: Dentro de este punto la estrategia se orienta al desarrollo de la conectividad, vehículos autónomos, servicios de alquileres y préstamos de unidades y el desarrollo de lo eléctrico. Para esto Daimler se está transformando de una productora automotriz a un proveedor de servicios de movilidad, siempre con un foco en la facilidad y accesibilidad del cliente y buscando que le simplifique la vida en este aspecto.

---

<sup>3</sup>Daimler – “Company Strategy” (2019) – Recuperado de: <https://www.daimler.com/company/strategy/>

Por ello, todos los segmentos se están buscando electrificar. Específicamente en autos, se plantea el objetivo de electrificar el 100% del portfolio. Algunos ejemplos de este punto son el desarrollo de plantas de baterías, un acuerdo comercial con Geely para desarrollar el Smart totalmente eléctrico, y por la parte de servicios se encuentra el desarrollo de la plataforma “Mercedes Me” (Autos), “Mercedes Pro” (unidad Utilitarios), “Mercedes uptime” (Camiones). Ejemplos de vehículos autónomos podemos mencionar el Clase S en autos y el Actros en camiones, donde se permitió llegar a un nivel más avanzado de autonomía en la conducción y en los cuales se está invirtiendo para avanzar aún más en dicho nivel.

3. Cultura: En la actualidad se encontró la necesidad de adaptar la cultura de la empresa hacia una más dinámica y que permita adaptarse de mejor manera a los cambios. Con el enfoque en la innovación y decisiones rápidas se desarrolló lo que la empresa llama “Leadership 2020”. Los principales valores en los que se basa son el empoderamiento del empleado, agilidad, creatividad y cooperación, buscando que desde los mismos lleguen ideas de innovación y hacerlos partícipes del cambio.
4. Compañía: Con el fin de reaccionar ante los eventuales cambios del mercado, los competidores y lo vinculado al cambio de las nuevas tecnologías, se volvió necesario que la empresa se convierta en una dinámica, ágil y rápida. Para ello, se implementó lo que en Daimler se llamó con el nombre de “Project Future”, convirtiendo las distintas unidades de negocio en entidades legales separadas, con independencia para realizar operaciones y acuerdos de colaboración por ejemplo con compañías vinculadas más específicamente a la actividad que cada una desempeña. Por ejemplo, no es el mismo desarrollo el que se necesita para los camiones que para los autos, por ello es necesario invertir o desarrollarse en distintas tecnologías para cada uno y para eso se busca que cada unidad decida por separado qué inversión realizar.

Las entidades legales que se crearán y que dependerán de Daimler AG son:

- a. Mercedes Benz AG: Consolida las operaciones de Autos y Utilitarios.
  - b. Daimler Camiones AG: Consolida las operaciones de Camiones y Micros.
  - c. Daimler Mobility AG: Se refiere a la actual compañía financiera.
5. Cliente: Todo lo mencionado previamente tiene su principal foco en el cliente y en lograr satisfacer sus necesidades. Desde lo que entrega como valor percibido un auto de lujo y todo lo que tiene que cumplir para que el cliente esté satisfecho, hasta proveer una mejor

movilidad con Micros o Utilitarios o servir de apoyo para los negocios vinculados a camiones. El objetivo final es entender las nuevas formas de movilidad y ser la empresa líder que siempre fue para proveerlo.

### Project Future

El 22 de Mayo de 2019<sup>4</sup>, fue aprobada por los accionistas la nueva estructura del grupo Daimler, separando en distintas entidades legales Camiones y Micros por un lado y Utilitarios y Autos por otro. Luego de este paso, la corporación tiene el objetivo de inscribir legalmente la nueva estructura para noviembre 2019 y mantendría la compañía Financiera que ya es una entidad separada, pero pasará a llamarse Daimler Mobility AG. A continuación un gráfico para explicar la apertura:

### ***Estructura Organizacional – Project Future***

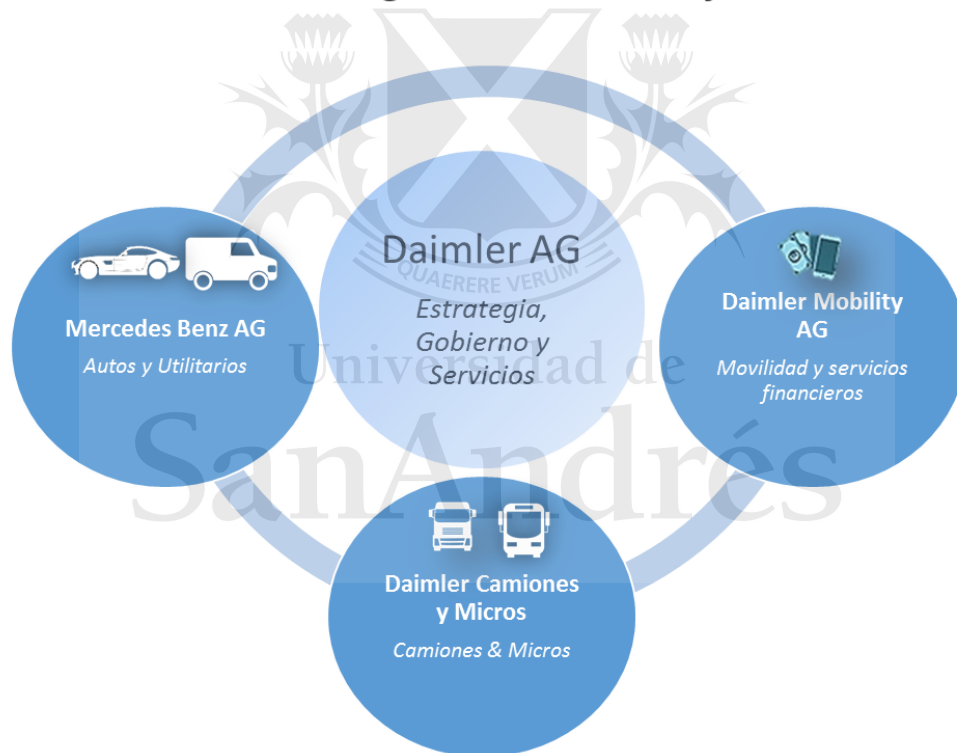


Gráfico 11- Fuente: Daimler – “New Group structure with Daimler as parent company” (2019)

Según Manfred Bischoff, Presidente del consejo de supervisión de Daimler, este es un paso para que el Grupo llegue a liderar en la nueva era de la movilidad, buscando mayor innovación y agilidad en las decisiones volviéndola más dinámica, y logrando de esta manera un crecimiento competitivo

<sup>4</sup> Daimler – “New Group structure with Daimler as parent company” (2019)- Recuperado de: <https://www.daimler.com/company/project-future.html>

como así también en cuestiones vinculadas a los aumentos de capital necesarios. A su vez, esto permitirá una mejor respuesta a los clientes y a las necesidades del mercado y tiene como objetivo adicional ofrecerles a los empleados una visión de largo plazo. Cabe destacar que se cuenta con el apoyo de los sindicatos para la implementación.

Como empresa matriz y como aquella que cotizará, Daimler AG realizará las funciones de gobierno corporativo, estrategia, gestión y además proveerá servicios para el resto de las empresas del Grupo. Luego las otras tres empresas dedicadas y enfocadas en su negocio contarán con mayor libertad e independencia para fortalecer su orientación al mercado y al cliente y pudiendo libremente realizar nuevas asociaciones enfocadas en el foco del negocio. Con ello, el objetivo es aprovechar el potencial y tener un mayor crecimiento y rentabilidad y a su vez asegurar el compromiso de largo plazo de sus empleados e inversores.

Con la separación de las compañías, se incurrirán en gastos por única vez importantes (el primer año superando los mil millones de Euros), sumado a un incremento en el pago de impuestos por los servicios facturados de una compañía a la otra y costos anuales de operación incrementados que llegarán a un pico en 2020. Luego comenzará una etapa de búsqueda de ahorros y eficiencias que sumado al incremento de volumen esperado terminará en mayores márgenes de rentabilidad. En cuanto a estructura de empleados, Utilitarios y Autos tendrán aproximadamente 175 mil empleados en el mundo, mientras que Camiones y Micros 100 mil. Por su parte, la compañía financiera “Daimler Mobility”, tendrá un número de 13 mil empleados. La nueva estructura a su vez implicará la reasignación de más de 700 subsidiarias en más de 60 países.

### Unidades de Negocio

Tal como se mencionó en los apartados anteriores, la estructura de Daimler se encuentra dividida en cinco unidades de negocio, las cuales tienen como principal objetivo orientarse y dedicarse de manera exclusiva al tipo de cliente al cual corresponde. Se considera que el cliente de un auto, no tiene las mismas características que uno de un camión o de un micro por ejemplo. Como ya se expuso, Autos representa más del 50% de la misma, seguida por Camiones con un 21,8% y luego por la compañía financiera con un 14,4%, siendo estas tres las más importantes dentro del Grupo.

Ahora bien, distinta es la situación al referirse a la cantidad de empleados que posee cada una, ya que, por ejemplo, la compañía financiera es aquella que menos tiene. A su vez Autos y Camiones siguen la misma tendencia que en el porcentaje de facturación sumando entre las dos casi el 80%

de los empleados. En la siguiente tabla se puede observar la cantidad que posee cada unidad al 31/12/2018 y su porcentaje sobre el total de la compañía<sup>5</sup>:

Empleados	Cantidad empleados	% Participación
Mercedes Benz Autos	145.436	50,6%
Daimler Camiones	82.953	28,9%
Mercedes Benz Utilitarios	26.210	9,1%
Daimler Micros	18.770	6,5%
Compañía Financiera	14.070	4,9%
<b>Total</b>	<b>287.439</b>	<b>100%</b>

Tabla 2- Fuente: Daimler- "Annual Report" (2018) - Elaboración propia.

Otro aspecto clave de la empresa son las distintas marcas que la componen. Cada una de las unidades de negocio mencionadas opera no solo con la "estrella" sino también con otras importantes como por ejemplo AMG o Smart en autos, o Fuso en camiones.

En la siguiente tabla confeccionada por la compañía y presentada en su reporte anual, se pueden visualizar los aspectos mencionados en este apartado y luego de ello se presentarán las principales características de cada unidad de negocio:

Universidad de  
San Andrés

<sup>5</sup>Daimler – "Annual Report- The world economy" (2018) – Recuperado de:  
<https://annualreport.daimler.com/ar2018/combined-management-report/corporate-profile/economic-conditions-and-business>

### Marcas por Unidad de Negocio

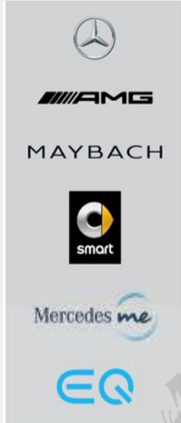
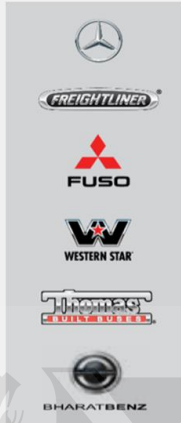
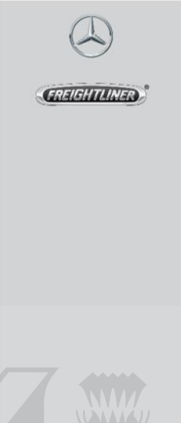
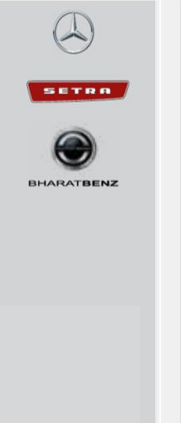
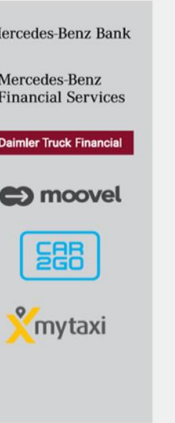
	Mercedes Benz Autos	Daimler Camiones	Mercedes Benz Utilitarios	Daimler Micros	Daimler Servicios Financieros
Empleados	145.436	82.953	26.210	18.770	14.070
Marcas					

Gráfico 12- Fuente: Daimler- “Annual Report” (2018) - Elaboración propia.

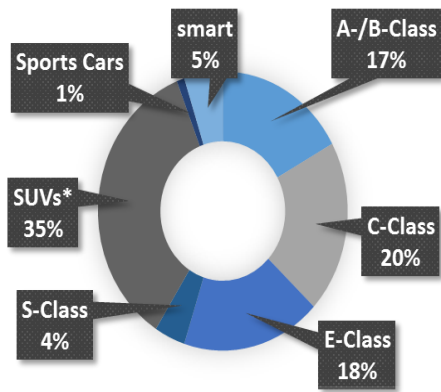
#### Mercedes Benz Autos

La división de negocios Autos comprende una amplia gama de productos y se encuentra compuesta por las seis marcas mencionadas anteriormente y tiene 16 plantas productoras<sup>6</sup>, teniendo 9 en Alemania y el resto distribuidas en el resto del mundo. Como aspecto a destacar, EQ es la última creada por Daimler y está orientada al desarrollo de vehículos eléctricos. AMG por otro lado, es aquella que desarrolla vehículos de alto rendimiento, teniendo como principal exponente los vehículos de competición de la fórmula uno.

En el año 2018 Autos vendió 2.382.791 vehículos y logró una facturación de 93.103 Millones de Euros. Esto mismo implicó un incremento en el volumen con respecto a 2017 pero una caída del 1% en la facturación.

<sup>6</sup>Daimler – “Annual Report” (2018) – Recuperado de: <https://www.daimler.com/investors/reports-news/annual-reports/2018/>

### **Estructura Ventas por Modelo Autos**



### **Ventas por Región Autos**

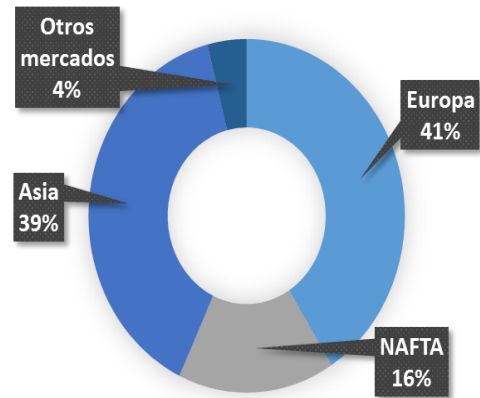


Gráfico 13- Fuente: Daimler- "Annual Report" (2018) - Elaboración propia.

En la participación por modelo se puede ver que la categoría SUV es aquella que más aporta a la unidad de negocio, seguida por el clase C y luego el clase E. En cuanto a las regiones, Europa es el principal mercado seguido por Asia que ha experimentado un alto crecimiento en los últimos años. En cuanto al Market share en sus principales mercados, Mercedes Benz Autos posee un 10,5% en Alemania, un 6,2% en el resto de Europa, un 1,8% en Estados Unidos y un 2,9% en China. Es fundamental tener en cuenta la magnitud del mercado, ya que con un 2,9% en China alcanzó casi el mismo porcentaje de facturación que en toda Europa y viene evolucionando a un ritmo de casi el 10% de crecimiento por año.

Si bien en el último año disminuyó la facturación, es importante destacar que el crecimiento de los últimos 5 años alcanzó el 6,1%. A su vez, el volumen de ventas también fue creciente durante este mismo período, mostrando un 38% de crecimiento y alcanzando el máximo valor histórico durante 2018. A continuación los gráficos que muestran los valores por año:



### Evolución Ventas Autos (Mill. Euros)

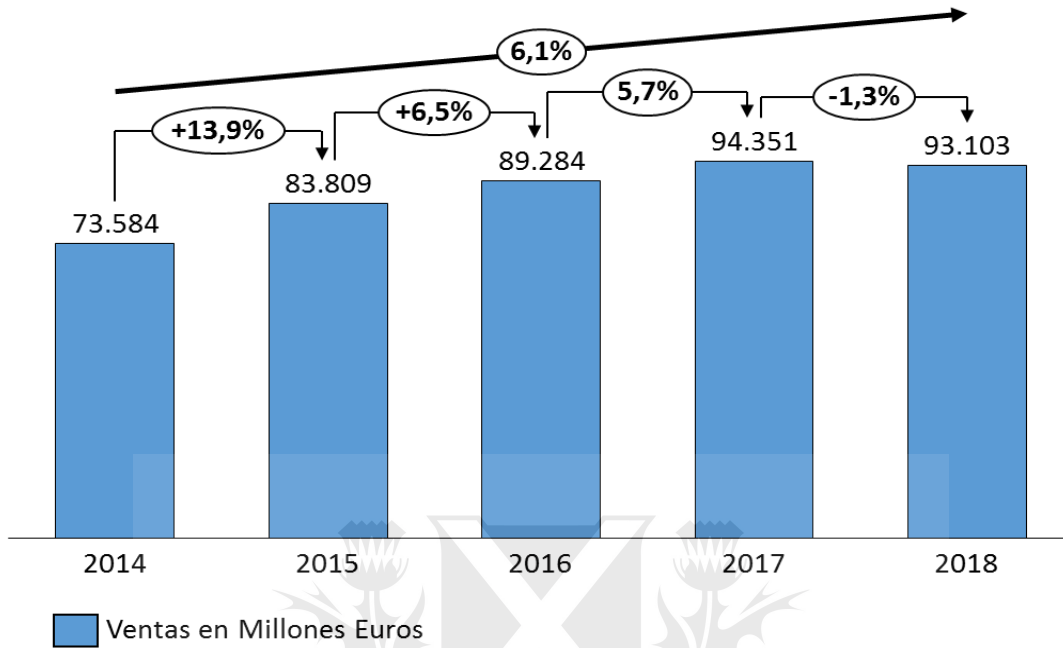


Gráfico 14- Fuente: Daimler- "Annual Report" (2018) - Elaboración propia.

### Unidades Vendidas Autos (Mill.)

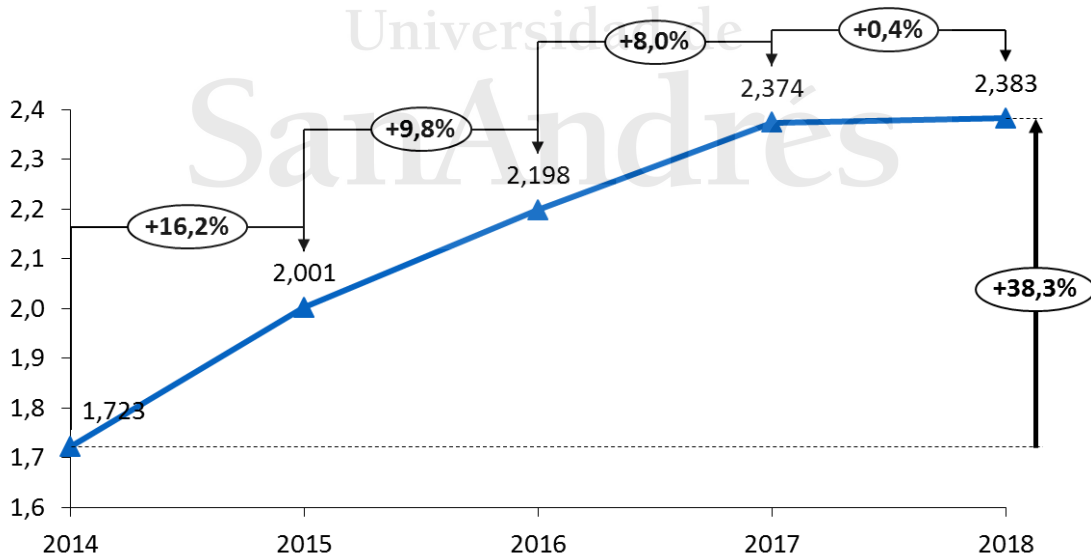


Gráfico 15- Fuente: Daimler- "Annual Report" (2018) - Elaboración propia.

Se puede ver en ambos gráficos que el mayor crecimiento se dio en el año 2015, y luego 2016 y 2017 tuvieron valores similares de crecimiento.

Otro punto importante es la inversión en investigación y desarrollo que en el último año se ha incrementado de 6.642 Millones de Euros a 6.962 Millones, lo que demuestra la creciente preocupación de la compañía por el desarrollo de las nuevas tecnologías en los autos.

**Daimler Camiones**

La unidad de negocio de camiones es la segunda en importancia dentro del grupo, y cuenta con 6 marcas y 26 plantas productoras a lo largo del mundo<sup>7</sup>. A diferencia de Autos, sus negocios se encuentran más dispersos por el mundo, siendo el Nafta uno de sus principales negocios donde por ejemplo tiene 14 plantas mientras que en Europa cuenta con 7. En este negocio se considera un mercado importante América Latina (principalmente Brasil), donde cuenta con 2 plantas productoras y ha logrado incrementar su participación en Asia principalmente con las operaciones de las marcas Fuso y BharatBenz.

Camiones durante el 2018 vendió 517.335 unidades y facturó 38.273 Millones de Euros, lo que implicó un incremento del 10% en volumen y un 7% en la facturación. En la distribución del valor mencionado, encontramos que el 37% se dio en la región del NAFTA seguido por un 32% en Asia. A continuación se presenta el gráfico de participación por mercado:

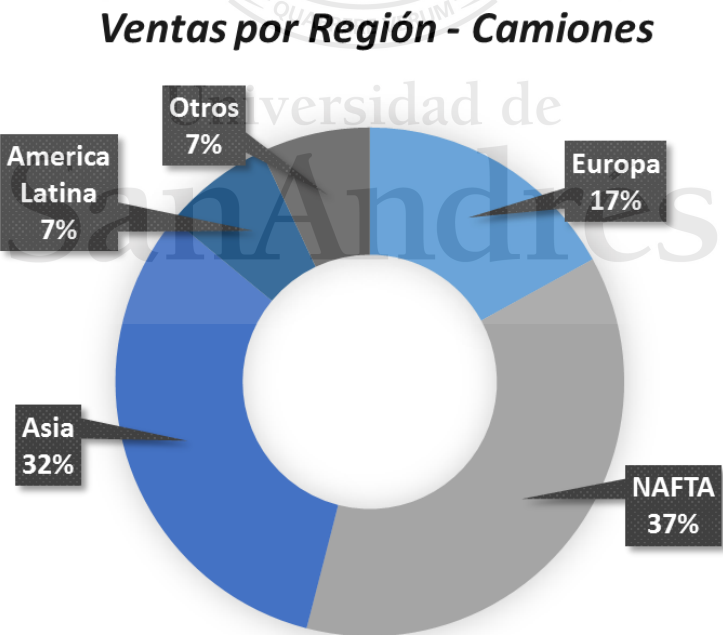


Gráfico 16- Fuente: Daimler- “Annual Report” (2018) - Elaboración propia.

<sup>7</sup> Daimler – “Annual Report” (2018) – Recuperado de: <https://www.daimler.com/investors/reports-news/annual-reports/2018/>

Cabe destacar que en cuanto al porcentaje de crecimiento, tanto la región del NAFTA como Asia están creciendo en valores similares cercanos al 15%, mientras que el mayor impacto en 2018 se dio por el 23% de crecimiento en volumen de América Latina. Por otra parte, en lo relacionado a la participación de mercado, la unidad de negocio sigue siendo líder a nivel mundial a pesar de la caída sufrida en 2018. En la región de Europa posee un 20,6% de share, un 38% en el NAFTA, un 28% en Latinoamérica y en Asia se destaca un 19.3% en Japón y un 7% en India.

En esta Unidad de negocio y en distinción a lo sucedido en Autos, el último año mostró un alto crecimiento en la facturación pero sin embargo aún se encuentra recuperándose de la fuerte caída sufrida en el año 2016 que fue cercana al 12%. A pesar de esto, el crecimiento total de los 5 años fue del 4,3%. En los dos siguientes gráficos se puede visualizar lo antes mencionado:

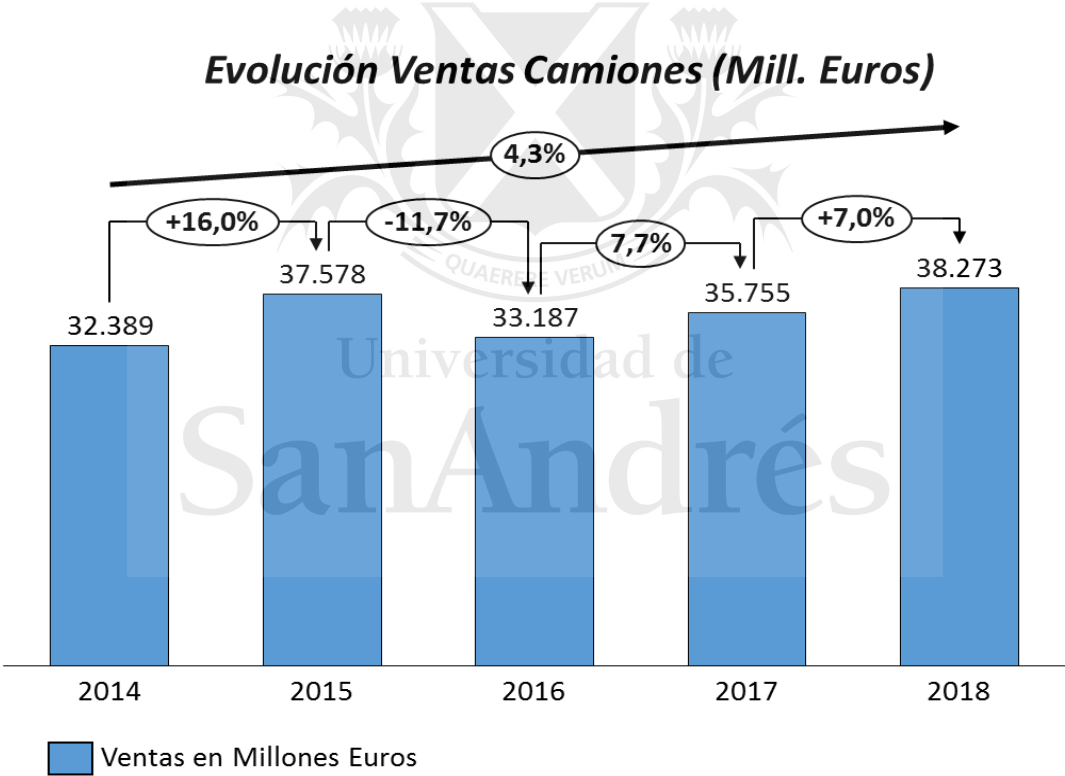


Gráfico 17- Fuente: Daimler- "Annual Report" (2018) - Elaboración propia.

## Unidades Vendidas Camiones (Mill.)

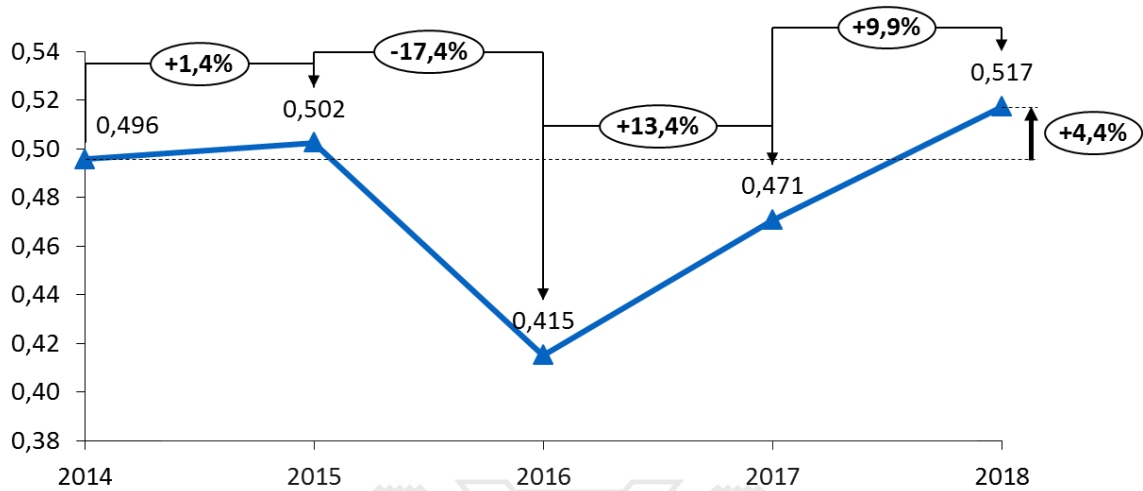


Gráfico 18- Fuente: Daimler- "Annual Report" (2018) - Elaboración propia.

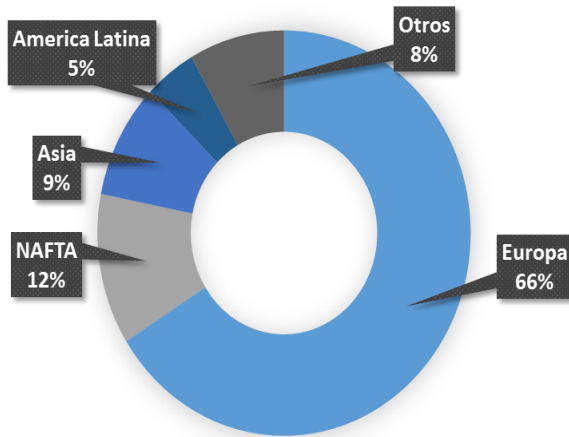
Por último, en cuanto a inversión en investigación y desarrollo esta unidad disminuyó levemente en el último año siendo en 2018 1.295 Millones de Euros y el año anterior había sido 1.322 Millones.

### Mercedes Benz Utilitarios

Mercedes Benz Utilitarios<sup>8</sup> es la tercera unidad de negocio, quitando a la compañía financiera, en nivel de facturación. Esta unidad cuenta con 10 plantas productoras de las cuales 5 están ubicadas en Europa y el resto se encuentran divididas 1 en Asia, 1 en Estados Unidos, 1 en América Latina (Argentina) y 2 en Rusia. En Utilitarios solo operan dos marcas que son Mercedes Benz y Freightliner, sin embargo la primera es la que tiene un volumen representativo, ya que entre los modelos Sprinter y Vito (ambos de Mercedes Benz) representan el 75% del volumen total. Utilitarios durante 2018 vendió 421.401 unidades y facturó 13.626 Millones de Euros, lo que resultó en un 5% de crecimiento en volumen y un 4% en facturación con respecto al año anterior. En cuanto a la distribución por mercado, vemos que Europa es el principal con un 66% de participación y un share del 15%, seguido por el NAFTA con un 12%, con una porción de mercado del 8%. A continuación el gráfico con la apertura:

<sup>8</sup> Daimler – "Annual Report" (2018) – Recuperado de: <https://www.daimler.com/investors/reports-news/annual-reports/2018/>

**Ventas por Región - Utilitarios**



**Participación por Modelo - Utilitarios**

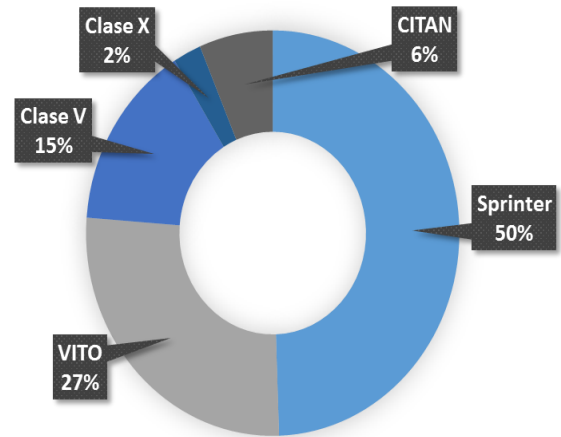


Gráfico 19- Fuente: Daimler- "Annual Report" (2018) - Elaboración propia.

En cuanto al mix, la misma posee una alta participación de Sprinter y Vito, sin embargo está atravesando un proceso de cambio profundo en sus modelos, con el desarrollo de la nueva Sprinter y la aparición de la clase X (pick up). El inconveniente que atraviesa es que los modelos VITO, Pick Up y Citan tienen muy bajos márgenes de rentabilidad y ante una nueva Sprinter con gastos de desarrollo importantes, han llevado a que el margen operativo caiga tal como se explicará posteriormente.

La unidad de negocio en cuestión alcanzó el máximo volumen histórico en el año 2018 y un crecimiento en facturación del 8,1% en los últimos 5 años, mientras que en volumen creció un 43% en el mismo período.

### Evolución Ventas Utilitarios (Mill. Euros)

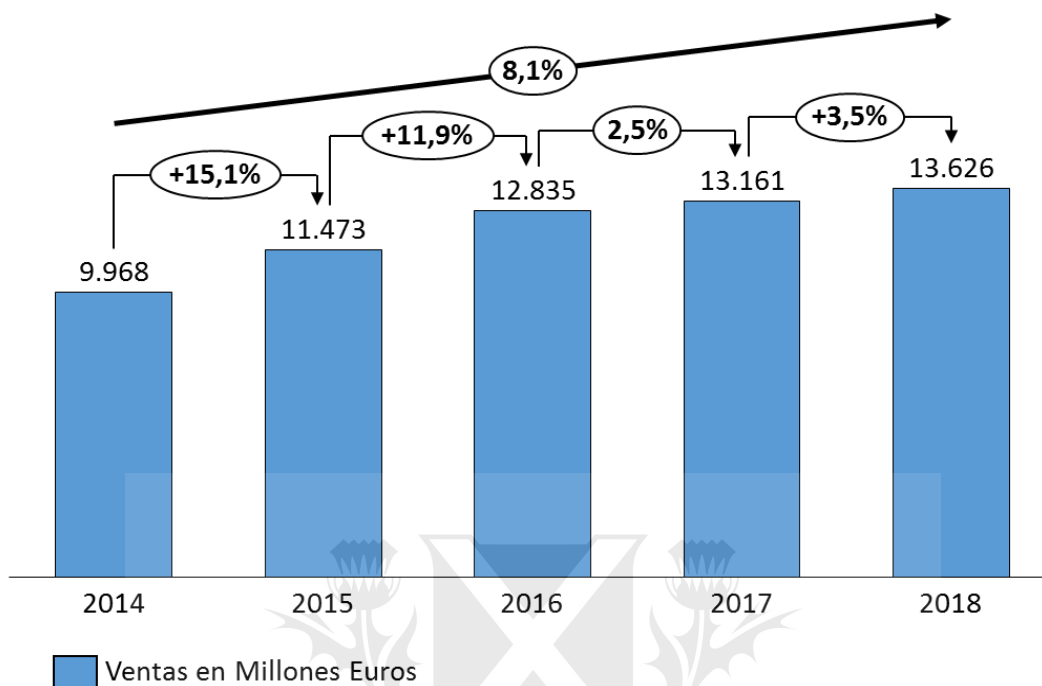


Gráfico 20- Fuente: Daimler- "Annual Report" (2018) - Elaboración propia.

### Unidades Vendidas Utilitarios (Mill.)

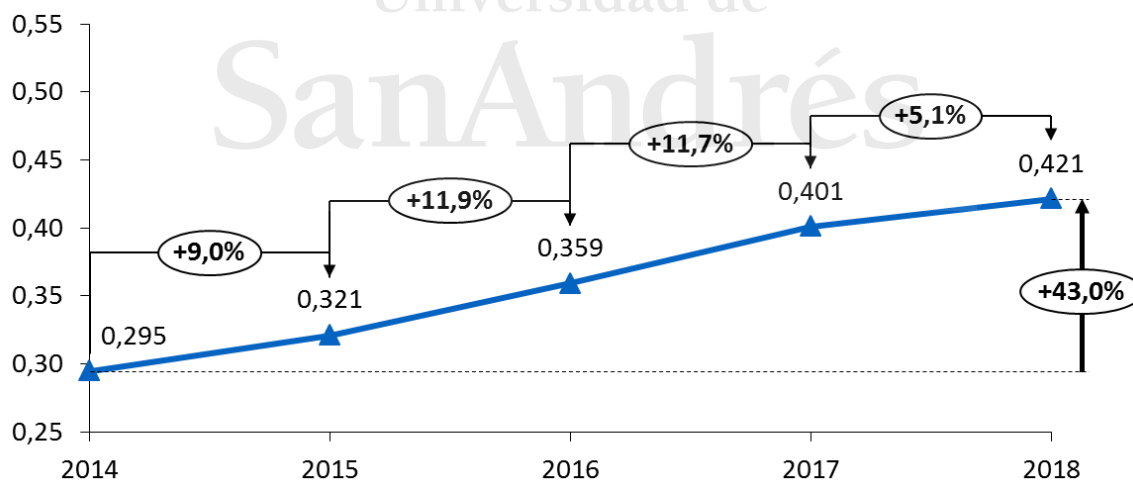


Gráfico 21- Fuente: Daimler- "Annual Report" (2018) - Elaboración propia.

Por último la investigación y desarrollo alcanzó los 666 Millones de Euros, teniendo un incremento con respecto al 2017 que había sido de 565 Millones.

## Daimler Micros

Daimler Micros<sup>9</sup> es la Unidad con menor facturación de la compañía pero es aquella que cuenta con la mayor porción de mercado en las regiones más importantes. La Unidad de negocio cuenta con 14 plantas productoras de las cuales 7 se encuentran en Europa, 3 en América Latina, 2 en Asia, 1 en México y 1 en Sudáfrica. A su vez opera con 3 marcas que son Mercedes Benz, Sethra (vehículos de media y larga distancia) y BharatBenz.

Micros vendió 30.888 unidades durante 2018 y facturó 4.529 Millones de Euros, lo que representó un 8% de crecimiento de volumen pero se mantuvo constante en facturación. En cuanto a la distribución de la misma el 44% se logra en América Latina, seguido por un 30% en Europa. Tal como mencionaba anteriormente en estas dos regiones posee un 30% y un 52% de share respectivamente, lo que implica que posee una alta ventaja competitiva dentro de la industria en esas regiones. A continuación el gráfico de volumen por mercados:

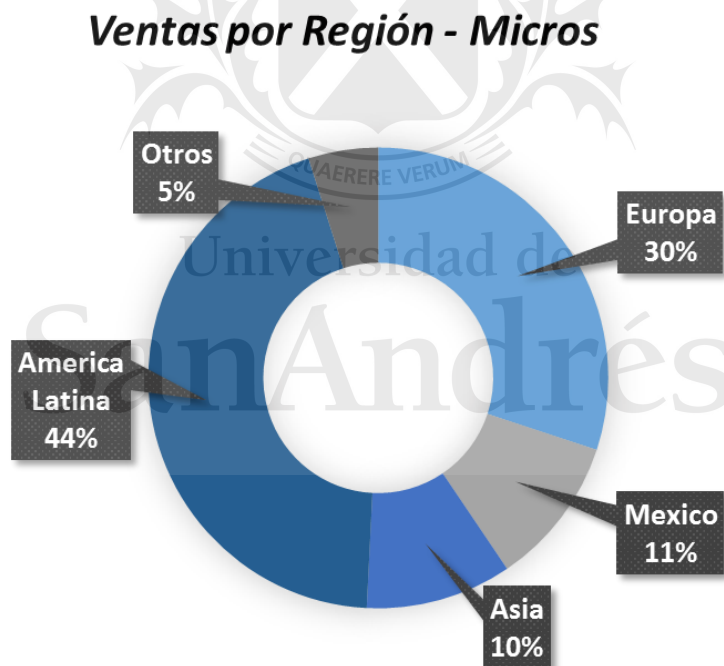


Gráfico 22- Fuente: Daimler- "Annual Report" (2018) - Elaboración propia.

Micros es la única unidad que sufrió caída de volumen en los últimos 5 años y esto se vincula principalmente a la crisis sufrida en Latinoamérica que como se vio en el gráfico anterior, representa

<sup>9</sup> Daimler- "Annual report" (2018)- Recuperado de: <https://www.daimler.com/investors/reports-news/annual-reports/2018/>

la mayor porción del volumen. Sin embargo, la facturación ha logrado crecer un 1.8% durante este período. En los siguientes gráficos se puede visualizar lo antes mencionado:

### **Evolución Ventas Micros (Mill. Euros)**

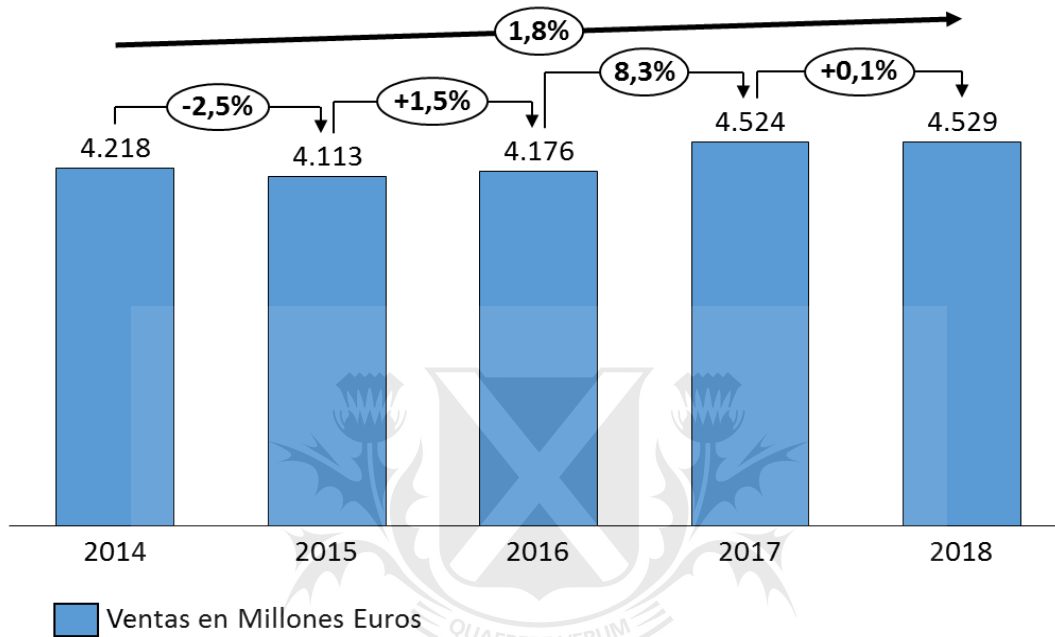


Gráfico 23- Fuente: Daimler- "Annual Report" (2018) - Elaboración propia.

### **Unidades Vendidas Micros (Mill.)**

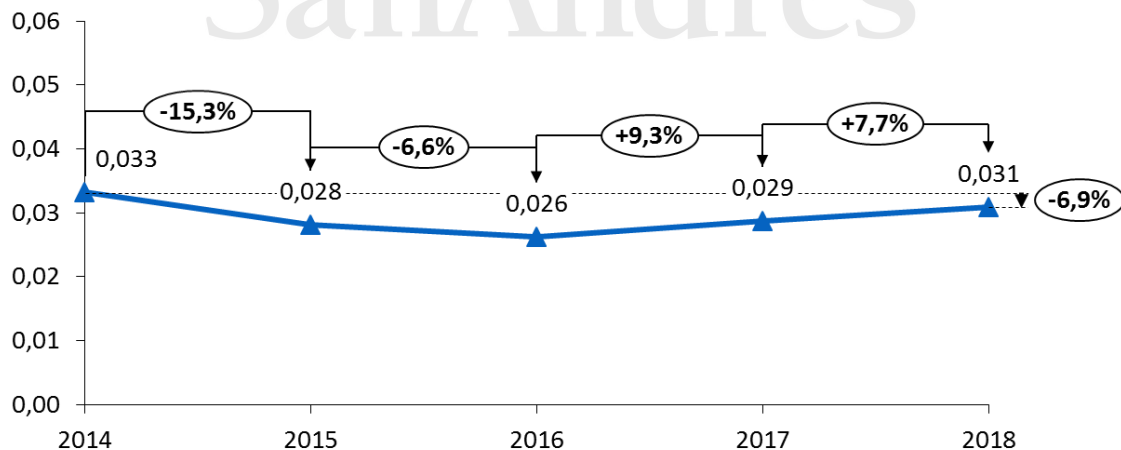


Gráfico 24- Fuente: Daimler- "Annual Report" (2018) - Elaboración propia.

Por último Micros es la Unidad con menor inversión en investigación y desarrollo teniendo un valor de 199 Millones de Euros, valor que fue constante entre los últimos dos años.



## Daimler Compañía Financiera

Por último y como la unidad que se encarga de prestar servicios encontramos a la compañía financiera. La misma se encarga de prestar servicios de Leasing, seguros y financiaciones y es la encargada del desarrollo en lo vinculado a los cambios en la movilidad. En el año 2018 llevó a cabo por ejemplo una alianza con BMW para el desarrollo de una plataforma para el alquiler / préstamo de unidades.

Los puntos más importantes para destacar son los siguientes:

- La rentabilidad de 2018 fue de 1.384 millones de Euros, lo que alcanzó el menor nivel de los últimos 5 años, sin embargo, la rentabilidad fue del 11%, que si bien fue menor al 17,7% alcanzado en 2017, supera el 8% promedio que tuvo durante los años 2014 a 2016.
- El volumen de ventas alcanzó un máximo histórico con un valor de 26.269 Millones de Euros, lo que refleja un crecimiento del 13,2% con respecto a los últimos 5 años.
- La mayor participación se da en América con un 36% de los contratos y luego Europa con un 42%. La restante participación se distribuye entre África y Asia.

Por último y a modo de resumen de las Unidades de Negocio, se puede ver en el gráfico a continuación la evolución en el crecimiento de cada Unidad durante los últimos 4 años:

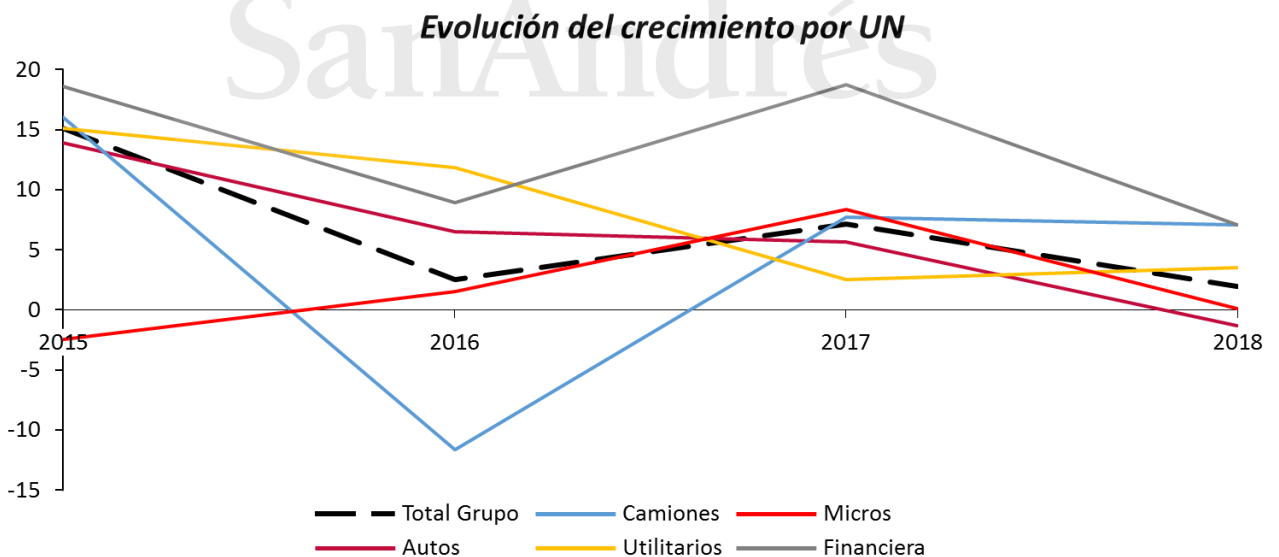


Gráfico 25- Fuente: Daimler – “Annual Report” (2018) – Elaboración propia

Con este gráfico se puede ver que el pico de crecimiento se dio en el año 2017 como salida a un 2016 de crecimientos más bajos. Hacia el 2018 todas las unidades de negocio salvo Utilitarios disminuyeron su aumento y como vimos autos fue negativo y Micros se mantuvo igual que el año anterior. A su vez y tal lo que refleja la tabla anterior el total compañía está altamente impactado por el comportamiento de Autos y Camiones, mientras que lo llamativo se da en que Utilitarios ha tenido un comportamiento opuesto al resto de las unidades y Micros tiene márgenes de crecimiento muy bajos, afectado también por un mercado que tiene una baja tasa.

## Análisis de la Industria

### Aspectos Generales

La industria automotriz tiene como principal característica ser cíclica, es decir que exagera el ciclo económico en el cual se encuentra operando. En la actualidad los volúmenes se encuentran en los máximos históricos y los márgenes de rentabilidad positivos cercanos al 5% (EBIT / Ventas). Las empresas que la componen cuentan con un apalancamiento operativo alto, es decir que su estructura de costos fijos es elevada, y es por ello que en los momentos en los que el mercado está en baja, los resultados tienden a ser negativos y no se tiene una respuesta rápida ante los cambios, ya que tienden a ser sus operaciones muy estructuradas y programadas.

Esta industria produce y vende anualmente aproximadamente 95 Millones de unidades (incluyendo autos y vehículos comerciales), siendo los principales mercados Estados Unidos, China y Europa. En el siguiente gráfico se presenta la distribución porcentual de las ventas por continente en el año 2018 de toda la industria<sup>10</sup>:

---

<sup>10</sup> OICA – “Production Statistics” (2018)- Recuperado de: <http://www.oica.net/production-statistics/>

### % Ventas por Región – Total Industria

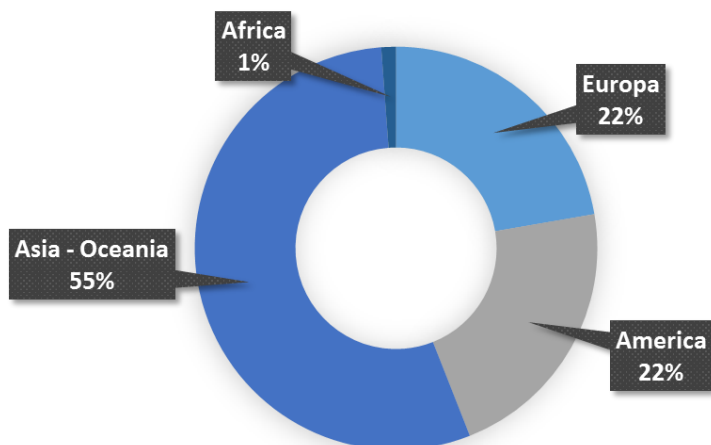


Gráfico 26- Fuente: OICA- "Production statistics" (2018) - Elaboración propia.

Del gráfico expuesto cabe mencionar que Estados Unidos representa el 54% del volumen de América y China el 53% de Asia y Oceanía, vendiendo anualmente 11 millones de Unidades el primero y 27 millones el segundo.

La condición de ciclicidad mencionada, se puede apreciar en el siguiente gráfico donde muestra la evolución de ventas de unidades entre el 2006 y 2018, y se presenta una caída del 4,5% en 2008 y otro 4% en 2009, principalmente afectado por la crisis mundial sufrida en esos años y que principalmente afecto a los Estados Unidos:

### Unidades Vendidas Total Industria (Mill.)

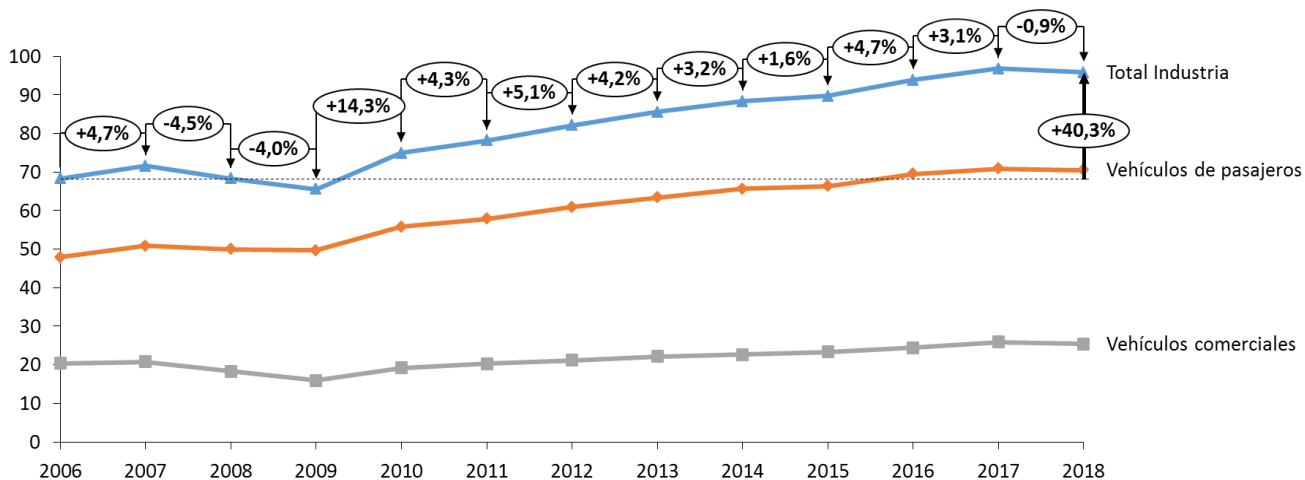


Gráfico 27- Fuente: OICA- "Production statistics" (2018) - Elaboración propia.

En el gráfico se aprecia que en los años de crisis se presentan caídas significativas mientras que para el año 2010 se dio una recuperación del 14% y luego la industria mantuvo su crecimiento habitual del 4% promedio.

Por otra parte, si bien existen más productoras, las 10 principales en facturación a nivel mundial son:

- Toyota (Japón).
- Volkswagen (Alemania).
- Daimler (Alemania).
- General Motors (Estados Unidos).
- Ford Motors (Estados Unidos).
- Honda Motors (Japón).
- Fiat Chrysler (Italia / Estados Unidos).
- SAIC Motors (China).
- BMW Group (Alemania).
- Nissan – Renault (Japón / Francia).

### Evolución por región

Como se mencionó en el apartado anterior, la industria genera sus principales resultados y volúmenes en China, Estados Unidos y Europa. Es por ello, que a continuación se presenta una breve descripción de la situación por región de la industria:

#### Europa:

La demanda de autos en Europa se mantuvo constante entre el 2017 y 2018 mientras que los vehículos comerciales crecieron un 2%. Esto se debe a que por un lado se considera que los volúmenes de los últimos años se encontraban en valores muy elevados y que no podría mantenerse el mismo margen de crecimiento, y por otro lado la aparición de la nueva prueba para certificación de vehículos (WLTP) que tuvo un impacto negativo en los últimos meses del año. Al revisar los países puntualmente, Alemania tuvo una demanda constante mientras que Francia creció un 3%. La principal caída se dio en el Reino Unido con un 7% de baja, que fue compensada por los países de Europa Central. La situación de Turquía afectó negativamente experimentando una caída del 30% con respecto al año anterior.

Vinculado con las ventas de vehículos, se puede ver que la misma creció solo un 1,1% en los últimos 5 años, lo que indica que la industria se encuentra en una etapa de madurez y no muestra grandes perspectivas de evolucionar en volumen para los próximos años.

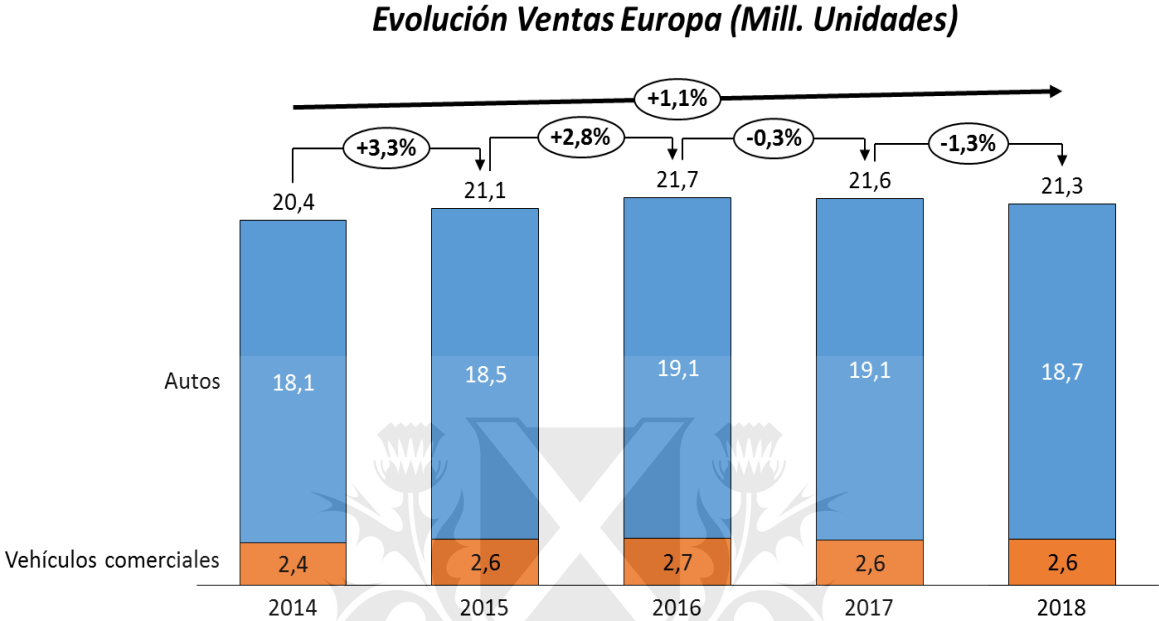


Gráfico 28- Fuente: OICA- "Production statistics" (2018) - Elaboración propia.

Estados Unidos:

La demanda en Estados Unidos se mantuvo constante durante el último año en niveles elevados, superando las 11 millones de Unidades. Es importante destacar que el ambiente económico en el país favoreció a la industria y permitió mantener el volumen de unidades mencionado. Un ejemplo es la caída del precio de los combustibles y a su vez se dio una mejora en el mercado laboral lo que llevo al aumento del consumo. Por otra parte, se dio un aumento de tasas durante el 2018, lo que da un indicio de que durante 2019 la demanda de vehículos puede llegar a sufrirlo y disminuir su volumen. Otro aspecto clave es el incremento del 80% en la venta de vehículos eléctricos, que si bien no tienen un peso importante en el total de la industria, refleja una tasa de crecimiento muy elevada y anticipa que en un futuro puede incrementar su participación.

Quizás otro aspecto a destacar de este país, es la participación de los vehículos comerciales, que representan actualmente el 75% del mercado, pero que se ha pasado del 64% en 2015 al 75% mencionado en 2018.

En cuanto a la evolución de las ventas en el país, se puede ver que en 2016 se dio un pico, alcanzando las 16 millones de unidades, pero sin embargo al año siguiente volvió a descender a valores cercanos al 2011. La perspectiva de los analistas es que se mantengan durante 2019 los niveles del año 2018 o hasta que pueda sufrir alguna caída.

**Evolución Ventas Estados Unidos (Mill. Unidades)**

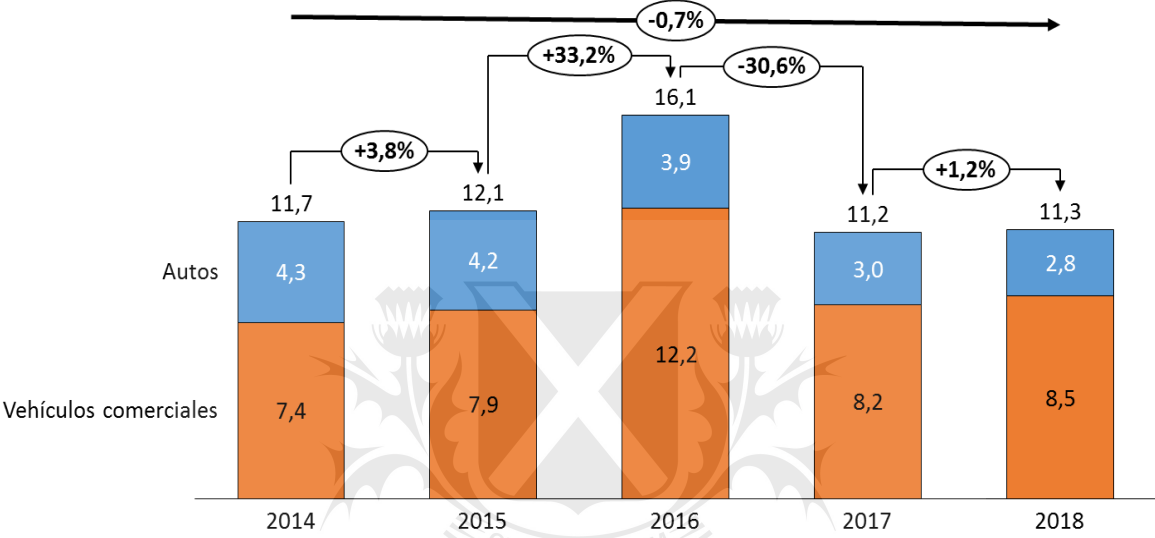


Gráfico 29- Fuente: OICA- "Production statistics" (2018) - Elaboración propia.

China:

La demanda en China disminuyó por primera vez en los últimos 10 años, lo que llevó al total de la industria a caer casi un 1%. Esta situación se dio por un lado por la discontinuación de los incentivos impositivos con los que contaba la industria los últimos años, y por otro, por la incertidumbre generada por la guerra comercial con los Estados Unidos. Cabe destacar como se mencionó previamente, que este es el mercado más grande de la industria, y este tipo de efectos negativos revierten la tendencia total del mercado, pero por otro lado, se debe considerar que es el país que más registraciones de autos eléctricos tiene, y por ello deben las empresas prestar especial atención al desarrollo de la tecnología si quieren mantener sus participaciones relativas en la industria. En el último año la participación de estos vehículos sobre el total paso de 1,4% a 2,4%, superando a Estados Unidos en 1,4% de participación ya que para el país Americano solo representa el 1% del total de su industria.

Al analizar las ventas, hasta 2018 se registraban valores positivos de crecimiento y principalmente en 2016 (al igual que lo sucedido en Estados Unidos) donde se alcanzó un 14,4% de crecimiento y luego regreso al promedio del 3%. Existe mucha incertidumbre sobre lo que sucederá en este mercado debido a la continuidad de la guerra comercial y al desarrollo de los vehículos eléctricos y su participación a nivel total.

A continuación la evolución de las ventas de Unidades de los últimos 5 años:

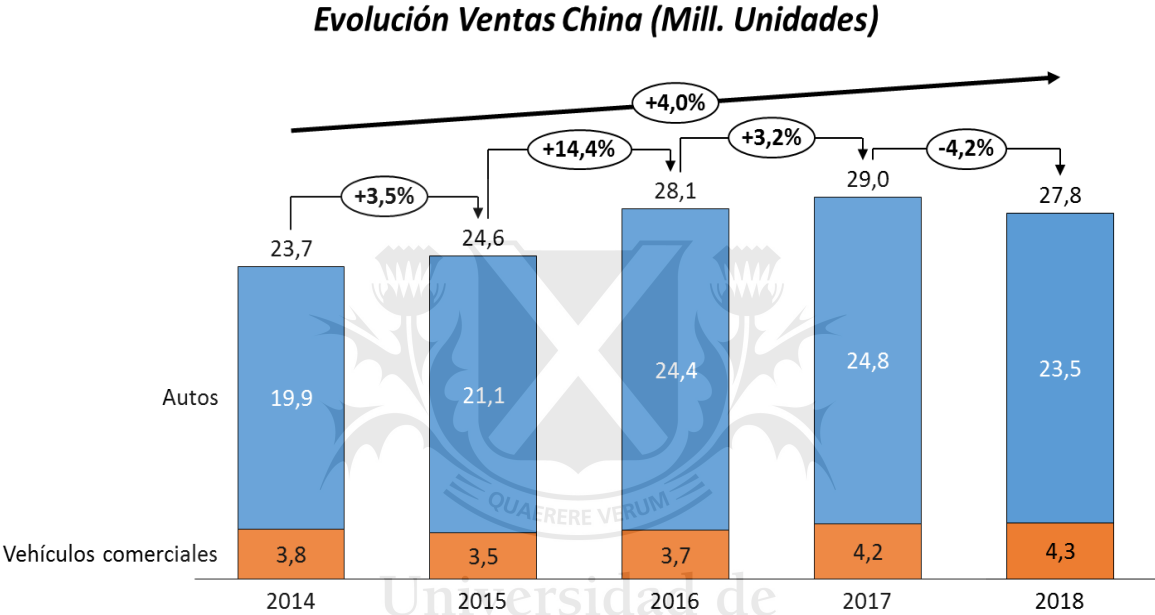


Gráfico 30- Fuente: OICA- "Production statistics" (2018) - Elaboración propia.

**Nuevas Tendencias de la Industria**

La industria automotriz se encuentra en una profunda etapa de cambio, principalmente vinculada a la incorporación de las nuevas tecnologías y en las preferencias de consumo de los usuarios. Cabe destacar que en este caso la velocidad de los cambios no es el principal factor a considerar en esta nueva ola de innovaciones, sino que el problema son la cantidad de innovaciones necesarias y el incremento significativo de los costos para poder llevarlas a cabo. Algunos ejemplos son los servicios de conectividad o los servicios digitales, que llevan a la incorporación de componentes mucho más costosos para los vehículos. El cambio fundamental está en que el interior del vehículo pase a ser un mejor ambiente para el pasajero y así llegar a los vehículos autónomos donde la persona realiza el traslado sin necesidad de conducir el vehículo.

Debido a estos incrementos en costos<sup>11</sup>, los grupos automotrices han comenzado una ola de alianzas y acuerdos de cooperación, con el fin de compartir plataformas y gastos fijos y lograr optimizar las inversiones. Está comprobado que los clientes no compran vehículos por el chasis, por ello por ejemplo Nissan y Daimler realizaron un acuerdo para fabricar en conjunto el chasis de los modelos “Nissan Infinity QX30” y los modelos de mercedes “CLA y GLA” o Ford con General Motors que se asociaron para confeccionar una nueva transmisión de 10 marchas. Estos casos son similares a lo ocurrido en la industria aeronáutica, donde con el paso de los años las distintas compañías se especializaron algunas en el desarrollo de los motores, otras en el diseño y luego pasaron a compartir ambas cosas. Otro ejemplo es el nuevo acuerdo entre Daimler con BMW para el desarrollo de una plataforma de “car sharing”, una de las nuevas tendencias de la industria y donde principalmente buscan combinar la experiencia de ambas automotrices para alcanzar de mejor manera al cliente.

Igualmente, es fundamental destacar que las operaciones de Fusiones y Adquisiciones son habituales en la industria, ya que salvo en 2015 donde alcanzó un record, el resto en los últimos años siempre supero los 20 mil millones de dólares por año y por operación, opera entre los 460 millones de dólares y los 594 millones. En el siguiente gráfico se puede observar la evolución:

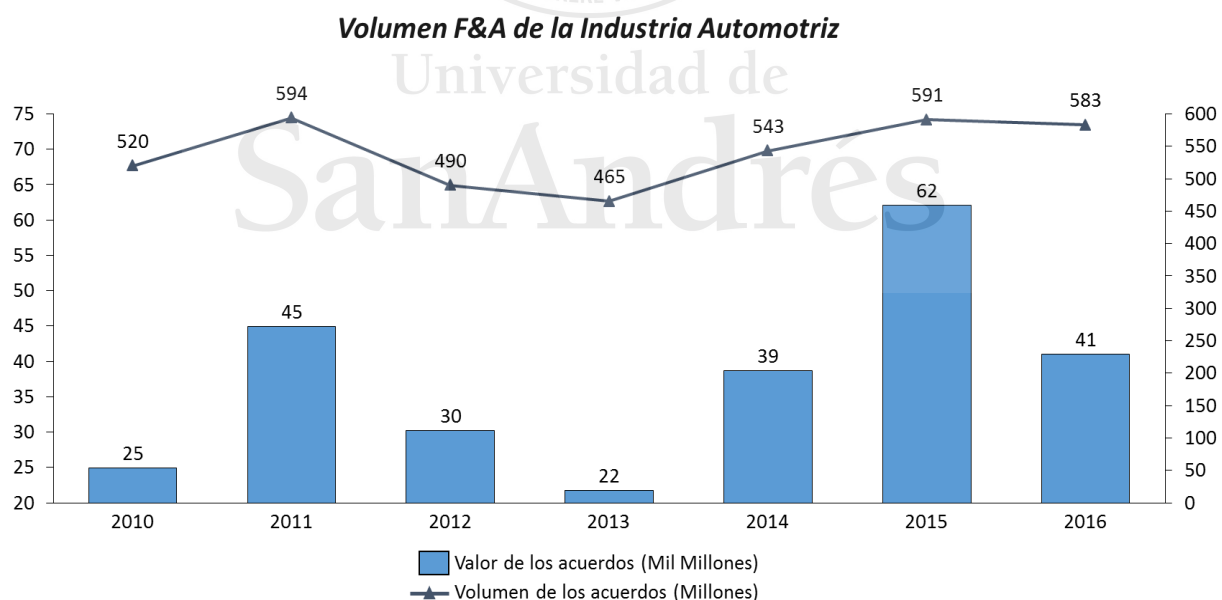


Gráfico 31- Fuente: PWC Deals- “Global Automotive M&A Deals Insights” (2017)- Elaboración propia.

<sup>11</sup> PWC - “2017 Industry Trends, The future depends on improving returns of capital” (2018)- Recuperado de: <https://www.strategyand.pwc.com/trend/2017-automotive-industry-trends>



Otro costo que la industria está buscando reducir es el vinculado a la distribución. Aproximadamente el 15% de los costos del vehículo se relacionan con la distribución y es por ello que por ejemplo las ventas a flotas son más económicas que las ventas al por menor. La búsqueda de mejorar el canal de ventas también trae aparejado la optimización de los inventarios, ya que muchas veces con la metodología actual, los mismos no son eficientes y generan altos costos de inmovilización. El principal canal que se está desarrollando es el web, ya que existe una tendencia del consumidor de realizar la investigación por este medio y no en los concesionarios en persona.

Yendo más profundo en las nuevas tendencias, la consultora PWC <sup>12</sup>define que estas tendencias pueden verse en 5 aspectos principales que definió con la palabra “eacsy” por sus iniciales en inglés de “Electrified” (eléctrico), “Autonomous” (autónomo), “Shared” (compartido), “Connected” (conectado) y “Yearly Updated” (actualizado). La movilidad en el futuro va a tender a ser más simple, flexible y adaptada a los clientes y se espera que para el año 2030 la mayoría de los vehículos fabricados (en Europa el 55% por ejemplo) serán eléctricos y autónomos. Estas características del auto del futuro tienen parte de su sustento en la búsqueda de la reducción de emisiones y el aspecto medioambiental, mayor aprovechamiento del tiempo por parte de las personas y mayor accesibilidad por la no necesidad de licencias de conducir.

A continuación una breve explicación de cada punto:

- “Eléctrico”: La transición a cero emisiones depende principalmente de lograr electrificar los componentes más importantes del vehículo y para ello se necesita el desarrollo de los proveedores de partes y la creación de la infraestructura para poder cargarlos. Además, la principal búsqueda es realizarlo con energías renovables y por ello se busca que sea una iniciativa a nivel mundial, ya que es muy difícil si no se obtiene la “escala” suficiente, lograr ser rentable con estos autos.
- “Autónomos”: El rápido desarrollo en áreas como la inteligencia artificial han logrado que se pueda avanzar en el desarrollo de vehículos con esta tecnología donde no se requiere la intervención del humano en la conducción. Aquí el desafío se encuentra en no solo la implementación de la tecnología y alcanzar la rentabilidad deseada, sino en las regulaciones legales que pueda tener, ya que por ejemplo en caso de un accidente debe definirse el responsable, y eso aún no se encuentra tratado por las distintas legislaciones. Hasta que no se dé un desarrollo en este ámbito, se ve difícil la implementación de vehículos 100%

---

<sup>12</sup> PWC- “Five trends transforming the Automotive Industry” (2018)

autónomos, aunque sí ya se pueden ver ciertas formas de automatización pero con la necesidad de participación del conductor.

- “Compartidos (Shared)”: Este aspecto se ha desarrollado principalmente en las grandes ciudades y existen plataformas que se han especializado en este aspecto (por ejemplo Uber). Para la industria automotriz, se estima que será rentable al momento en que se logre el punto anterior y los vehículos sean autónomos, sobre todo cuando no se está en las grandes ciudades donde existe mayor demanda.
- “Conectados”: esto principalmente se ve afectado por el desarrollo de las redes sociales y de aplicaciones. Aquí el concepto es que el vehículo se encuentre conectado a la infraestructura de transporte y por ejemplo optimizar las rutas para la reducción de tiempos de traslado. A su vez está la búsqueda de que el viaje en sí sea más placentero para el pasajero y pueda tener un uso total de los servicios multimedia por ejemplo.
- “Actualizados (Yearly updated)”: Este punto está principalmente vinculado al ciclo de vida de los autos, los cuales anteriormente rondaban los 5 a 8 años y ahora pueden reducirse debido a la necesidad de la innovación continua. Si bien no se estima que un consumidor cambie todos los años un vehículo, si se debe encontrar la manera de que dichas actualizaciones lleguen a los mismos sin la necesidad de la compra ante cada cambio de modelo (ejemplo con el los autos compartidos podrían acceder sin necesidad de comprar el auto).

Todos estos aspectos desde la perspectiva del cliente tienen grandes beneficios, entre los cuales se pueden mencionar la facilidad para manejar, un acceso más económico, mayor seguridad y mejorar el confort.

Sumado a lo previamente expuesto, la consultora expone que el desarrollo del mercado tendrá su comienzo en el usuario y luego la reorientación de la industria se basará en estos tres principales factores:

1. Factores externos:

- a. Cambios en los hábitos de movilidad: se prevé un cambio radical en los hábitos de la movilidad y se espera que una vez que las regulaciones se adapten, para el año 2030, uno de cada tres kilómetros recorridos será en autos compartidos y en autos autónomos. Este desarrollo se espera que se realice de manera más acelerada en China y en igual velocidad en Estados Unidos y Europa.

- b. Aumento en la cantidad de Kilómetros recorridos por persona: entre el aumento de la población y la tendencia a una mayor accesibilidad al transporte, se estima que la cantidad de kilómetros recorridos por persona se incrementará, lo que puede llevar a la necesidad de mayor mantenimiento de vehículos y a su vez de una aceleración en la demanda de los mismos. Cabe destacar que también hay una tendencia a no solo aumentar la cantidad de Kilómetros por persona sino que también se debe evaluar por vehículo, ya que se estima que la ocupación por vehículo que hoy en día se encuentra en los 1.3, podría como mínimo duplicarse.
  - c. Uso más intensivo de los autos: entre los vehículos autónomos y los compartidos, se estima que se aumentará la intensidad de uso de los autos, ya que por ejemplo al compartirlos, se da la situación que el vehículo este menos tiempo parado y más tiempo circulando y ello lleva a un mayor desgaste y una necesidad de reemplazo con mayor frecuencia.
2. Enfoque en los resultados:
- a. Reducción de inventarios: basado en un incremento en el uso de las flotas, se estima que se necesitarán menor cantidad de vehículos inmovilizados y por ende será un menor requerimiento de inventarios. Se cree que aproximadamente se reducirá un 25% los volúmenes de inventarios.
  - b. Incremento de ventas: con la aceleración en la necesidad de cambio de unidades, se estima que las ventas se incrementarán. Para el 2030 se apunta a un aumento de la demanda del 20% en Europa y Estados Unidos y un 30% en China. Por otro lado, se prevé que luego de realizar la renovación del parque automotor, en un muy largo plazo las ventas pueden llegar a disminuir.
  - c. Efecto positivo de la electrificación y la tecnología necesaria para vehículos autónomos: uno de los mayores beneficios y desafíos está en que ambas tecnologías generan beneficios mutuos y por ende reducen costos en su implementación.
3. Implicancias:
- a. Distribución rápida de los gastos de Investigación y Desarrollo: se prevé un cambio en la distribución de los gastos, donde caerá aproximadamente un 19% los mismos destinados a la inversión en variedad de modelos y esto se orientará al desarrollo de las tecnologías. Es destacable que cuando se presentan las 10 empresas con

mayor inversión en innovación, la única automotriz que figura es Tesla, situación que de acuerdo a lo descrito debería modificarse ampliándose la cantidad de compañías de la industria que figuren entre las 10 primeras.

- b. Decisiones de largo plazo en cuanto a estructura se darán entre 2020 y 2025: Durante este período de tiempo se darán las principales decisiones y estrategias para redefinir los márgenes y los caminos que tomarán las empresas para ser rentables y sobre todo aumentar sus márgenes. Uno de los principales desafíos se encuentra en alcanzar la escala necesaria para que los autos con estas tecnologías sean rentables.
- c. Nuevo modelo de negocio basado no solo en ventas y producción: En el futuro no pueden las empresas solo orientarse al desarrollo de las ventas y producción, sino que necesitan hacer foco en los clientes y en la “nueva industria”. El nuevo concepto de que el cliente no es un comprador sino un usuario, es uno de los principales cambios que la industria deberá asimilar.

Todos estos aspectos mencionados deben ser tenidos en cuenta por las compañías automotrices en función de adaptarse a esta nueva revolución y no quedar fuera del mercado.

### Análisis competitivo

A la hora de revisar el análisis competitivo de la industria, una buena medida es utilizar las cinco fuerzas de Porter, ya que con dicho análisis se pueden identificar las amenazas, la posición competitiva y su relación con clientes y proveedores.

## 5 Fuerzas de Porter

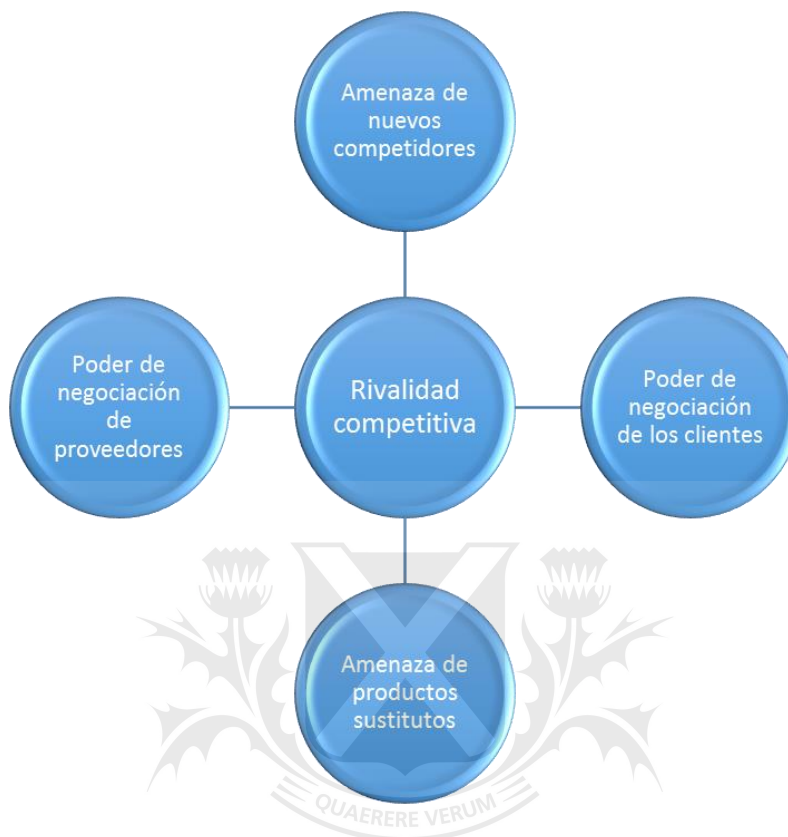


Gráfico 32- Fuente: Elaboración propia.

- **Poder de negociación con los proveedores:** En este punto se entiende que el poder de negociación de las empresas de la industria con sus proveedores es alto, ya que para sus principales componentes o servicios requeridos existen gran cantidad de empresas proveedoras de los mismos. Entre los más importantes se pueden mencionar metales como el acero, cobre y aluminio y entre los servicios por ejemplo los logísticos con servicios de fletes terrestres, marítimos y aéreos. Para todos estos casos se pueden mencionar gran cantidad de empresas dedicadas a estos rubros y a su vez gran parte de estos pueden definirse como commodities (el aluminio por ejemplo). Es por ello que en caso de requerir un cambio de proveedor, las empresas de la industria podrían realizarlo casi sin problemas, y visto desde el lado del proveedor, cada uno de ellos suele prestar sus servicios / productos a 2 o 3 automotrices, con lo cual de perder una podría implicar un problema en su economía que podría llevarlo a la quiebra. Si puede mencionarse un riesgo que es el caso del quiebre de stock, pero el riesgo medido en la industria para que suceda es bajo. En cuanto a los

repuestos, cabe destacar que gran parte de éstos son fabricados por los mismos grupos automotrices.

- **Poder de negociación con los clientes:** Aquí uno de los puntos que vuelve a la industria muy competitiva, y es que los clientes tienen muchas facilidades para pasar de una marca a otra. En los últimos tiempos se ha vuelto muy difícil para las empresas lograr la fidelidad de los clientes, y eso ha vuelto el entorno mucho más competitivo. Otro aspecto a considerar es que los lanzamientos de vehículos son cada vez un desafío mayor para las empresas ya que si no son del agrado de los clientes las mismas suelen fracasar y no alcanzar los volúmenes deseados. Por último, un cambio en las preferencias de consumo puede implicar una pérdida de márgenes, ya que no todos los segmentos de autos tienen la misma rentabilidad y los movimientos de uno a otro generan alto impacto en los márgenes.
- **Amenaza de productos sustitutos:** al referirse a sustitutos de la industria, es necesario pensar en todo medio de transporte que no sean autos o colectivos, como podrían ser los trenes. Un ejemplo de una amenaza de sustitutos que sucedió en la Argentina es la aparición con fuerza de las compañías aéreas denominadas “low cost”, donde lo que sucedió es que desplazaron en las preferencias del consumidor a los micros de larga distancia, y las empresas que prestaban dicho servicio quedaron muy expuestas y la gran mayoría atraviesa una difícil situación económica. En cuanto se den situaciones de este tipo y cambien los medios de transporte buscados por las personas, pueden aparecer este tipo de sustitutos que afecten de manera negativa a la industria.
- **Rivalidad competitiva:** A nivel mundial se puede reconocer que existe una alta rivalidad competitiva, ya que al evaluar los principales jugadores, vemos que dentro de los 10 más importantes no existen diferencias sustanciales o alguno que lidere de manera única el mercado, sino que las porciones de mercado se reparten de manera pareja y dependiendo la región entre cada uno de ellos. Actualmente no se poseen ventajas competitivas que perduren en el tiempo y esta es una de las causas por lo cual sucede lo mencionado. Hoy en día la competencia se basa en precios, descuentos y niveles de financiamiento, estrategias que afectan los márgenes, y no se encuentran ventajas en otros factores que sean más duraderos. Quizás uno de los desafíos como se expuso previamente es encontrar en las nuevas tecnologías y desarrollos, diferenciaciones que hagan incrementar la fidelidad del cliente y la retención del mismo.

- **Amenaza de nuevos competidores:** históricamente la industria planteó altas barreras de entrada, principalmente dadas por la alta estructura de costos fijos y la necesidad de alcanzar una escala determinada para poder ser rentable. Cabe destacar que para los próximos años, pueden aparecer nuevos jugadores como puede ser Google por ejemplo, y que si bien no es una empresa automotriz, puede volverse un competidor debido a las tecnologías que poseen y la intención en desarrollar vehículos autónomos.

Vinculado al análisis competitivo, es fundamental analizar las ventajas competitivas que pueden obtener los jugadores de la industria. En la actualidad se puede ver que no existe una ventaja que sea sostenible en el tiempo, ya que sea por costos o por diferenciación, en un corto plazo los demás jugadores pueden copiar o desarrollarse de igual manera y en poco tiempo se pierden las ventajas. Para justificar este punto, podemos ver que las preferencias de los consumidores a la hora de realizar una compra, pueden ser muy variadas y dependen de cada cultura. Algunos van a orientarse por la seguridad, otros por diseño, otros por precio o en algún caso por la calidad. En general las empresas pueden orientarse a una o dos de ellas ya que no se pueden abarcar todas las preferencias y por ello al existir clientes para cada una, resulta que la diferenciación no termina siendo una ventaja competitiva para las empresas.

Tal como se mencionó, las nuevas tendencias de la industria llevan a las compañías a replantearse la cadena de valor y las ventajas que pueden generar. Para muchos analistas las empresas deben brindar un servicio de movilidad integral y esta sería la manera de lograr una mayor retención de los clientes. Para ejemplificar este punto, en la Argentina Mercedes Benz para sus vehículos comerciales, desarrolló un esquema de retención del cliente a la que llamo "Solución Integral 360", buscando mejorar la experiencia del mismo con la marca. Principalmente se orientó a las flotas de camiones que son las que generan la mayor porción del volumen en esta unidad de negocio y consistió en el desarrollo de productos para cada etapa de la vida del camión. El esquema se organizó de la siguiente manera:

### Ventaja Competitiva Camiones Argentina



Gráfico 33- Fuente: Elaboración propia.

Tal como se puede ver, se desarrolló un esquema en el cual se prestan servicios financieros en la venta de la unidad, luego durante el ciclo de vida se brindan herramientas al consumidor como contratos de mantenimiento de pago mediante los kilómetros recorridos, fleetboard que ofrece mediante la gestión de la flota ahorros en combustible y monitoreo constante de la unidad, REMAN que otorga el beneficio de Remanufacturar un motor o caja de velocidad entregando el producto roto e instalando el nuevo, reduciendo el tiempo de la unidad parada y la asistencia 24 horas ante cualquier eventualidad que pudiera tener el vehículo. Por último completa con Selec trucks mediante el cual la empresa toma la unidad usada y otorga un descuento significativo para la compra de una nueva unidad Mercedes Benz.

A mi entender, este es un ejemplo de ventaja competitiva que no se basa en diferenciación, sino en servicio otorgado al cliente, y que puede llevar a un aumento de la retención de los mismos.

Para finalizar con el análisis competitivo, se presenta el análisis de Fortalezas, Oportunidades, Debilidades y Amenazas (FODA), según un reporte realizado por Euler Hermes: <sup>13</sup>

<sup>13</sup> Euler Hermes Economic Research - "Global Sector Report: Automotive" (2018)



Fortalezas / oportunidades	Debilidades / Amenazas
Creciente demanda en los mercados emergentes, en línea con las perspectivas del mercado a mediano plazo.	Las ventas de los autos nuevos son cada vez más dependientes de las políticas públicas (como subsidios y exenciones impositivas), políticas monetarias (principalmente por el costo del endeudamiento) y los precios de los autos usados.
Incremento del interés de los clientes en vehículos alternativos y nuevos servicios de movilidad.	Intensificación de los requerimientos relacionados con la protección del medio ambiente (contaminación y emisiones), los cuales involucran grandes inversiones.
La experiencia de los jugadores establecidos del mercado en el diseño, producción y manejo de la cadena de suministro es una fortaleza para cada uno de los productores de estas características.	En el corto plazo, la propuesta de valor de los autos eléctricos todavía presenta deficiencias por los altos costos de las baterías y la expansión de la red de cargas.

Tabla 3- Fuente: Euler Hermes Economic Research - "Global Sector Report: Automotive" (2018)- Elaboración propia.

## Análisis Financiero

En el siguiente análisis financiero, se tomará en cuenta el período 2014-2018 para la mayoría de los ratios / valores analizados, haciendo principal foco en la evolución de los mismos y su comparación con la Industria. Se considera que para evaluar la salud del negocio deben estudiarse en detalle los ratios vinculados con la rentabilidad, actividad y los crediticios, es por ello que se hará una descripción de cada uno de ellos. Por último es necesario destacar que los valores son expresados en Euros que es la moneda de reporte de la compañía.

### Principales ratios de la Industria

Al referirnos al análisis de ratios, podemos encontrar dos funcionalidades principales, como lo son la evaluación de la evolución de la compañía durante los últimos años y a su vez su comparación con los principales competidores que la industria posee. Para ello, es conveniente revisar los ratios de los principales competidores del grupo para ver la posición competitiva de Daimler. Los ratios a analizar son los siguientes:

- 1) ROE.
- 2) ROA.
- 3) ROIC.

- 4) Margen Operativo (EBIT/ VENTAS).
- 5) EBITDA / Ventas.
- 6) Crecimiento de ventas.

Los resultados obtenidos para los grupos que más se pueden asimilar a Daimler fueron los siguientes<sup>14</sup>:

Ratio	Volkswagen	BMW (*)	Ford	GM	Daimler	Promedio Industria
1) ROE	10,36%	12,41%	8,14%	21,79%	11,48%	11,83%
2) ROA	3,04%	2,96%	1,25%	1,96%	3,95%	5,98%
3) ROIC	4,22%	4,12%	1,82%	6,87%	4,06%	10,27%
4) EBIT/ VENTAS	5,50%	7,20%	2,07%	6,25%	6,65%	8,60%
5) EBITDA / Ventas	10,58%	13,00%	9,33%	13,59%	10,42%	12,75%
6) Crecimiento (últimos 5 años)	3,66%	6,11%	1,76%	2,06%	6,50%	3,74%

Tabla 4- Fuente: Reuters (2019)- Elaboración propia

(\*) Solo división Autos

A continuación se presenta una breve explicación de los resultados obtenidos por cada ratio. De las empresas expuestas en la tabla, es prioritario enfocarse en los grupos Volkswagen y BMW, ya que ambos son de origen Alemán y compiten en los principales segmentos donde opera Daimler:

- 1) **ROE:** El ROE mide el retorno obtenido sobre las inversiones pasadas, o en otras palabras la rentabilidad obtenida sobre los fondos propios. De la tabla se puede ver que Daimler posee un ROE por debajo de la industria pero sin embargo se encuentra muy cercano a dicho valor. Por su parte Volkswagen que es a nivel comparativo el grupo más parecido a Daimler en cuanto a los segmentos que compete, posee un ratio menor y BMW fue superior. A continuación podremos ver la evolución de las tres empresas mencionadas:

<sup>14</sup> Reuters (2019) - [www.reuters.com](http://www.reuters.com)

## Evolución ROE Automotrices Alemanas

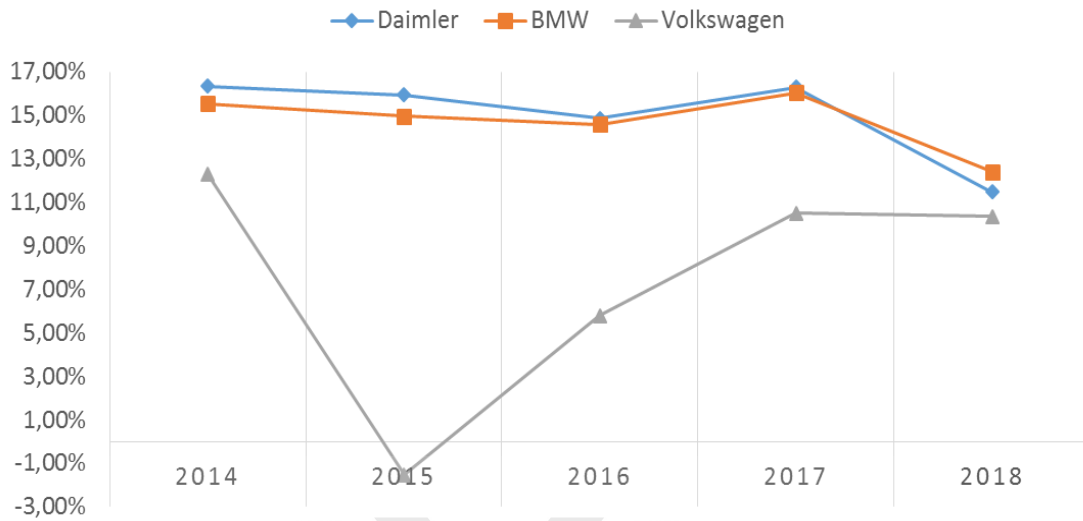


Gráfico 34- Fuente: BMW / Volkswagen / Daimler – “Annual Report” (2018) – Elaboración propia

Al evaluar la evolución, vemos que BMW y Daimler han tenido un comportamiento muy similar, pero durante los últimos años, salvo en el 2018, Daimler ha estado por encima en los retornos sobre el Patrimonio Neto. Distinto es el caso de Volkswagen que sufrió el impacto del “Diesel Gate”, y por ello vemos que tuvo retornos negativos en el 2015 y recién para 2018 logró acercarse al ratio de los otros dos competidores.

Como conclusión sobre este punto, el ROE de estas compañías se encuentra entre 11% y 16%, pero la tendencia es a estar más cercanos al primero (como vimos la industria tiene un 11,83%).

- 2) ROA:** Como se mencionó anteriormente, la Industria automotriz se caracteriza por tener un alto monto de costos fijos, y también se considera que sus activos suelen ser muy elevados. Es por ello que el indicador de retorno sobre activos tiene un papel importante ya que se puede medir el rendimiento sobre el total de los recursos que la empresa utiliza para generarlos. En cuanto a la evaluación de los ratios obtenidos, Daimler cuenta con un valor alto en comparación con los otros competidores, a pesar de que el margen disminuyó el último año. Por otra parte, las Americanas GM y Ford poseen muy bajos ratios ubicándose entre 1,25% y 1,96%, mientras que Volkswagen y BMW en valores muy cercanos al 3%.

**3) ROIC:** Este ratio mide la rentabilidad obtenida sobre el total de capital invertido. Aquí vemos que las empresas analizadas se encuentran por debajo del promedio de la industria, y las empresas Alemanas rondan el 4% de rentabilidad.

Según el PWC<sup>15</sup> en la industria automotriz se encuentra aproximadamente en el 5%, mientras que los retornos del S&P a un año se encuentran en un valor promedio del 10,15%. Aquí lo que se puede visualizar es que la industria está resultando poco atractiva para los inversores, ya sea comparando contra el mercado o bien contra otras industrias, y es por ello que varios analistas estiman que en los próximos años serán pocos los ganadores en la industria. Sobre este punto, se pueden destacar los nuevos desafíos de las terminales automotrices, que se encuentra en una etapa importante de cambios, vinculados principalmente con la evolución tecnológica, y la búsqueda de incrementar los retornos para volverse más atractiva para los inversores. El desafío claramente es hacer el uso eficiente de los recursos principalmente siendo creativos para lograr desempeñarse de buena manera en un ambiente desconocido. Según los analistas entre los años 2020 y 2025 las empresas deben encontrar la manera de compensar la caída de los márgenes por las inversiones y gastos en investigación y desarrollo.

**4) EBIT / Ventas:** el retorno operativo sobre ventas es uno de los ratios más observados para ver la rentabilidad del negocio, ya que mide el margen real operativo del mismo. En este caso, vemos que tanto Daimler como BMW poseen mayor margen que el resto de las empresas y sobre todo aquí se ve la diferencia con GM, que en los otros indicadores daba mayor retorno pero sin embargo cuando se ve el negocio automotriz en sí vemos que los márgenes son menores.

Si bien la industria tiene un 8,6% de rentabilidad y Daimler está por debajo, es para destacar que los años anteriores alcanzo ese valor pero sufrió una caída de márgenes en 2018. Por otro lado, en la comparación con sus principales competidores, el grupo en análisis es más rentable que Volkswagen, que como vimos anteriormente, tuvo un fuerte impacto en 2015 teniendo márgenes negativos y recién en 2018 se acerca a valores más cercanos a las empresas de la industria. BMW sin embargo, muestra mejores márgenes que la marca de la estrella no solo el último año sino cuando vemos la evolución de los últimos 5, lo que

---

<sup>15</sup> PWC - "2017 Industry Trends, The future depends on improving returns of capital" (2018)- Recuperado de: <https://www.strategyand.pwc.com/trend/2017-automotive-industry-trends>

demuestra que con el negocio de autos de lujo logra mayor rentabilidad que con la inclusión de vehículos comerciales como tienen Daimler y Volkswagen. Quizás si es importante destacar que el comportamiento de Daimler y BMW, a pesar de la diferencia en los negocios donde compite, es similar, y cuando una sufre una caída de márgenes la otra sufre el mismo efecto. En el siguiente gráfico veremos lo recién explicado:

### ***Evolución EBIT/ Ventas Automotrices Alemanas***

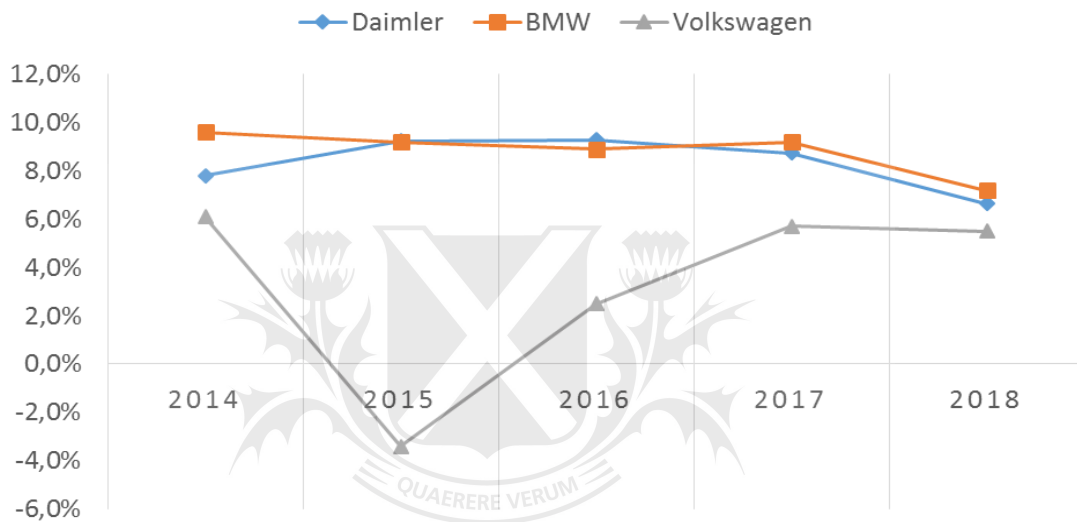


Gráfico 35- Fuente: BMW / Volkswagen / Daimler – “Annual Report” (2018) – Elaboración propia

**5) EBITDA/ Ventas:** El EBITDA tiene como principal ventaja que permite comparar empresas con distintas estructuras de capital y no tiene en cuenta los efectos de intereses, impuestos y depreciaciones, lo cual ayuda a evaluar los verdaderos márgenes del negocio de la compañía. En este caso, lo que podemos ver es que BMW es de los grupos alemanes en cuestión el que mayor rentabilidad tiene, y se condice con el ratio anterior evaluado. Por su parte Volkswagen superó levemente el último año a Daimler, pero sin embargo al evaluar los últimos 5 años siempre la segunda estuvo por encima en márgenes de rentabilidad, pero nunca logró superar a BMW. GM como compañía americana, logró el último año una rentabilidad superior las empresas Alemanas, sin embargo esto no se sucedió los años anteriores ya que poseía márgenes inferiores.

Al igual que lo que sucedía con el EBIT/ Ventas, los márgenes han sido decrecientes en los últimos años y este es un punto que las empresas deben trabajar con las innovaciones para

mejorar sus resultados operativos. Por último para destacar en este ítem, la diferencia entre EBIT/ventas y EBITDA/ventas que mide el impacto de las amortizaciones, demuestra que Daimler tiene un peso de un 3,7% promedio, BMW 5,6% y Volkswagen 5,2%. A continuación el comportamiento del ratio en los últimos años:

### ***Evolución EBITDA/ Ventas Automotrices Alemanas***

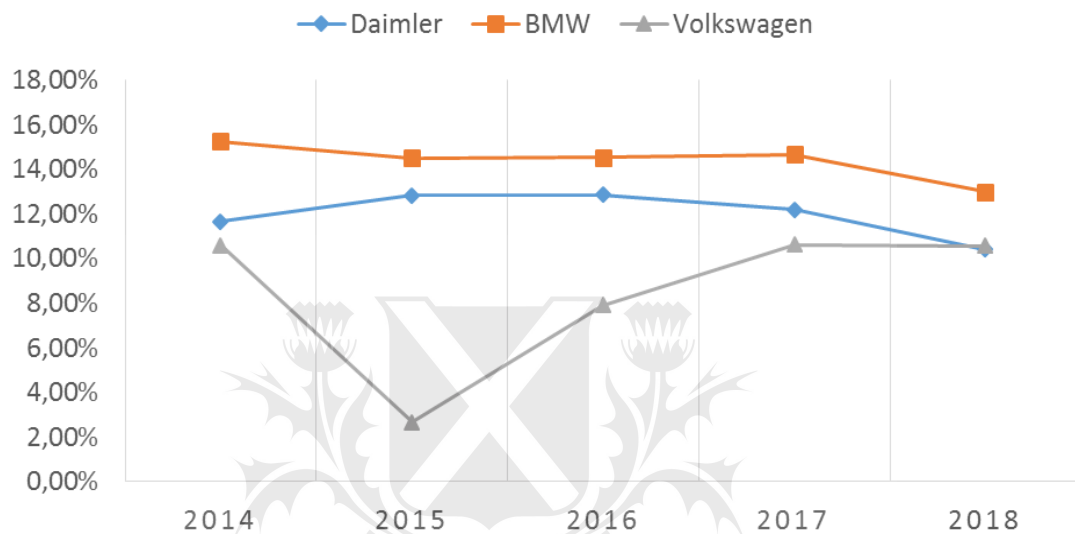


Gráfico 36- Fuente: BMW / Volkswagen / Daimler – “Annual Report” (2018) – Elaboración propia

Continuando con este punto, según el informe anual de S&P realizado en 2018, los márgenes EBITDA/ Ventas se encuentran entre el 8% y el 10% y se proyecta para 2020 superar el 10% mencionado. A continuación el gráfico de los últimos 5 años de Industria en su conjunto con el proyectado para 2019 y 2020<sup>16</sup>:

<sup>16</sup> S&P Global - “Industry Top Trends” (2019) – Recuperado de : [https://www.spratings.com/documents/20184/5670590/Industry+Top+Trends+2019+-+Autos/348e03e6-  
ea84-06a0-8a56-50db063ae3f5](https://www.spratings.com/documents/20184/5670590/Industry+Top+Trends+2019+-+Autos/348e03e6-<br/>ea84-06a0-8a56-50db063ae3f5)

## ***EBITDA/ Ventas % - Total Industria***

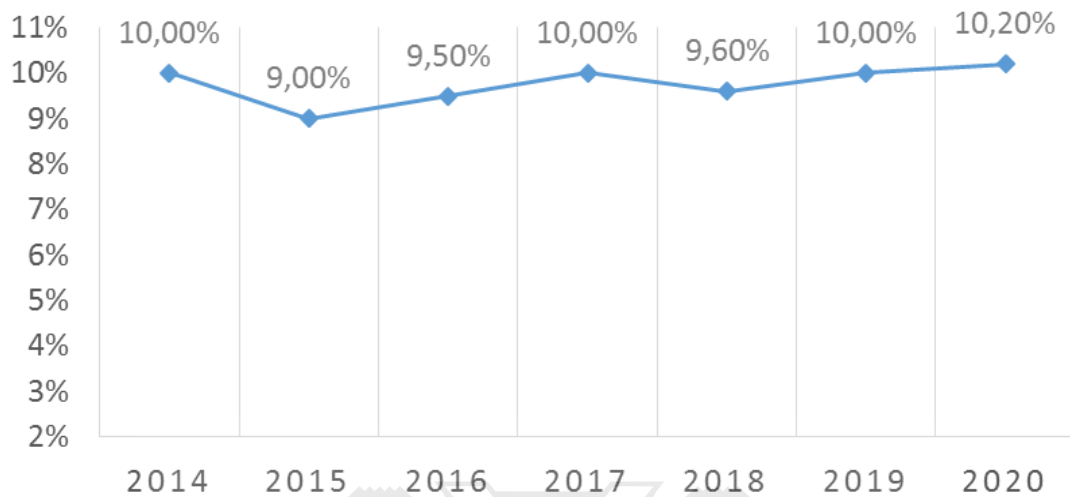


Gráfico 37- Fuente: S&P Global – “Industry Top Trends” (2019) – Elaboración propia.

Cabe destacar que el EBITDA/ Ventas de Daimler fue del 10,4% en 2018, con lo cual se encuentra alineado al promedio de la industria.

- 6) Crecimiento (últimos 5 años):** Sin dudas uno de los aspectos fundamentales a medir es el crecimiento de la compañía para poder evaluar las perspectivas a futuro. En este punto, es destacable que Daimler es la compañía que muestra el mayor crecimiento en los últimos 5 años y se encuentra por encima de la industria. Por su parte BMW se encuentra en un valor muy cercano y por encima del 6%, mientras que Volkswagen registra un porcentaje del 3% y las empresas americanas un 2%. Esto puede deberse a la caída del volumen de vehículos en el mercado Americano, siendo este el principal para GM, pero el crecimiento de comerciales que es donde Daimler compite muy fuertemente. El principal desafío se encuentra en poder mantener o incrementar estos porcentajes pero al mismo tiempo poder aumentar la rentabilidad de sus productos.

Si bien las perspectivas en general son de aumento de los ratios mencionados, algunos analistas evalúan un riesgo de caída debido principalmente al aumento de los impuestos en China y la guerra comercial con Estados Unidos.

## Ratios de Rentabilidad

### Análisis de Ventas

Como se ha mencionado en apartados anteriores, el Grupo Daimler se encuentra compuesto por 4 unidades de negocio productivas y una compañía financiera. Cabe destacar que en esta compañía la participación de la Financiera es quizás más importante que en otras automotrices y tiene una relevante y creciente participación en el total de la facturación. En los últimos 5 años representó entre un 12% y un 15,7% de las ventas totales, siendo las mismas crecientes en todos los años y a su vez mostrando un ratio de evolución mayor al que representaba la facturación de la compañía. A continuación se presenta un gráfico con recientemente expuesto:

### ***Evolución de ventas y Participación de Servicios Financieros***

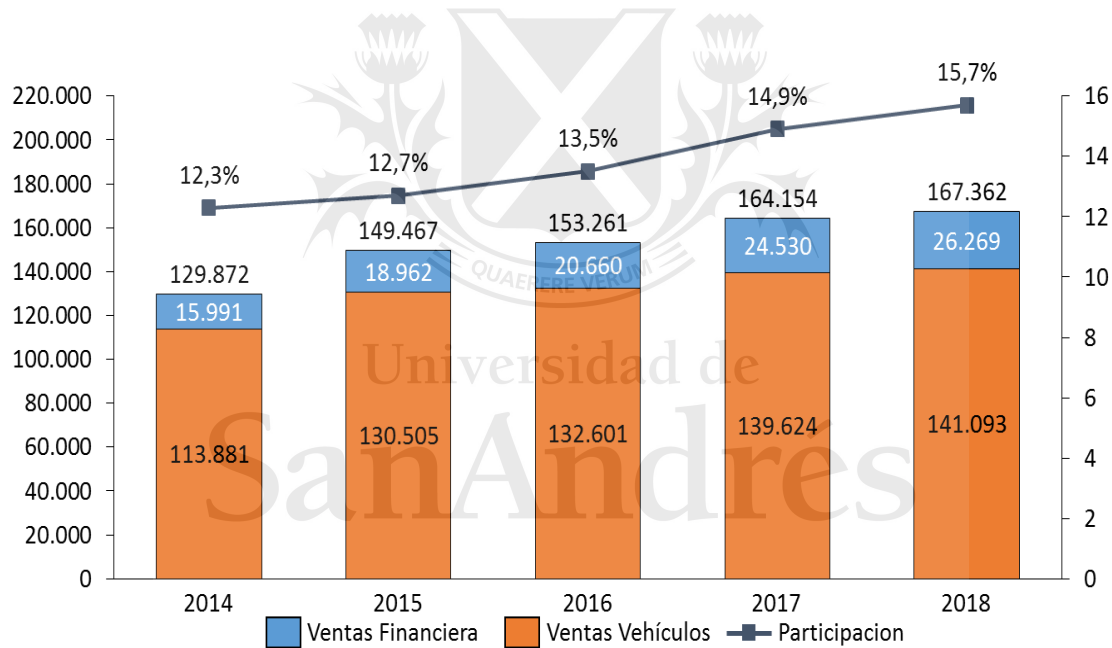


Gráfico 38- Fuente: Daimler – “Annual Report” (2018) – Elaboración propia

Parte de la explicación del crecimiento de la compañía financiera en ventas se puede explicar por el crecimiento de las unidades vendidas a nivel total, pero sin embargo es destacable la creación de nuevos negocios que la misma ha generado y por ello también el incremento en volumen de facturación, como por ejemplo en lo vinculado al “Car sharing”. Cabe destacar que se espera un crecimiento de la participación de la financiera pero se estima que puede llegar hasta un 20% de los ingresos y no superaría esta barrera en los próximos años.



Al enfocarse en lo que representa la principal actividad del grupo, como se mencionó en el inicio del trabajo, podemos ver que el crecimiento en facturación de los últimos 5 años fue del 6,5% y en unidades un 31,7%. Si bien es importante esta evolución, no hay que dejar de prestar atención a los márgenes operativos, los cuales han caído en el último año con respecto a los anteriores. Yendo más profundo a este punto y como sucede en toda la industria, es uno de los objetivos de la compañía crecer en ventas pero sobre todo en las que entreguen mayor rentabilidad. La división Autos es aquella que posee el mayor margen operativo y la que representa el mayor volumen, aunque en los últimos años ha caído el margen y es uno de los puntos que se busca mejorar. Esto es importante ya que el mix de ventas en el grupo representa un factor fundamental para medir la rentabilidad, ya que por ejemplo en el último año una caída en autos representó un efecto negativo en el total grupo.

Continuando con la evolución de ventas, Utilitarios es la unidad de negocio que más ha crecido en facturación en los últimos 5 años (8,1%), sin embargo también la que ha disminuido en mayor medida su rentabilidad. Utilitarios representa tan solo el 9% del total de la facturación de vehículos, y por ello el impacto del crecimiento de esta unidad resulta bajo en el total de ventas, pudiendo tomar como ejemplo que en 2018 esta Unidad de negocio creció un 3,5% y el grupo completo solo un 2%.

Más enfocados en vehículos comerciales, en las unidades Micros y Camiones no tiene un papel tan relevante a nivel mundial el mix de modelos, sino que lo importante se da en el crecimiento de los mercados, ya que como se ha mencionado estas unidades cuentan con altas participaciones relativas, y por ello el movimiento de ventas está muy relacionado al movimiento del mercado. Camiones representa aproximadamente el 26% de la facturación, mientras que Micros el 3%. Teniendo en cuenta esta participación, se puede entender como se ve afectado el crecimiento del grupo completo. En la tabla siguiente, se puede ver la participación promedio de cada unidad y el crecimiento de los últimos 5 años, y luego la evolución comparada con el total compañía:

Unidad de negocio	Participación (s/ DFS)	Crecimiento 5 años
Autos	63%	6,10%
Camiones	26%	4,30%
Utilitarios	9%	8,10%
Micros	3%	1,80%
Total s/ Financiera	100%	5,60%

Tabla 5- Fuente: Daimler – “Annual Report” (2018) - Elaboración propia

## Análisis de Márgenes Operativos

El Grupo Daimler tuvo en 2018 un resultado operativo de 11.132 Millones de Euros lo que representó un EBIT/ Ventas del 6,7%, mostrando una caída significativa en el margen con respecto a años anteriores. El promedio del margen se encuentra en el 8,4%, mientras que la Utilidad Bruta (Ventas – Costo de ventas) representa un 20%, con lo que podemos ver el alto impacto de costos variables y Fijos (principalmente de estos últimos). Con esto hay que mencionar que uno de los principales objetivos va a ser la optimización de estos y la reducción de los fijos, con el fin de incrementar márgenes para mejorar el flujo de fondos y así tener mayor posibilidad de reinversión.

En el siguiente gráfico se puede ver la evolución en valor absoluto y en porcentaje sobre ventas del resultado operativo del Grupo:

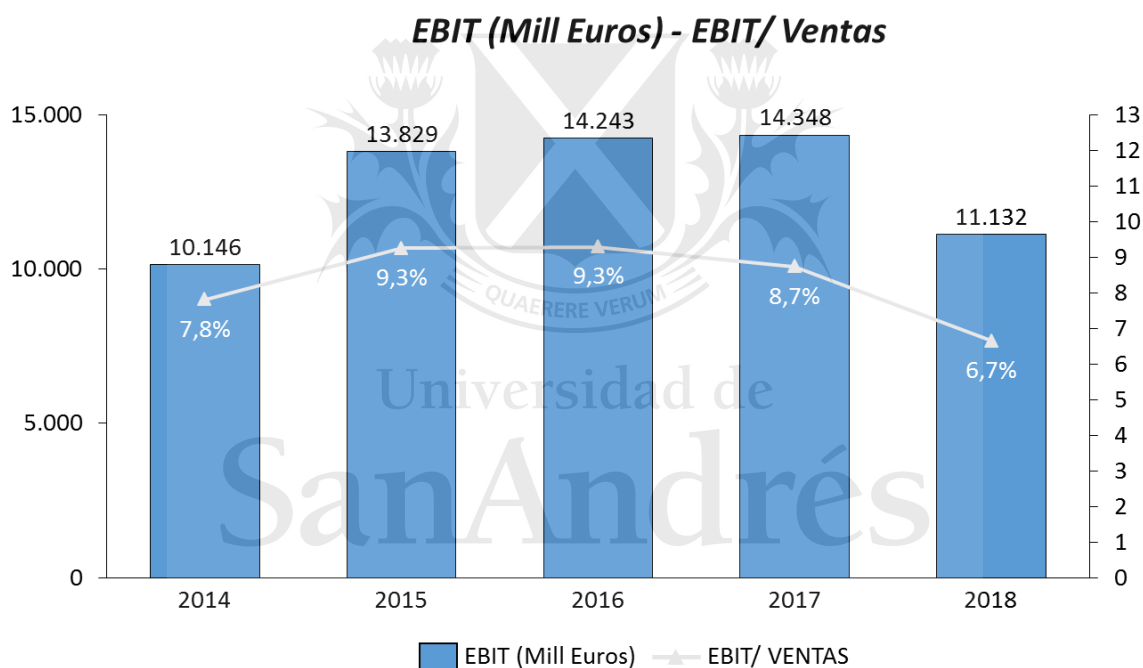


Gráfico 39- Fuente: Daimler – “Annual Report” (2018) – Elaboración propia

Ahora bien, cabe desatacar que cada unidad de Negocio tuvo comportamientos diferentes y por ello a continuación se presentará la evolución de cada uno y los principales resultados.

### **Autos:**

Cuando se evalúa la rentabilidad operativa del negocio de Autos, más específicamente el EBIT, se puede visualizar que la misma se encuentra entre 8% y 10% y los mejores años se dieron durante los años 2015 y 2017. En 2018 la rentabilidad cayó al mínimo de los últimos 5 años pero la

perspectiva es retornar a valores cercanos al 10%. El siguiente gráfico demuestra la evolución mencionada:

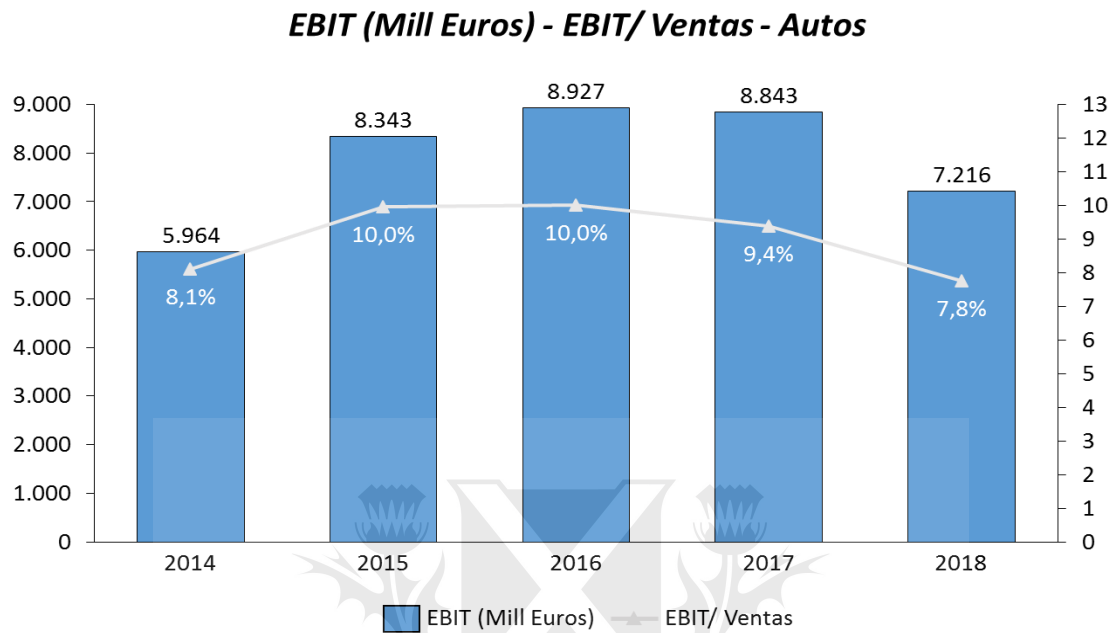


Gráfico 40- Fuente: Daimler- "Annual Report" (2018) - Elaboración propia.

Si se hace foco en los últimos dos años, las principales razones de la caída del EBIT y el EBIT/ Ventas fueron las siguientes:

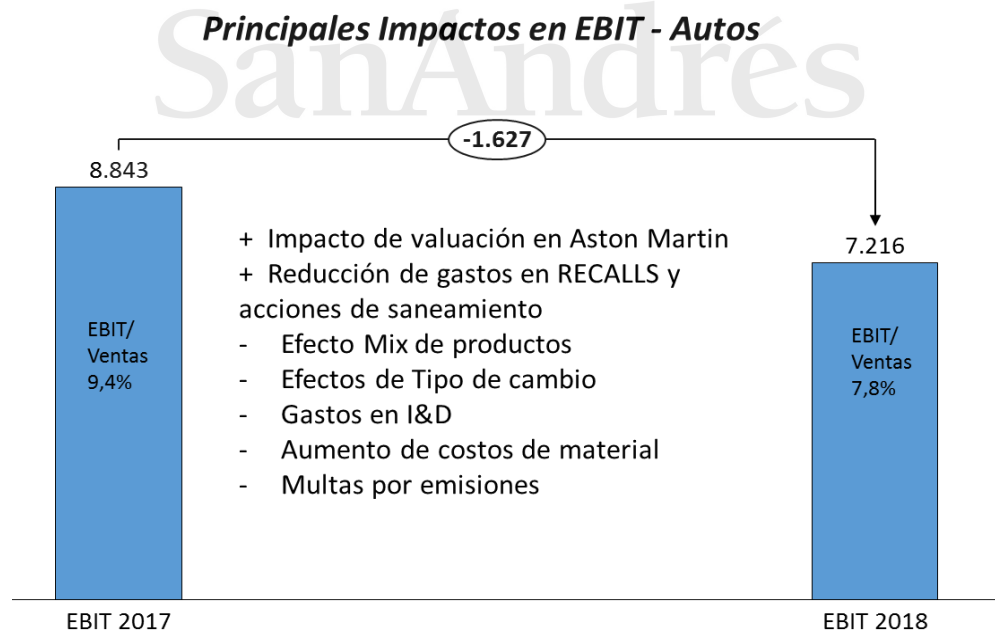


Gráfico 41- Fuente: Daimler – "Annual Report" (2018) – Elaboración propia

En este caso se nota que el impacto por la valuación de Aston Martin y el efecto mix de productos se dio en 2018 pero se espera mejorarlo para el 2019 y años posteriores, sobre todo con el lanzamiento de los nuevos Clase A y Clase B. A su vez, las multas por emisiones tienen que tender a bajar, pero los gastos I&D y los costos de material pueden llegar a incrementarse en los próximos años. La perspectiva de los directivos es mejorar los márgenes operativos durante los próximos 5 años.

### Camiones:

En lo vinculado al EBIT de camiones, el EBIT/ Ventas se mantiene constante entre un 6% y un 7,5%, lo que la ubica en márgenes menores al negocio de autos. En el año 2018 se logró un Resultado antes de intereses e Impuestos de 2.753 Millones de Euros que fue el más alto de los últimos 5 años y muestra la recuperación luego de la caída sufrida en 2016. A continuación se puede ver la evolución de los últimos 5 años:

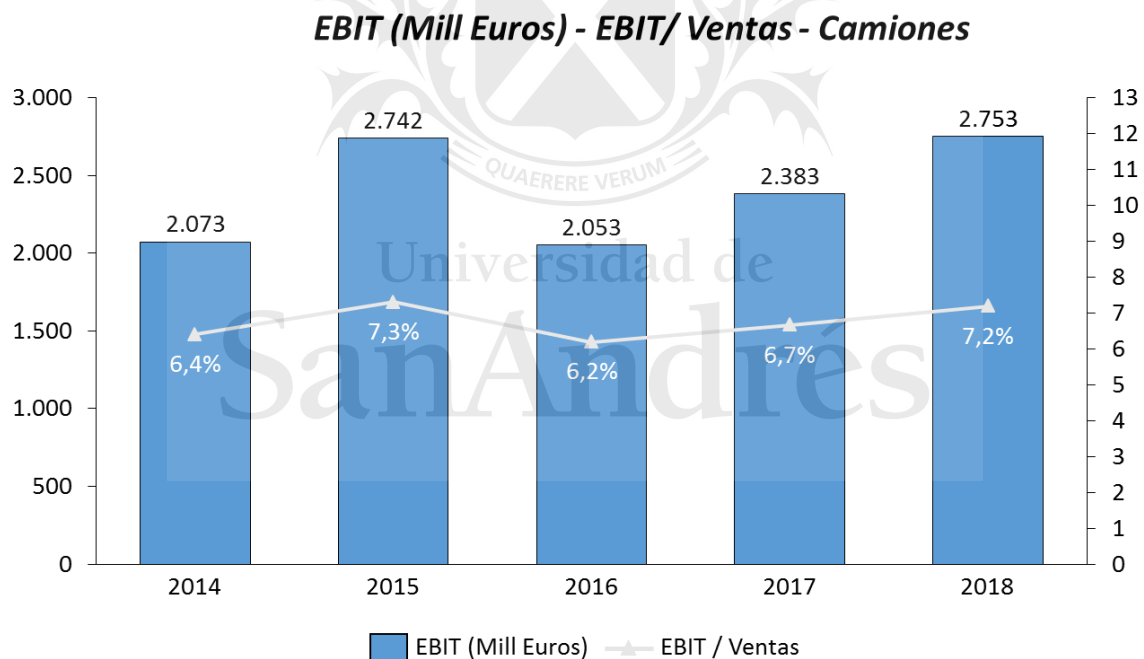


Gráfico 42- Fuente: Daimler- "Annual Report" (2018) - Elaboración propia.

Para el caso de Camiones, dentro de las causas de la variación del EBIT del último año, se repiten los aumentos de costos y efectos de tipo de cambio pero aquí si se visualiza la estrategia de

reducción de costos fijos y a su vez el aumento en el volumen de ventas. La perspectiva es seguir por este camino, logrando incrementar aún más los márgenes.

### Principales Impactos en EBIT - Camiones

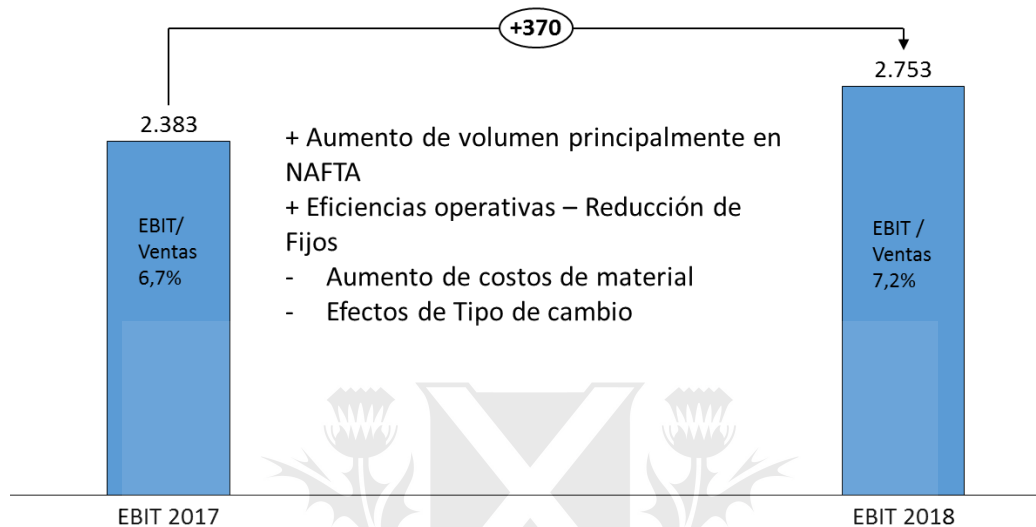


Gráfico 43- Fuente: Daimler – “Annual Report” (2018) – Elaboración propia

#### Utilitarios:

Quizás el punto más saliente de la unidad de negocio fue la alta caída de la rentabilidad que sufrió, cayendo al mínimo de los últimos 5 años y con expectativas de que disminuya aún más en 2019 y luego comience a recuperarse. La rentabilidad en dicho período estuvo entre un 6% y un 10%, teniendo el pico máximo en el año 2016.

### EBIT (Mill Euros) – EBIT/ Ventas % - Utilitarios

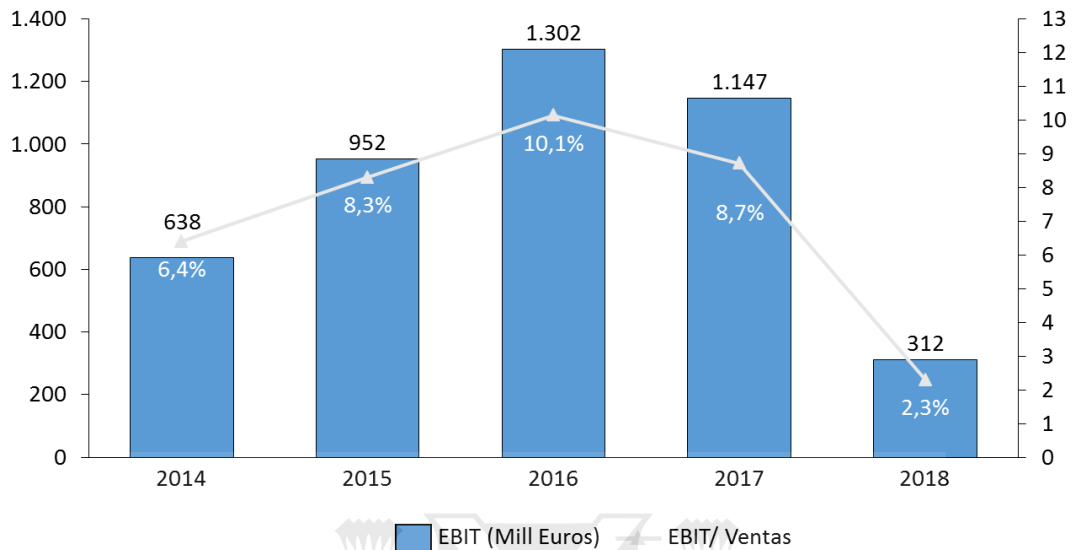


Gráfico 44- Fuente: Daimler- "Annual Report" (2018) - Elaboración propia.

En Utilitarios es donde quizás se puede ver la peor situación, donde si bien se ve afectada por las mismas variables que las otras unidades de negocio, en este caso si se esperan caídas de márgenes (hasta tener pérdida en 2019 y 2020, para luego volver a valores positivos a partir del 2021 con los nuevos productos.

### Principales Impactos en EBIT - Utilitarios

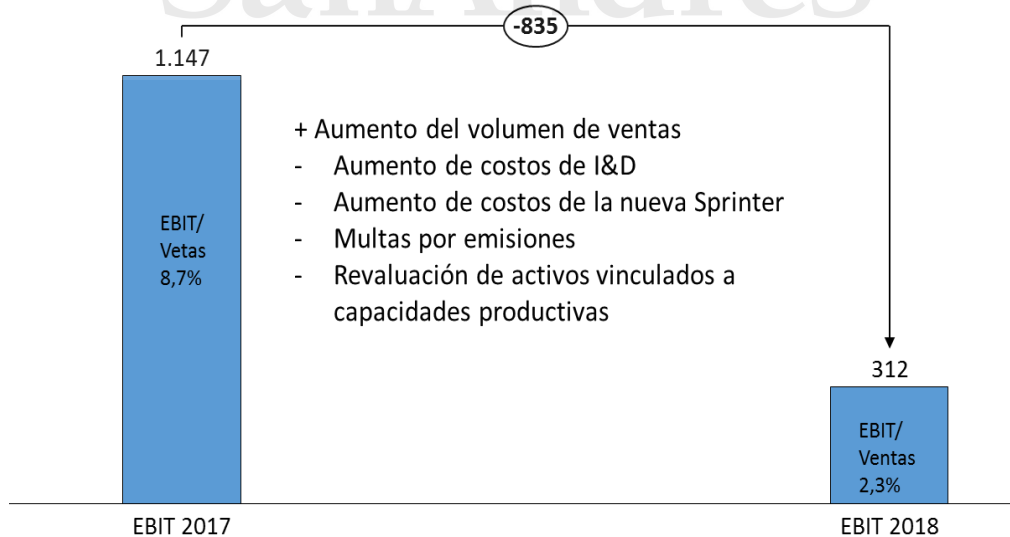


Gráfico 45- Fuente: Daimler – "Annual Report" (2018) – Elaboración propia

## Micros:

En el caso de Micros, el EBIT/ Ventas se mantuvo constante entre el 5% y 6% y alcanzó el pico de resultado operativo en el año 2017 con 281 Millones de Euros. El EBIT se encuentra entre los 211 y 265 Millones de Euros, lo que se puede ver en el gráfico a continuación:

### **EBIT (Mill Euros) – EBIT/ Ventas % - Micros**

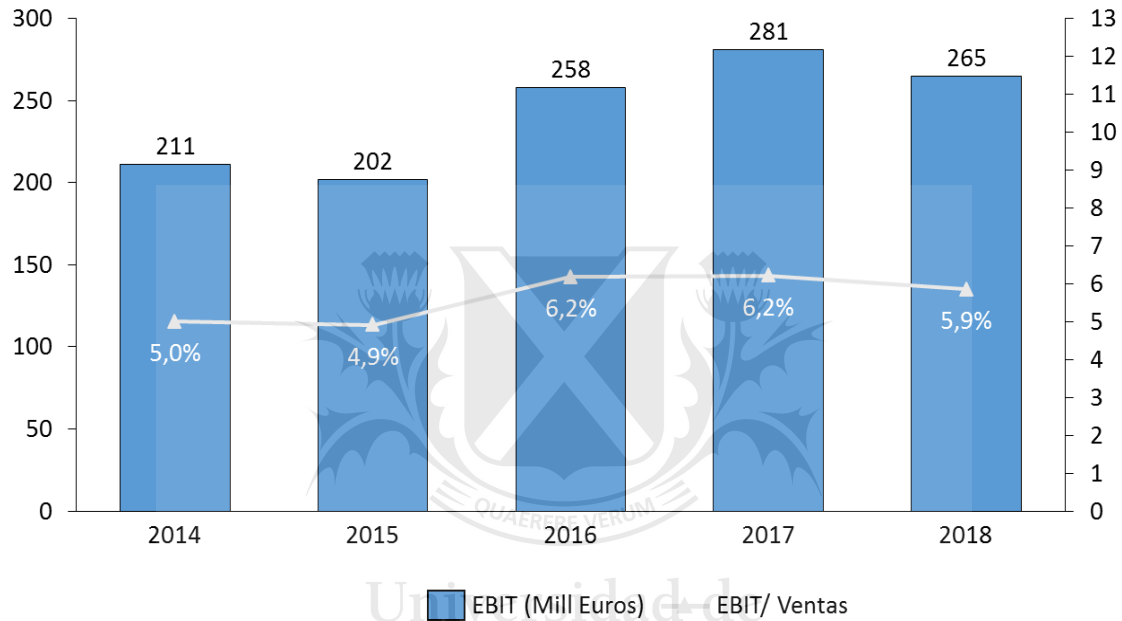


Gráfico 46- Fuente: Daimler- "Annual Report" (2018) - Elaboración propia.

Cabe destacar que la Unidad de Micros prácticamente no sufrió alteraciones y su efecto en el último año se ve vinculado al aumento en costos de material. La perspectiva es mantener los márgenes y hasta incrementarlos en los próximos años.

### Principales Impactos en EBIT - Micros

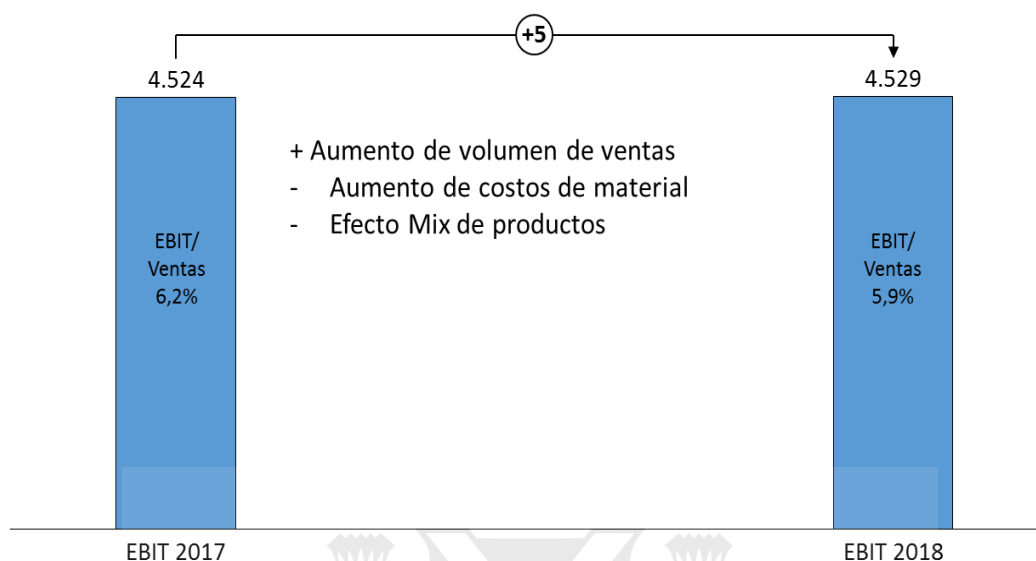


Gráfico 47- Fuente: Daimler – “Annual Report” (2018) – Elaboración propia

En conclusión las principales razones de la caída del EBIT en el último año fueron:

- Aumento de costos de material.
- Efectos de Tipo de cambio en distintos mercados.
- Efectos de aumento de volumen.
- Incremento de gastos de I&D.
- Multas por emisiones.

En cuanto al futuro, los directivos proponen incrementar los Gastos de I&D, reducir las emisiones con un mayor portfolio de autos eléctricos y mejoras en los nuevos modelos (ejemplo en camiones el desarrollo de la tecnología Euro VI), y mejorar el precio de venta de los productos. En conclusión, se espera en los próximos años incrementar los márgenes de la empresa.

Para finalizar con el EBIT y los resultados por Unidad de Negocio, la participación en la suma total de EBIT de cada una muestra que entre Autos y Camiones suma el 79% del mismo, mientras que Utilitarios llega al 8%, Micros es constante con un 2% de participación y la Compañía Financiera un valor cercano al 12%.



A continuación la composición del resultado porcentual de los últimos 5 años:

### ***Evolución de participación por UN en resultado total***

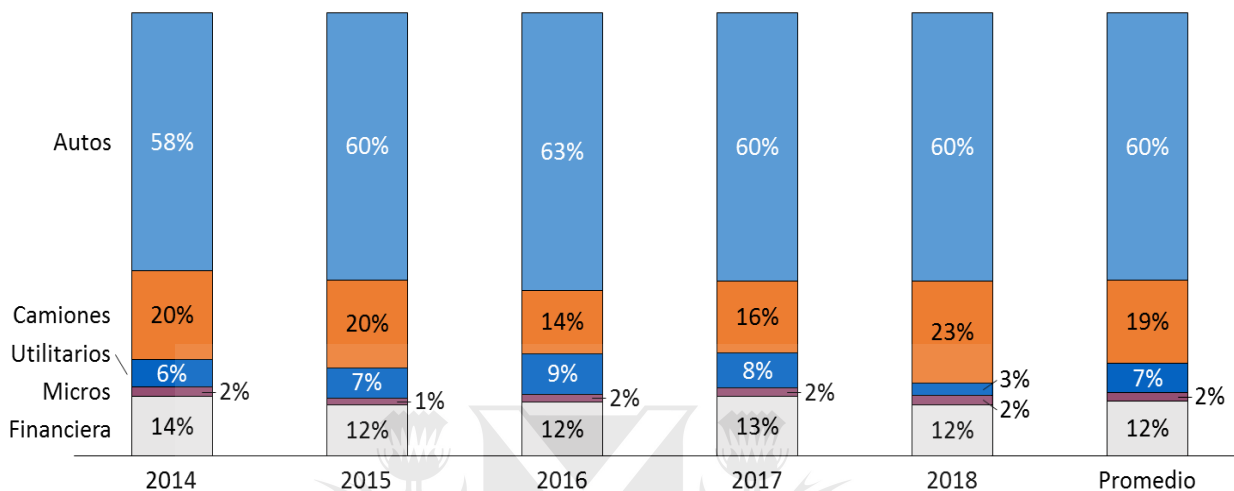


Gráfico 48- Fuente: Daimler – “Annual Report” (2018) – Elaboración propia

#### **ROE y ROA:**

Yendo a otro punto, también es importante evaluar cómo fue evolucionando la rentabilidad del Equity y sobre los activos, es por ello que también debe prestarse atención tanto al ROE como al ROA.

Comenzando con el ROE y como se vio anteriormente, Daimler cuenta con el mejor retorno sobre el Equity de las empresas Alemanas que se compararon. El mismo cerró en 2018 con un 11,5% y el promedio de los últimos 5 años fue del 15%. La principal caída se dio debido a la reducción de los márgenes sufridos en el último año y al aumento del Equity Ratio que ascendió a 25%. Tener en cuenta que el Equity Ratio se ubica normalmente entre el 22% y el 23%. Por otra parte, el ROA sufrió también una disminución y se debió principalmente a la caída en los resultados, sumado al aumento en los activos vinculados especialmente a propiedad planta y equipo, inventarios y créditos por ventas. Igualmente cabe destacar que ambos indicadores se comportan de manera similar y tienen alta relación con la rentabilidad obtenida, ya que ni la estructura de capital y los activos suelen tener grandes alteraciones.

En el siguiente gráfico se ve la evolución de ambos ratios en los últimos 5 años:

## Evolución ROE y ROA

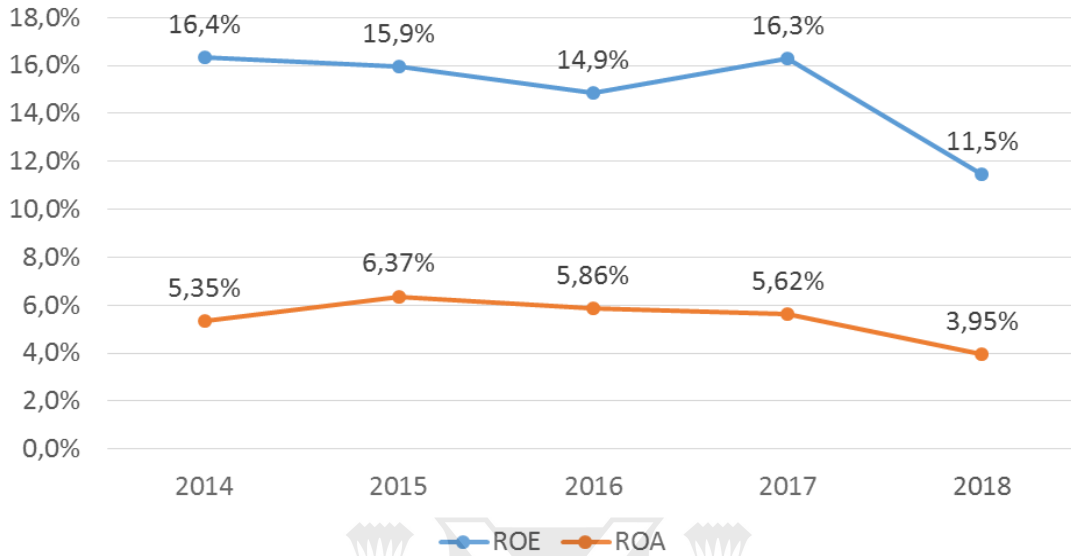


Gráfico 49- Fuente: Daimler – “Annual Report” (2018) – Elaboración propia

### Dividendos:

Otro factor importante para mencionar en este punto está relacionado a la distribución de dividendos. Por el año 2018, el dividendo por acción fue un valor de 3,25 Euros, lo que represento un 48% de distribución del resultado. Cuando se visualizan los últimos 5 años, el promedio de distribución estuvo cercano al 40%. A continuación, se presentan los valores mencionados:

### Dividendos – Ratio de distribución

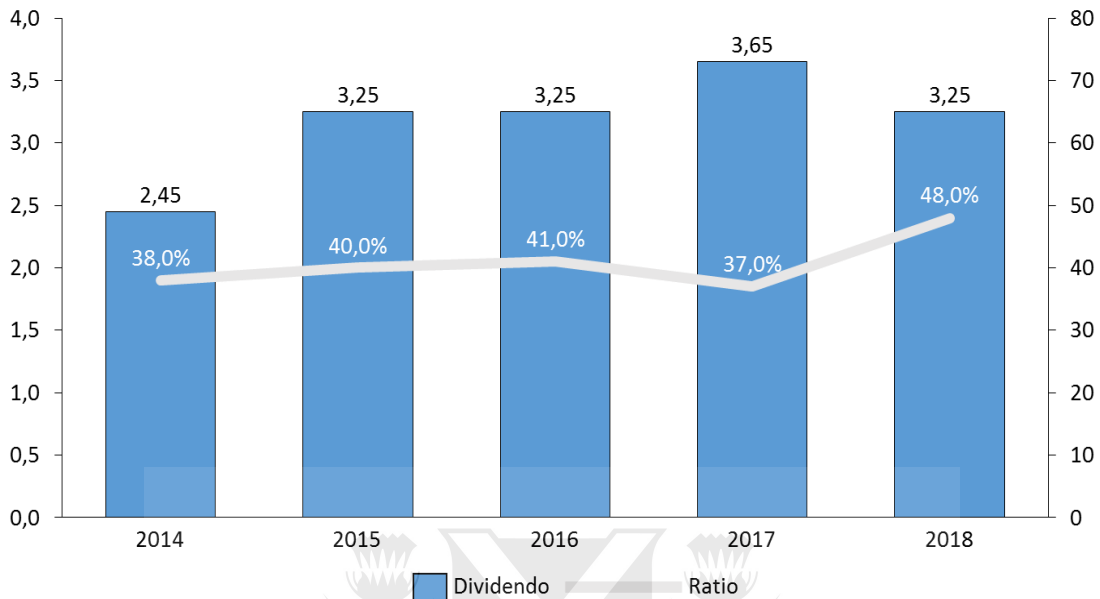


Gráfico 50- Fuente: Daimler- "Annual Report" (2018) - Elaboración propia.

Por último en el análisis financiero vinculado a los ratios de rentabilidad, se hará hincapié en las variaciones y porcentajes que representan sobre ventas los siguientes gastos:

- Gastos comerciales: Los mismos aumentaron debido al incremento sobre el volumen de ventas, y pasaron de 12.951 millones de Euros a 13.067 millones de Euros, sin embargo el ratio sobre ventas cayó de 7,9% a 7,8%. Cabe destacar que los mismos se encuentran normalmente entre el 7% y el 8%.
- Gastos Administrativos: Se incrementaron 200 millones de Euros, pasando de 3.808 millones en 2017 a 4.036 millones en 2018. En este rubro se ve reflejado el aumento en costos por contratación de servicios de consultoría y externos en parte para la implementación del Project Future, situación que se cree que volverá a incrementarse en 2019 y 2020 y luego ya bajará su valor, y a su vez por los aumentos en gastos de personal. Sobre este punto, los gastos de personal sufrieron un 1% de incremento con respecto al 2017, sin embargo en el año anterior había sido del 5%. El total de gastos administrativos se incrementó al 2,4% sobre ventas, mientras que en 2017 había sido el 2,3%. Al igual que lo que sucede con los comerciales, el ratio suele ser estable y se encuentra entre el 2% y el 3%.

- Gastos en I&D: Este es sin duda uno de los gastos a tener en cuenta a la hora de realizar la valuación, y se debe a que se han incrementado de manera significativa y se estima que seguirán creciendo en los próximos 5 años para alcanzar el desarrollo deseado. Los mismos se vinculan al desarrollo de nuevos modelos (entre ellos la nueva Sprinter, pick up, Clase A y Clase B), mejoras en los sistemas de combustible y mejoras en emisiones, autonomía de los vehículos y conectividad. El monto paso de 5.938 Millones de Euros a 6.581 Millones, y paso de ser un 3,6% de las ventas a un 3,9%. La proyección de la dirección es que estos lleguen hasta un 5% de la facturación en los próximos años.

### Ratios de Actividad

Al evaluar los ratios de actividad del Daimler, en primer lugar hay que hacer foco en la rotación tanto del inventario como del total del activo. Los inventarios representan aproximadamente el 10% del total del activo, y por ello, reflejan una de los rubros a tener en cuenta y a intentar optimizar con el fin de generar mayor valor para la compañía. Como es sabido, la industria automotriz es pesada en activos, y por ello la importancia de evaluar cuántos euros genera cada euro de activo que se posee. La rotación de activos para Daimler tiene un promedio de 0,64 para los últimos 4 años, sin embargo, este valor ha decrecido en el último período, ubicándose en 0,59. Esto sucedió ya que el activo creció en mayor medida que las ventas, y por ello para generar un euro se necesitó más cantidad de activo. Al enfocarse más en el balance, vemos que una de las principales causas se encuentra en los inventarios, ya que los mismos en promedio rotaban 4,84 veces por año y el último 4,55, explicado principalmente al aumento de stocks vinculados a la renovación de los modelos de vehículos explicados previamente. La perspectiva es lograr mejorar estos ratios para los próximos años y es parte de los cambios planteados en la industria para el futuro. A continuación veremos que los ratios mencionados tienden a ser constantes y su evolución en los últimos 4 años:

## Rotación de activos e inventarios

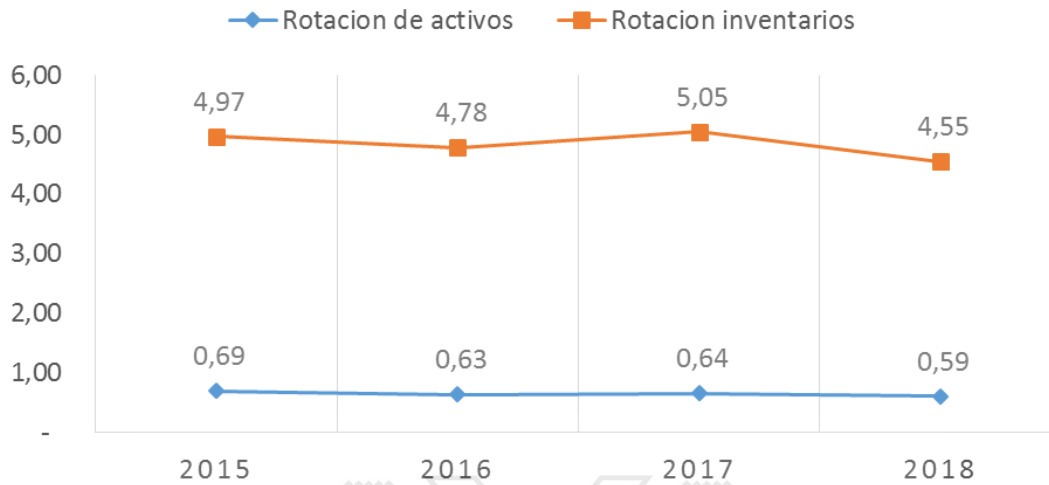


Gráfico 51- Fuente: Daimler – “Annual Report” (2014-2018) – Elaboración propia

Vinculado con la rotación de inventarios se encuentran los días del mismo, y podemos ver que Daimler cuenta con 79 días de stock, mientras que el promedio se encuentra en 74,57 días. Tal como se vio en la rotación, al incrementarse ese ratio se da un aumento en los días de stock de la compañía.

Al enfocarse en el capital de trabajo, se nota que Daimler no ha tenido una buena gestión del mismo, ya que no logra compensar con cuentas a pagar los días de inventario y crédito, con lo cual el ciclo efectivo resulta negativo para la compañía. Por otro lado, en los últimos 4 años han empeorado tanto los días de cobro como los inventarios (ciclo operativo), viéndose un incremento del 10,8% en días de stock y un 24,1% en plazo de cobro, contra tan solo un 18% de mejora en los pagos a proveedores. A continuación una tabla con los valores obtenidos:

	2015	2016	2017	2018
Días inventario	72,5	75,3	71,3	79,1
Días de cobro	21,8	24,9	26,3	27,1
Días de pago	32,2	34,3	34,6	38,1
<b>Ciclo operativo</b>	<b>94,3</b>	<b>100,3</b>	<b>97,6</b>	<b>106,2</b>
<b>Ciclo efectivo</b>	<b>62,1</b>	<b>65,9</b>	<b>63,1</b>	<b>68,1</b>

Tabla 6- Fuente: Daimler – “Annual Report” (2014-2018) – Elaboración propia

Sin dudas uno de los puntos a mejorar es no solo la reducción de stocks como se vio anteriormente, sino los plazos de pago y cobro para lograr una mejora en el capital de trabajo.

Vinculado a este punto, los incrementos mencionados resultaron en un aumento del ratio de Capital de trabajo / ventas, ubicándose en el año 2018 en un 16,7%, mientras que el promedio es 15,7%.

Por último en cuanto a la inversión en CAPEX, se puede ver que la empresa ha incrementado su inversión en Propiedad Planta y Equipo y hasta ha aumentado levemente su ratio sobre ventas, alcanzando el 4,5% en 2018 y viniendo de 4,1% en 2017. En 2018, el Grupo dedicó 7.470 millones de Euros a este tipo de inversiones, superando un 11,5% al año anterior. A su vez, también se incorpora en el CAPEX lo vinculado a la porción de Investigación y desarrollo activable, la cual ha evolucionado de gran manera los últimos años, a pesar de sufrir una leve baja en 2018. A continuación la evolución de CAPEX con su respectivo ratio sobre ventas:

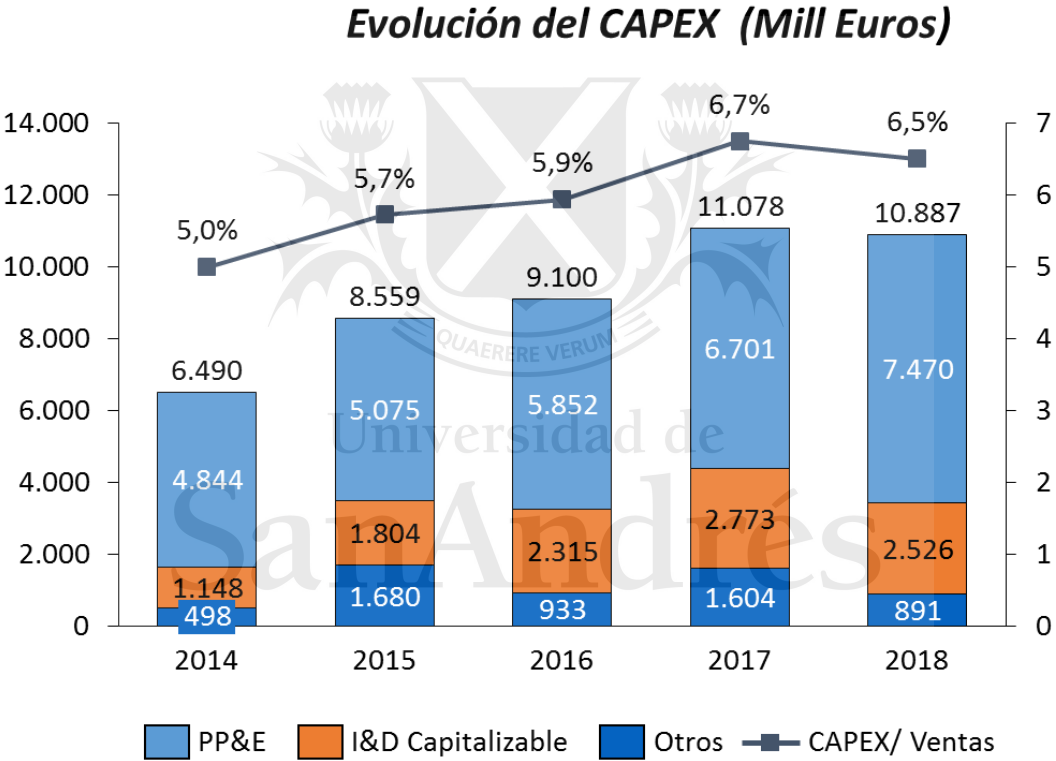


Gráfico 52- Fuente: Daimler – “Annual Report” (2014-2018) – Elaboración propia

Para finalizar este punto, los directivos apuntan a disminuir el ratio sobre ventas paulatinamente hasta llevarlo nuevamente a un valor cercano al 6%.

## Ratios Crediticios

Comenzando con el análisis crediticio del Grupo, el primer punto a mencionar es que Daimler cuenta con una calificación crediticia de A por todas las consultoras que la analizan. A continuación la calificación de cada una:

Calificadora	Calificación
S&P	A
Moody's	A2
Fitch	A-
Scope	A
DBRS	A

Tabla 7- Fuente: Daimler – “Annual Report” (2018) – Elaboración propia

Con esto se puede ver que la compañía se encuentra bien calificada y cuenta con la posibilidad de emitir deuda a una tasa de interés competitiva. Por otra parte, cuando revisamos el nivel de apalancamiento de Daimler, resulta que los niveles de deuda son elevados y representan casi el 80% de la estructura de capital. A su vez la deuda ha sufrido un crecimiento en los últimos 4 años de manera constante, mostrando un 14% de aumento entre 2014 y 2018. A continuación los niveles de los últimos 5 años:

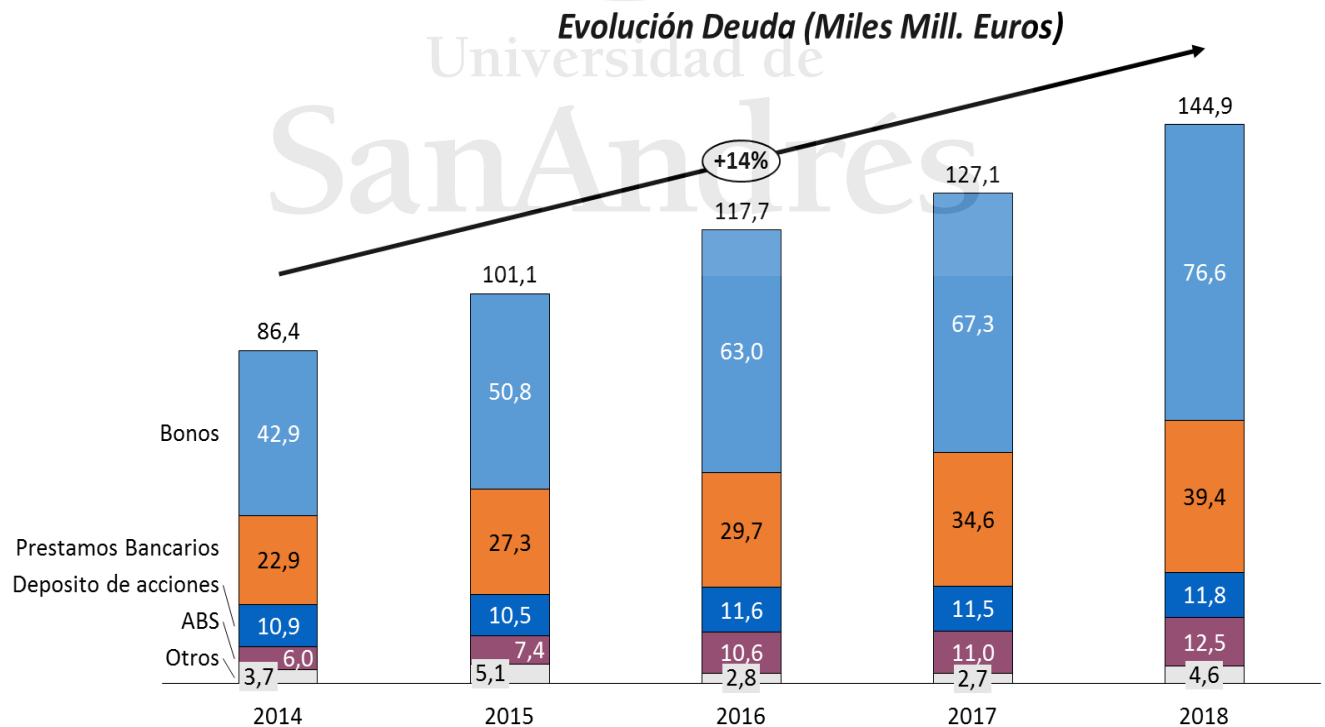


Gráfico 53- Fuente: Daimler – “Annual Report” (2014-2018) – Elaboración propia

Como se puede ver, aproximadamente el 53% de la deuda se financia con Bonos, seguido con el 27% con préstamos bancarios. A su vez se ve que los picos de vencimiento de los Bonos se dan entre 2019 y 2021, con lo cual la deuda tiene menos de 3 años. Por otra parte, es importante destacar que la Deuda Financiera representa un 67% del Total de los pasivos, porcentaje que se ha incrementado los últimos años, pasando de un 62% en 2015 al 67% mencionado en el 2018.

En cuanto a la estructura de capital, la empresa se financia en su mayoría con Deuda, representando más de un 75% de su estructura. Si se evalúan los últimos 5 años, el promedio de Equity se encontró en el 23,58% mientras que la deuda en 76,42%. Es importante destacar que se prevé que dicho ratio se mantenga constante en el tiempo:

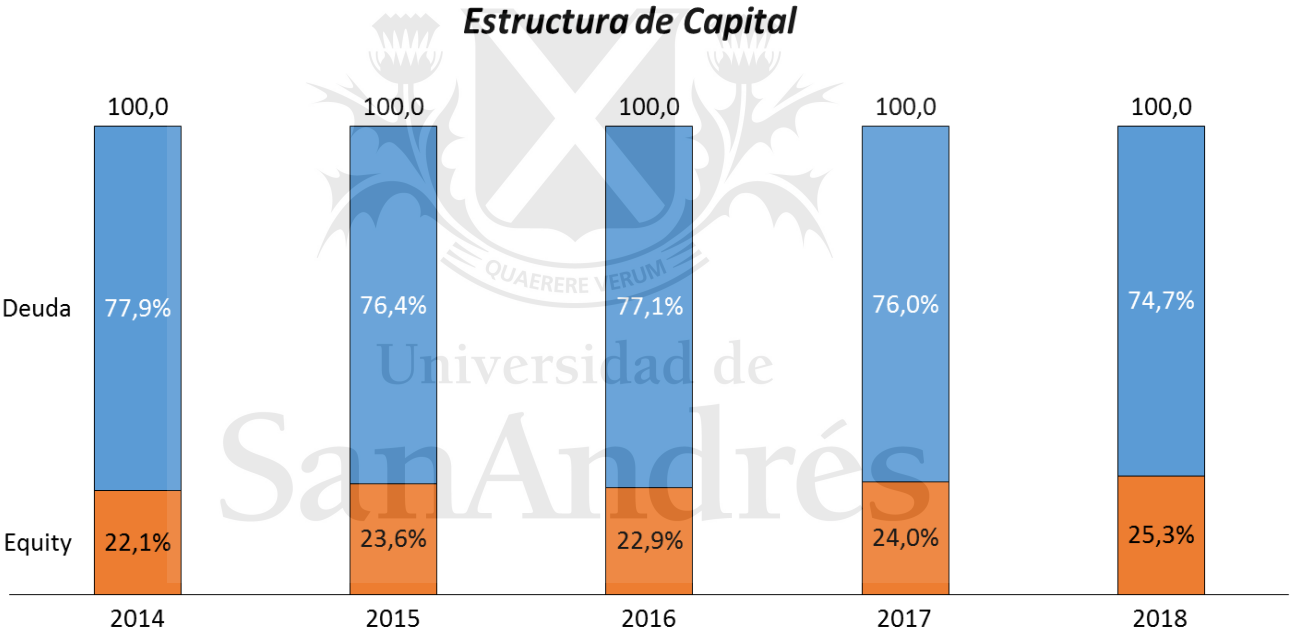


Gráfico 54- Fuente: Daimler – “Annual Report” (2014-2018) – Elaboración propia

La tasa promedio de los Bonos que representan la mayor porción de la Deuda se encontró en 2018 en el 2,24%, habiendo sufrido una suba con respecto al año anterior que estaba en 1,88%. Por otro lado los préstamos bancarios cobraron una tasa del 3,73% el último año, mientras que en 2017 fue de 3,09%. El promedio de tasa de endeudamiento ponderado se encuentra en 2,41%.

Al analizar el ratio de Deuda Financiera sobre EBITDA, cuando se toma el total del grupo sumando a la financiera, el ratio da 8,31, lo cual resulta un valor muy elevado, sin embargo si se analiza solo el negocio industrial este valor si se encuentra por debajo de 1, siendo para 2018 0,3 y para 2017 0,09.



Si bien se ve un crecimiento alto de un año al otro, esto se debe a un alto incremento en la deuda sumado a una baja del resultado operativo. Es importante separar los dos negocios ya que si bien el 8,31 pareciera elevado para la industria, las compañías financieras tienen alto nivel de apalancamiento y en realidad el monto se encuentra en valores normales. Cabe destacar que el Negocio Industrial tuvo deuda negativa durante 2015 y 2016, siendo la totalidad de Deuda absorbida por la Compañía Financiera. En el siguiente gráfico se ve la evolución del ratio mencionado:

### ***Ds. Financiera / EBITDA***

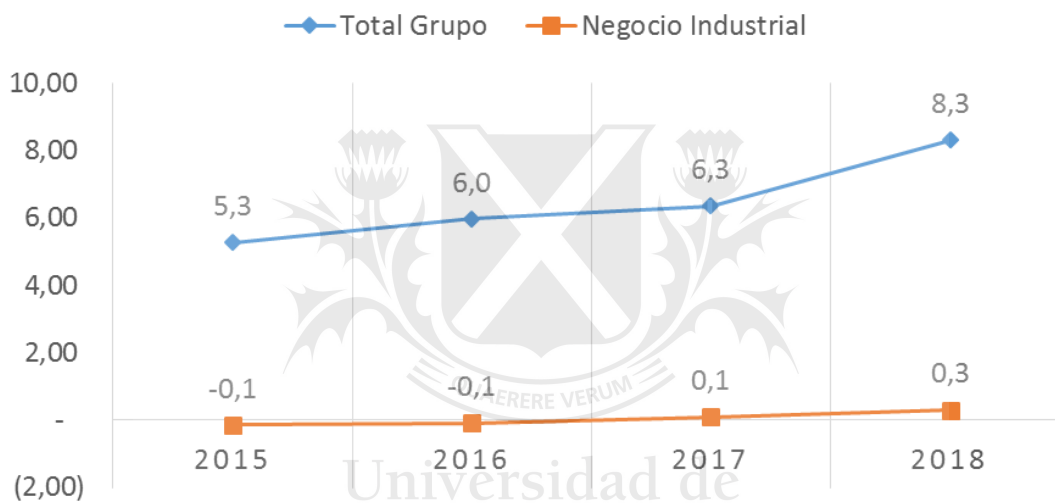


Gráfico 55- Fuente: Daimler – “Annual Report” (2014-2018) – Elaboración propia

Otro ratio importante al analizar la salud crediticia del grupo, es evaluar la cobertura de intereses, el cual mide cuantas veces el resultado operativo cubre el pago de los mencionados, en otras palabras EBIT/ Intereses perdidos. Para Daimler, se puede ver que este ratio sufrió una caída significativa en el 2018, debido principalmente a la caída de márgenes, al igual que en el ratio anterior. El aumento de Deuda y la reducción de resultados, implicó que el valor de cobertura caiga a 14,04, valor similar al obtenido en 2014. Durante el período 2015-2017, este valor se encontró por encima de 22, lo que indicaba un alto grado de cobertura. Teniendo en cuenta los altos ratios de deuda que posee el Grupo, que este indicador sea tan elevado da un mensaje de que la salud crediticia es buena, y que acompaña también la buena rentabilidad obtenida. A continuación la evolución del ratio explicado:

## EBIT/ Intereses

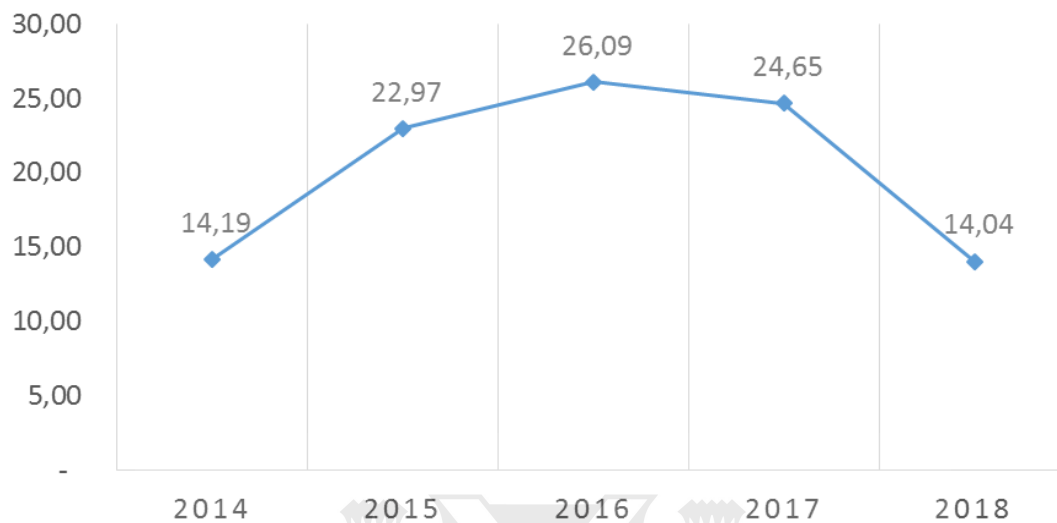


Gráfico 56- Fuente: Daimler – “Annual Report” (2014-2018) – Elaboración propia

Por último para este punto, al analizar la liquidez de la compañía, se puede visualizar que la misma ha mejorado los últimos años. El cálculo se realizó calculando Activo corriente / Pasivo corriente, y resultó que el valor en 2018 el primero es un 24% superior al segundo, siendo el ratio 1,24. En los últimos 4 años, el valor se desplazó de 1,19 a 1,24, por ende en este punto se ve una mejora. Lo mismo sucede cuando se ve la prueba ácida, donde el valor pasa de 0,88 a 0,94, mejorando un 6% en el total del período. La prueba ácida se calcula restandole el inventario a los activos corrientes, y aquí si se ve la importancia de los mismos que hace que el ratio pase a ser menor a 1. En este ratio se ve el efecto principal de la compañía Financiera, ya que a pesar de que empeora el capital de trabajo y aumenta la deuda financiera en el período mencionado, mejora la liquidez. Esto sucede ya que hay un aumento en los niveles de caja (se incrementó un 40% de 2015 a 2018) mientras que por ejemplo la deuda financiera corriente un 36%, siendo esta la más representativa del pasivo. Por otro lado, se dieron reducciones en los pasivos impositivos y provisiones por riesgos, que por ejemplo ayudan a compensar el impacto del aumento de las deudas comerciales. Hay que tener en cuenta que el aumento total de la Deuda financiera del período fue del 43% contra un 40% de caja y equivalentes, siendo este un efecto que no se ve ni en la prueba ácida ni en la liquidez corriente. Si se ve solo la liquidez neta del negocio Industrial, la misma sufrió un deterioro que se condice con lo antes expuesto, viendo aumento de deuda financiera superior al aumento de la caja. A

continuación se presentan un gráfico y una tabla, donde se puede visualizar la evolución de liquidez y prueba ácida del Grupo completo, y luego los cambios en la liquidez neta del negocio Industrial:

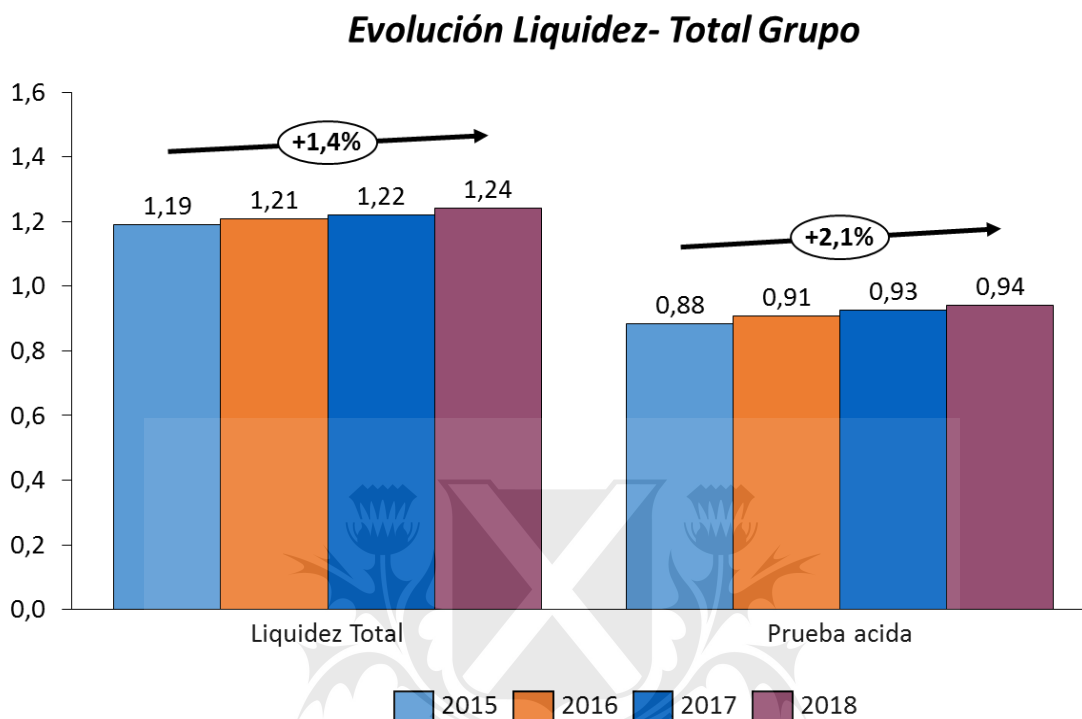


Gráfico 57- Fuente: Daimler – “Annual Report” (2015-2018) – Elaboración propia

Mill. Euros	2015	2016	2017	2018
Caja (Industrial)	15.368	18.249	18.409	21.163
Deuda financiera (Industrial)	-2.612	-1.451	1.600	4.771
Hedges de moneda	-600	-37	212	104
<b>Liquidez neta</b>	<b>18.580</b>	<b>19.737</b>	<b>16.597</b>	<b>16.288</b>

Tabla 8- Fuente: Daimler – “Annual Report” (2015-2018) – Elaboración propia

Finalmente, si se evalúa el comportamiento de la caja total de la compañía, se puede ver que la evolución de los últimos años fue positiva, logrando con las actividades financieras compensar las necesidades de inversión, salvo en el año 2016. Por otro lado, el flujo de caja generado por actividades operativas resulta bajo y solo con este valor no podría hacer frente a sus necesidades de inversión. En la siguiente tabla se ve la evolución de caja y las variaciones dentro de los períodos analizados:

Mill. Euros	2015	2016	2017	2018
<b>Caja al inicio</b>	<b>9.667</b>	<b>9.936</b>	<b>10.981</b>	<b>12.072</b>
<i>Caja proveniente de actividades operativas</i>	222	3.711	-1.652	343
<i>Caja usada para actividades de inversión</i>	-9.722	-14.666	-9.518	-9.921
<i>Caja proveniente de actividades financieras</i>	9.631	12.009	13.129	13.226
<i>Efecto de Tipo de cambio en caja</i>	138	-9	-868	133
<b>Caja al final del período</b>	<b>9.936</b>	<b>10.981</b>	<b>12.072</b>	<b>15.853</b>
<b>Variación de caja</b>	<b>269</b>	<b>1.045</b>	<b>1.091</b>	<b>3.781</b>

Tabla 9- Fuente: Daimler – “Annual Report” (2015-2018) – Elaboración propia

## Valuación

En la siguiente sección, se realizará la valuación de Daimler tomando como base los estados contables presentados al 31/12/2018. Para la misma se tomará como base el análisis económico financiero realizado en la sección anterior, así como también los aspectos de industria vinculados con el Grupo mencionados en el apartado correspondiente. Lo que se busca es estimar el valor intrínseco del capital accionario, a partir de los métodos de Valuación por Flujo descontado y por múltiplos con empresas comparables.

### Valuación por Flujo de Fondos Descontados (DCF)

La metodología de Valuación por Flujo de Fondos descontados, también conocida como DCF por sus siglas en inglés, se basa principalmente en encontrar el valor intrínseco de un activo a partir del descuento de los flujos de fondos futuros generados por la compañía. Dentro de las principales ventajas es que permite un análisis profundo del negocio y se tienen en cuenta variables como el mercado o las perspectivas de los directivos. Además, da como resultado una valuación en términos absolutos. Quizás su principal desventaja radica en la dificultad de estimación de los flujos de fondos, ya que se parte de la premisa de que el futuro es incierto. Este método suele tener mayor certeza en empresas maduras, como es el caso de Daimler y de la industria automotriz.

Para llevar a cabo este método es necesario realizar 3 pasos principales. En primer lugar, se debe estimar los flujos de fondos que generará la compañía en un período futuro determinado. Luego debe calcularse el valor terminal, ya que se considera que las empresas no tienen una fecha de vencimiento, y por último descontar dichos flujos de fondos a una tasa de descuento para el total de la compañía. La siguiente ilustración muestra la fórmula matemática para el cálculo:

$$VP_{FF} = \sum_{t=1}^N \frac{FF_t}{(1+r)^t} + VT_N \quad \text{Con:} \quad VT_N = \frac{FF_{N+1}}{(r-g)}$$

Donde:  $VP_{FF}$ : es el valor presente de los flujos de fondos.

$FF_t$ : es el flujo de caja estimado al momento t.

$r$ : es la tasa de descuento.

$VT_N$ : es el valor terminal en el momento N.

$FF_{N+1}$ : es el flujo de caja estimado en el momento N+1.

$g$ : es la tasa de crecimiento a perpetuidad estimada.

Ilustración 1- *Elaboración propia*

### Proyección de los Flujos de Fondos

Para realizar la proyección de flujos de fondos de Daimler, se tomó como base los estados contables reportados por el Grupo al 31/12/2018, auditados y aprobados por KPMG. Los mismos se encuentran expresados en Euros, con lo cual la proyección se realizará en esta moneda pero luego se convertirá el Free Cash Flow a dólares. En este caso, se hará la estimación de los flujos de fondos a partir del valor del activo, es decir estimando lo que se denomina "Enterprise Value", o en otras palabras estimando el Flujo de Fondos de la Firma. Luego se realiza la resta de la Deuda Neta para arribar al valor de mercado del Equity y el mismo dividido la cantidad de acciones en circulación deriva en el precio de la acción. La fórmula a partir de la cual se obtiene el proceso indicado es la siguiente:

EBIT x (1- alícuota impositiva)
+ Depreciaciones/ amortizaciones
- CAPEX
+/- Variación de capital de trabajo
<hr style="border: 1px solid black;"/>
Flujo de Fondos de la Firma

Ilustración 2- *Elaboración propia*

A continuación, se realizará la explicación de cómo se llegó a obtener cada uno de los valores de la fórmula mencionada, y las premisas de cálculo tomadas.

### Proyección de Ventas

Sin duda este es el principal punto a definir para la realización del DCF, debido a que las ventas representan la base de proyección del resto de los valores, como por ejemplo los resultados

operativos, el CAPEX o el capital de trabajo necesario. La metodología utilizada para Daimler se basó en primero realizar la proyección de la Industria total, realizando la proyección de los principales mercados (Estados Unidos, Europa y China), y aperturarlo entre vehículos comerciales y vehículos de pasajeros. De acuerdo al informe presentado en la sección de análisis de la industria, en el año 2018 la Industria Automotriz vendió 95,9 Millones de unidades, de las cuales los tres mercados mencionados representan el 63% de las mismas, lo cual se entendió como representativo para medir la evolución de la misma.

Como se mencionó, el primer paso fue realizar la evolución de los próximos 5 años para los mercados de Estados Unidos, Europa y China, tanto de la industria en su conjunto como la tendencia entre vehículos comerciales y de pasajeros. Luego, se estimó el Resto del Mundo como un ratio sobre el total industria, que refleja un 36% promedio. En el siguiente gráfico se puede ver la evolución obtenida para los mercados mencionados:

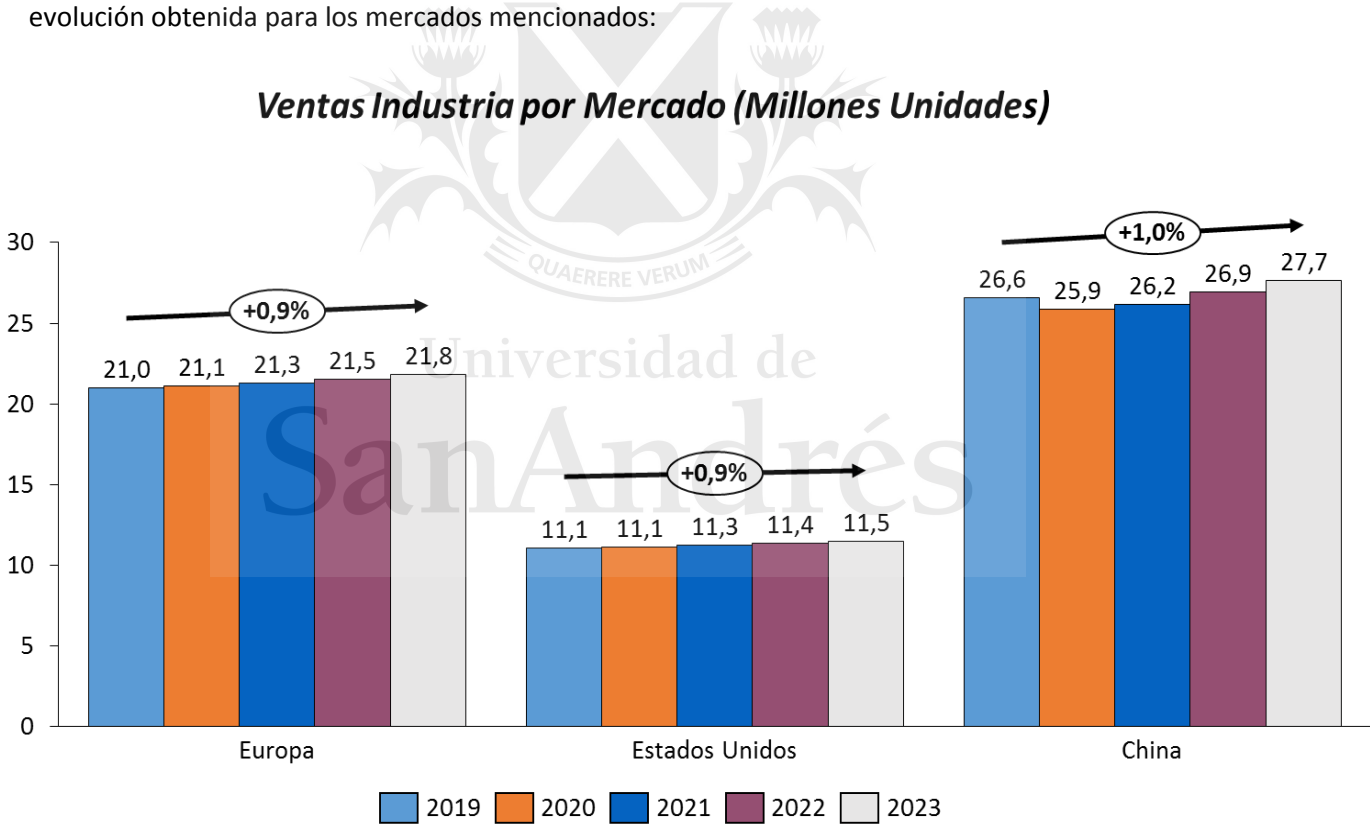


Gráfico 58- Fuente: *Elaboración propia*

Las premisas utilizadas para medir la evolución fueron las siguientes:

- Europa: para el año 2019 se estima que se reduzca un 1,5% el mercado continuando con la tendencia bajista de los últimos años y vinculado a una nueva caída del PBI estimado. Para

los siguientes años, se plantea que la Industria irá recuperando volumen en proporciones similares a la evolución del PBI. Se asume esta premisa ya que cuando se revisan años anteriores se ve que la evolución del volumen tiene una relación con este indicador macroeconómico. En cuanto a la apertura entre vehículos comerciales y de pasajeros, se tomó el promedio histórico que se encuentra en un 88% (autos / total), por ende ambos evolucionarán en la misma medida que el mercado en su conjunto.

- Estados Unidos: Se estima una caída del 2% en el 2019 basada en los impactos de la guerra comercial con China, sumado a la reducción del PBI de 2,9% a 2,5%. Luego se proyecta una recuperación hasta alcanzar el 1% de crecimiento anual, valor similar al PBI proyectado para los años posteriores. En cuanto al mix, este es el único caso donde se ve un cambio en la tendencia, viendo que desde 2014 a 2018, el ratio de vehículos de pasajeros / total se redujo de un 36% a un 24%, valor que se estima siga cayendo hasta el 2023 y alcance un 20% sobre el total. En el siguiente gráfico se puede ver más explícitamente lo mencionado:

### ***Evolución Pasajeros / Comerciales USA (Millones Unidades)***

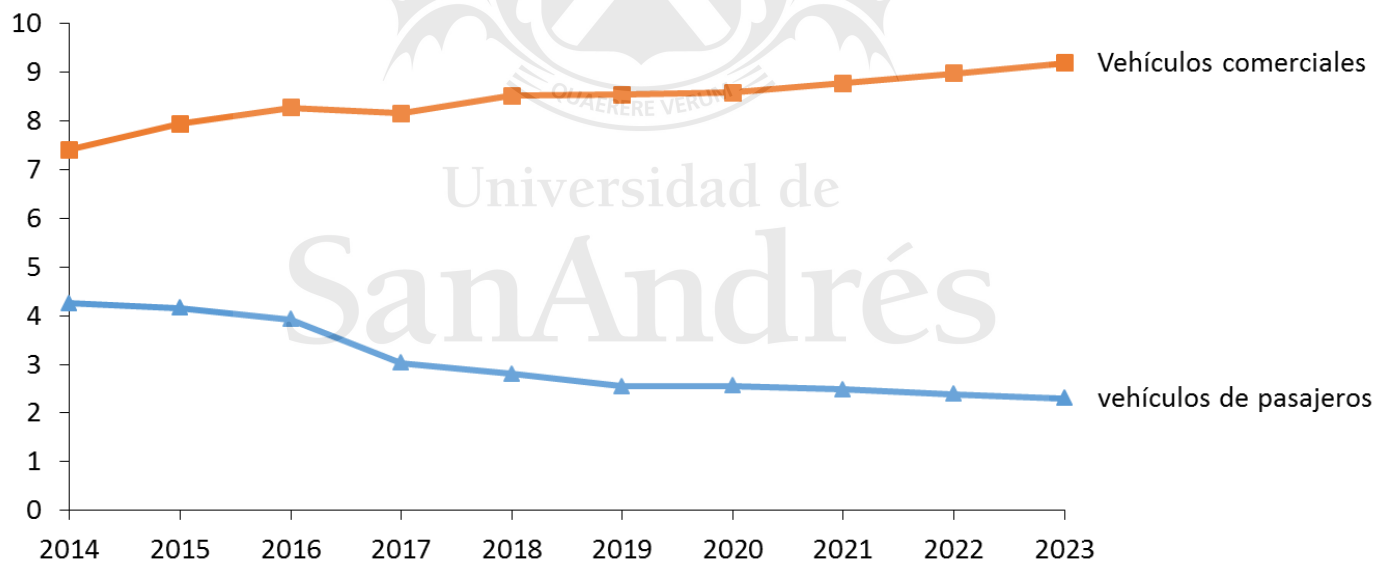


Gráfico 59- Fuente: *Elaboración propia*

- China: En este mercado vemos también el efecto de reducción de 2019 contra 2018 por la guerra comercial con USA, considerando en este caso un 4,5% de disminución. Al revisar los años anteriores, se ve que en este país la Industria tiene una tendencia de crecimiento cercana al 50% de lo que evoluciona el PBI, por ello,

se estima un 2020 con caída del 2,5%, 2021 con crecimiento del 1% y luego ya mantener el ratio del 50% sobre el producto del país. En cuanto al mix, al igual que Europa se nota que es constante la proporción entre los tipos de vehículos, por ello se calculó el promedio que es 85,3% y se mantuvo constante durante los años de proyección.

- Resto del Mundo: su cálculo que el 36% promedio no se explica por USA, China y Europa, y con la proyección de los tres anteriores se estimó este porcentaje para el resto del mundo. El mix se mantuvo constante en un 70% para autos y 30% para comerciales, salvo para 2019 que se consideró el 71% para realizar una baja paulatina hasta el 70%.

El total de la Industria quedó proyectado de la siguiente manera:

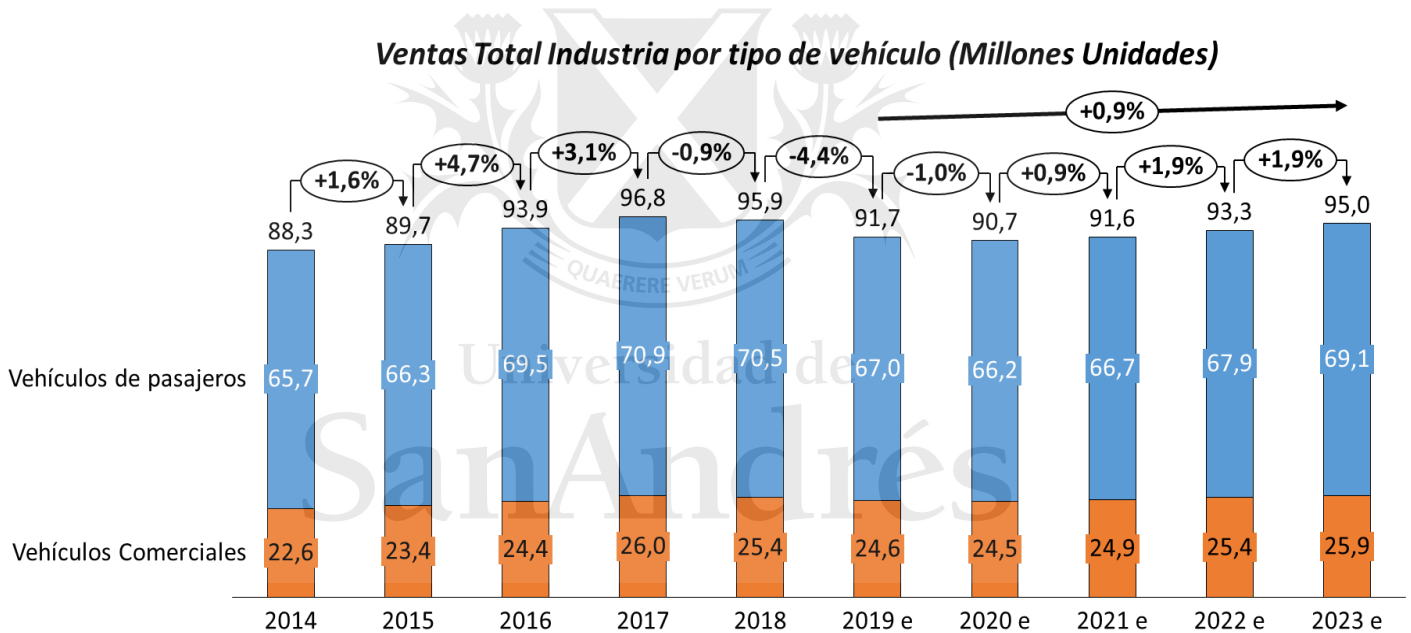


Gráfico 60- Fuente: Elaboración propia

Como segundo paso, se proyectaron los volúmenes de ventas de las 4 unidades de negocio productivas con las que opera Daimler. Para ello, se calculó el mercado potencial para los principales mercados (volumen anual / Market share) y se evolucionó cada mercado de acuerdo a lo expuesto previamente. Si bien la premisa general fue mantener el promedio de participación de mercado de cada unidad de Negocio, se evaluó los casos en donde la tendencia de ésta tenía una evolución marcada y ahí se aplicó otro porcentaje. Los casos donde se dieron variaciones son los siguientes con sus justificaciones:



- Autos:
  - China: Reducción de 2,9% a 2,5% debido al incremento de la competencia en dicho país.
- Camiones:
  - Europa: Aumento de porción de mercado de 20% a 22% debido al lanzamiento de nuevos productos con alta tecnología en pesados y la innovación en vehículos autónomos.
  - Estados Unidos: recupero del 40% de mercado con los nuevos lanzamientos de productos, al igual que en Europa.
- Utilitarios:
  - Suba paulatina para el 2021 alcanzar el share promedio de los últimos años para Europa y el resto de los mercados mantienen el promedio.
- Micros:
  - Recupero de mercado en América Latina para alcanzar el 52,94% que era el promedio de los últimos 4 años.

A continuación se presenta el total de Unidades proyectadas por Unidad de Negocio:

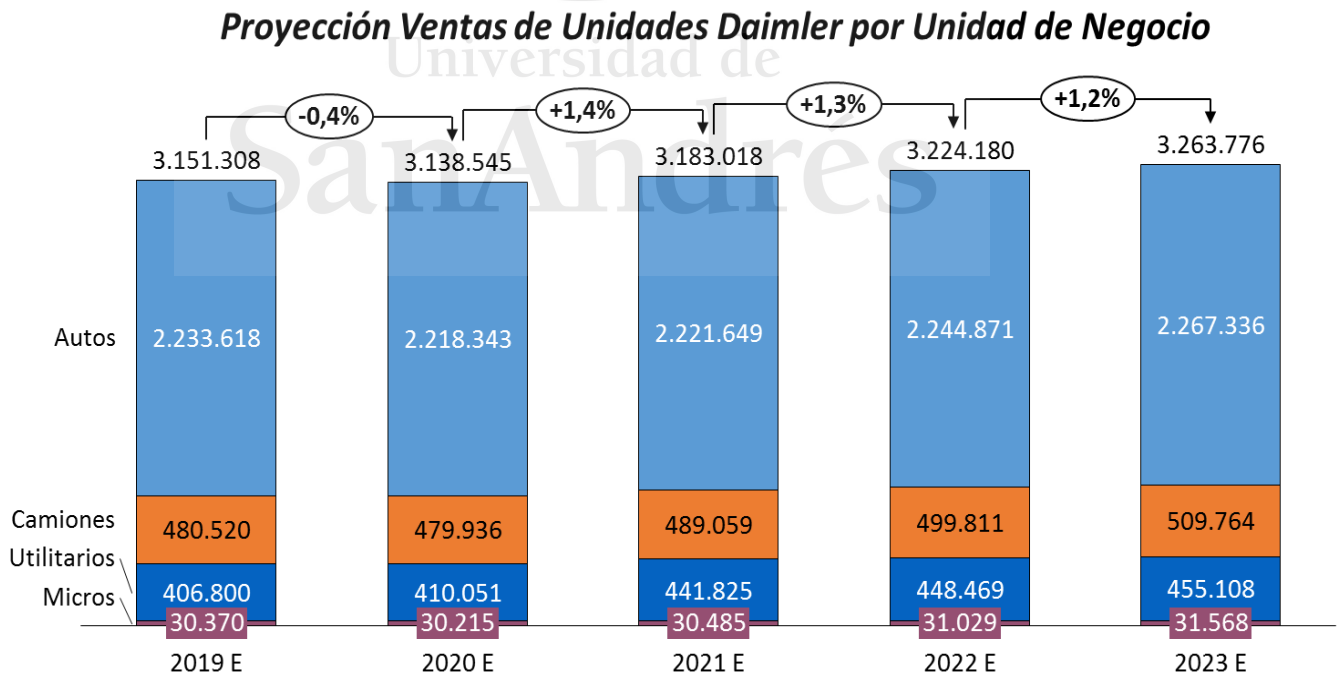


Gráfico 61- Fuente: Elaboración propia

Luego, para estimar la facturación total, se revisó que los aumentos de precios siguen la tendencia del IPC de cada mercado, por ello se tomó la proyección de dicho indicador para los mercados mencionados e incluyendo en este caso América Latina<sup>17</sup> (por la participación de vehículos comerciales). Tomando como base los años previos analizados, se hizo la evolución de la facturación afectando el volumen y el IPC de cada mercado. Para América Latina, se tomó la premisa de que no toda la inflación es trasladada a precios, con lo que solo el 50% es trasladado a precio debido a la dificultad de los países que lo componen. Es importante destacar que Argentina y Brasil son los mercados más importantes de la región y se encuentran atravesando dificultades económicas, y en eso se fundamenta el no traslado a precios del 100% del IPC. Por otra parte, la Compañía Financiera se lo estimó como un porcentaje sobre las ventas totales, teniendo un incremento en la participación tal como se mencionó previamente debido al desarrollo de las nuevas plataformas de movilidad y los nuevos negocios. En la siguiente tabla se ve la proyección de facturación:

Facturación (Mill. Euros)	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E	2023 E
Autos	88.941	90.268	92.443	95.625	98.938
Camiones	36.298	37.134	38.702	40.478	42.269
Utilitarios	13.386	13.756	15.107	15.653	16.220
Micros	4.563	4.643	4.776	4.959	5.148
<b>Total S/ Financiera</b>	<b>143.188</b>	<b>145.802</b>	<b>151.028</b>	<b>156.714</b>	<b>162.574</b>
% Financiera	18%	18%	18%	19%	20%
Compañía Financiera	25.774	26.244	27.185	29.776	32.515
<b>Total Facturación</b>	<b>168.962</b>	<b>172.046</b>	<b>178.213</b>	<b>186.490</b>	<b>195.089</b>

Tabla 10- *Elaboración propia*

La misma resultó aperturada por mercado en las siguientes proporciones:

<sup>17</sup> Statista – “Proyección anual de Inflación” – Recuperado de: <https://www.statista.com/statistics>

## **% ventas por región proyectadas**

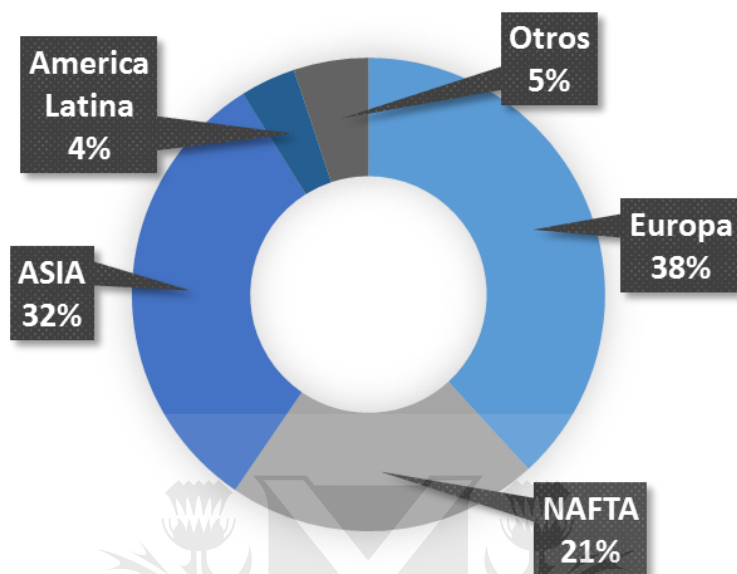


Gráfico 62- Fuente: *Elaboración propia*

### **Proyección de Márgenes**

Para realizar la proyección de resultados, se decidió proyectar de manera directa los márgenes de rentabilidad, en este caso el ratio EBIT/ Ventas, tomando como base los años anteriores y las tendencias de la industria y premisas mencionadas en el análisis financiero. Para ello se asumió una continuidad de disminución en 2019 del margen mencionado cayendo del 6,65% al 4,5%, para luego crecer paulatinamente hasta un valor de 8,5%, que se justifica en que es el promedio del Grupo de los últimos 4 años. Por otro lado, acorde a lo que se argumentó previamente este ratio siempre se encontró entre el 6% y 9%, con lo que resulta razonable que se establezca para la perpetuidad en el 8,5% mencionado. A continuación se presentan los principales conceptos que afectan la rentabilidad del negocio y que justifican los porcentajes considerados para proyectar:

- Costo de Mercadería vendida: Se calculó que el porcentaje promedio se ubica en un 79,3% sobre las ventas, y al no sufrir variaciones de mantuvo constante el margen bruto para los siguientes años. Con esta premisa se mejora con respecto al año 2018 que había sufrido un alza en el costo de las materias primas.

- Gastos Comerciales: Se mantienen en proporciones constantes a los años anteriores y por ende no generan impacto negativo en el EBIT/ Ventas.
- Gastos administrativos: Este es uno de los puntos más importantes y que justifican la reducción del EBIT/ Ventas, ya que se asume que la implementación de “Project Future” llevará un alto aumento de estos gastos. Con esto, se apunta a que progresivamente se alcancen las eficiencias propuestas por el directorio y por ello luego de la caída de rentabilidad del 2019, se irá mejorando la rentabilidad hasta llegar al 8,5% expuesto.
- Investigación y desarrollo: Se considera el segundo punto de justificación de reducción de rentabilidad de los primeros años, explicados por el requerimiento del mercado de incrementar la tecnología y los desarrollos en las unidades.
- La tasa impositiva para calcular luego el Resultado Neto se mantuvo constante en 28,6% que representa el promedio de los 4 años anteriores a la proyección.

Con esto, se obtienen los siguientes resultados:

### Resultado Neto – EBIT proyectado (Mill. Euros)

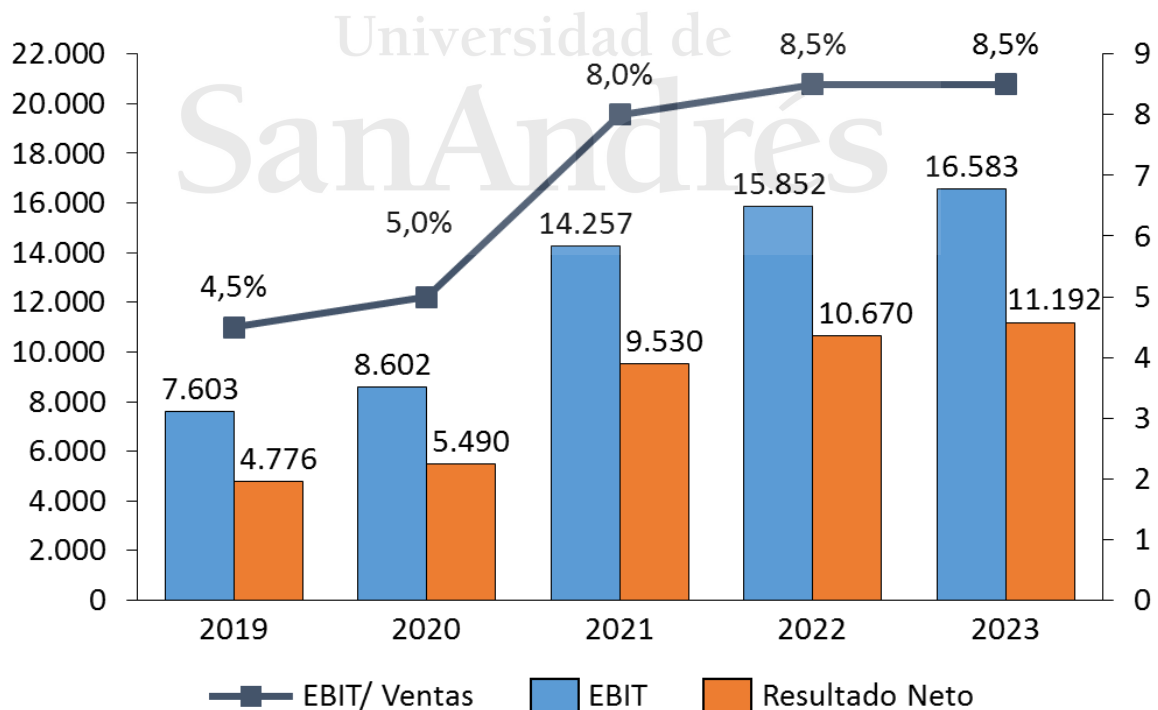


Gráfico 63- Fuente: Elaboración propia

Nota: Se puede ver en el Anexo la proyección completa.

### **Proyección de variables del Cash Flow**

Para la realización del Flujo de Fondos de la Firma, restan proyectar los siguientes conceptos:

- CAPEX: La inversión de capital de Daimler se encuentra compuesta por 3 conceptos, que son la inversión en Propiedad, Planta y Equipo, la porción activable de Investigación y Desarrollo y otras inversiones financieras. A continuación la estimación para cada uno.
  - Inversión en PP&E: Para este valor se calculó el porcentaje de inversión de los últimos años sobre ventas, el cual venía en crecimiento comenzando en un 3,4% en 2015 y alcanzando un 4,46% en 2018. Para los siguientes años y teniendo en cuenta los desarrollos de nuevos modelos, se estima que se incrementará a un 5% en 2019, y luego caerá 4,5% en 2020 y 4,3% en 2021 y los siguientes años ya se estabilizará en 4%, que es el promedio de los 4 años mencionados en el análisis.
  - Inversión en I&D: Este concepto tuvo un porcentaje relativamente constante sobre ventas ubicado en un 1,5%, pero teniendo en cuenta que los gastos de I&D sufrirán un alza, se considera que este concepto se incrementará en 2019 y 2020 a 2% y 2,5% respectivamente, y luego comenzará a reducirse hasta llegar al 1,5% promedio mencionado.
  - Inversiones Financieras: se mantendrá constante el monto promedio de los últimos 4 años.
- Depreciación: Se calculó que las depreciaciones y amortizaciones representan el 7,5% sobre el monto total de PP&E. A este valor se llegó adicionando las inversiones mencionadas como altas netas, y se aplicó el 7,5% sobre el total obtenido. Luego la depreciación acumulada para calcular el monto neto de PP&E, se calculó con el porcentaje histórico que se encuentra en el 62,9%.
- Capital de trabajo: como se mencionó en el análisis financiero, uno de los objetivos del nuevo presidente del Grupo es obtener una mejora en el ratio de capital de trabajo sobre ventas, por ello se estima una mejora progresiva de los ciclos para alcanzar un 15,23% en el año 2023. La mejora se obtuvo de la siguiente manera:
  - Inventarios: En el análisis de industria se vio que uno de las nuevas tendencias de la industria se basa en la reducción de inventarios. El inventario de Daimler se encontraba en un 21% promedio sobre el costo de ventas, habiendo visto que en

2018 el valor se encontraba alto en un 22%. Debido al lanzamiento de nuevos modelos, se proyecta que en el año 2019 el monto se incrementará a un 23% sobre el costo, y luego irá paulatinamente reduciéndose hasta alcanzar un 20%, que implica una reducción de casi el 13% sobre el valor 2019.

- Créditos por ventas: este rubro se encontraba en constante crecimiento desde el 2015 al 2018, habiendo alcanzado el 7,5% sobre las ventas. La premisa que se asumió, es que en 2019 se mantiene el alza llegando a un 8%, pero luego se reduce hasta 6,5% en 2023, logrando una clara mejora en los plazos de cobro.
- Cuentas por pagar: El mismo se encontraba en un 10,6% sobre el CMV, en 2018 siguiendo la tendencia alcista de las otras cuentas. En este punto, se asumió un 10,5% en 2019 y luego una reducción de 0,5% paulatina hasta llegar al 9% sobre el costo, el que se considera un ratio razonable y al que apunta el directorio.

Con lo mencionado, los valores mencionados quedan de la siguiente manera:

En Millones Euros	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E	2023 E
<b>CAPEX</b>	<b>13.104</b>	<b>13.320</b>	<b>12.861</b>	<b>11.534</b>	<b>12.007</b>
<i>Inversiones PP&amp;E</i>	8.448	7.742	7.663	7.460	7.804
<i>Inversión en I&amp;D</i>	3.379	4.301	3.921	2.797	2.926
<i>Inversiones Financieras</i>	1.277	1.277	1.277	1.277	1.277
<b>Capital de Trabajo</b>	<b>30.271</b>	<b>29.281</b>	<b>30.147</b>	<b>29.135</b>	<b>29.704</b>
<i>Inventarios</i>	30.828	30.026	31.102	31.067	30.952
<i>Cuentas por Cobrar</i>	13.517	12.903	12.475	12.122	12.681
<i>Cuentas por Pagar</i>	14.074	13.648	13.430	14.054	13.928
<b>Δ capital de trabajo</b>	<b>(2.381)</b>	<b>990</b>	<b>(865)</b>	<b>1.012</b>	<b>(570)</b>
<b>Depreciación</b>	<b>6.699</b>	<b>7.280</b>	<b>7.855</b>	<b>8.414</b>	<b>8.999</b>
<i>CAPEX / Ventas</i>	7,8%	7,7%	7,2%	6,2%	6,2%
<i>Capital de trabajo / Ventas</i>	17,9%	17,0%	16,9%	15,6%	15,2%

Tabla 11- *Elaboración propia*

### Proyección del Free Cash Flow

Con todos los puntos mencionados, se posee toda la información en EUROS y solo queda definir el tipo de cambio. Tomando como base el 1,14 que fue la cotización de la moneda al 31/12/2018, se asumió que al no ser esta una variable representativa del modelo, y que a su vez al ser una empresa global ajustaría sus precios y al tener una distribución de sus ventas en ambas monedas de forma equitativa, el tipo de cambio no tendría que sufrir alteraciones.

De acuerdo a lo expuesto, el Flujo de Fondos en dólares quedo expresado de la siguiente manera:

En millones	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E	2023 E
EBIT * (1-t) (*)	5.441	6.156	10.203	11.344	11.867
Depreciación + Amortización	6.699	7.280	7.855	8.414	8.999
+/- Capex	(13.104)	(13.320)	(12.861)	(11.534)	(12.007)
+/- Capital de trabajo	(2.381)	990	(865)	1.012	(570)
<b>FCF EUR</b>	<b>(3.345)</b>	<b>1.106</b>	<b>4.331</b>	<b>9.236</b>	<b>8.290</b>
<b>TC EUR/USD</b>	<b>1,140</b>	<b>1,140</b>	<b>1,140</b>	<b>1,140</b>	<b>1,140</b>
<b>FCF USD</b>	<b>(3.812)</b>	<b>1.260</b>	<b>4.935</b>	<b>10.524</b>	<b>9.446</b>

(\*) Tasa impositiva 28,44%

Tabla 12- *Elaboración propia*

### Tasa de descuento

El segundo paso dentro del método de valuación por flujo de caja de la firma, es el cálculo de la tasa de descuento, y en este caso lo que se utilizará es el WACC (Costo Promedio ponderado del capital, por las siglas en inglés). Esta tasa, pondera por las proporciones de Equity y de Deuda, la tasa de rentabilidad esperada por los accionistas (Ke) y la de la deuda (Kd), aplicándole a esta última el escudo fiscal. El escudo fiscal se refiere al menor pago de impuestos en términos absolutos por la pérdida de intereses generada por el apalancamiento de la empresa.

La fórmula del wacc es la siguiente:

$$WACC = Kd * (1-t) * Wd + Ke * We$$

$$Wd = D / (E+D)$$

$$We = E / (E+d)$$

### Costo del Capital Propio (Ke)

El método aplicado para el cálculo del costo del capital propio se basa en el modelo de CAPM (Capital Asset Pricing Model). Este modelo se basa principalmente en 3 puntos fundamentales que son la tasa libre de riesgo, la Beta y la prima de riesgo de mercado. Básicamente, fundamenta que el retorno esperado por los accionistas se calcula adicionándole a la tasa libre de riesgo, el riesgo no diversificable o más conocido como la beta afectando a la prima de riesgo de mercado que es el retorno adicional que se exige por invertir en el mercado por sobre la tasa libre de riesgo. La fórmula es la siguiente:

$$k_e = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

A continuación la definición de cada una y cómo se aplicó para el caso de Daimler:

- Tasa Libre de Riesgo: Se entiende por tasa libre de riesgo a aquella no solo que no cuenta con riesgo de crédito o de cobro, sino que la rentabilidad obtenida coincide con la esperada. Para el caso de Daimler y teniendo en cuenta que el Flujo de Fondos se encuentra en dólares, se tomó el Bono a 10 años del Tesoro Americano que se extrajo de la publicación de Damodaran<sup>18</sup> con datos históricos, utilizando la cotización del 31/12/2018. La misma se ubica en un 2,69%.
- Coeficiente Beta: La beta mide la sensibilidad de la acción ante los movimientos del mercado, es decir que es una medida de riesgo sistémico no diversificable de la acción. Cuando el Beta es menor a 1, significa que el activo es menos riesgoso que el mercado ya que ante un movimiento del 1% del mercado la acción se moverá en un monto menor a este, y cuando supera 1, implica que exagera el movimiento del mercado. Para el cálculo de la Beta de Daimler, en primer lugar se compararon los retornos semanales del S&P 500 con los del ADR de la empresa que cotiza en Estados Unidos (Ticker DDAIF) por 7 años. Con esto se obtuvo una Beta de 1,20 y a continuación se presentan los resultados de la regresión:

---

• <sup>18</sup> Damodaran, Asawath – “Historical Returns” (2019). Recuperado de:  
[www.damodaran.com](http://www.damodaran.com)



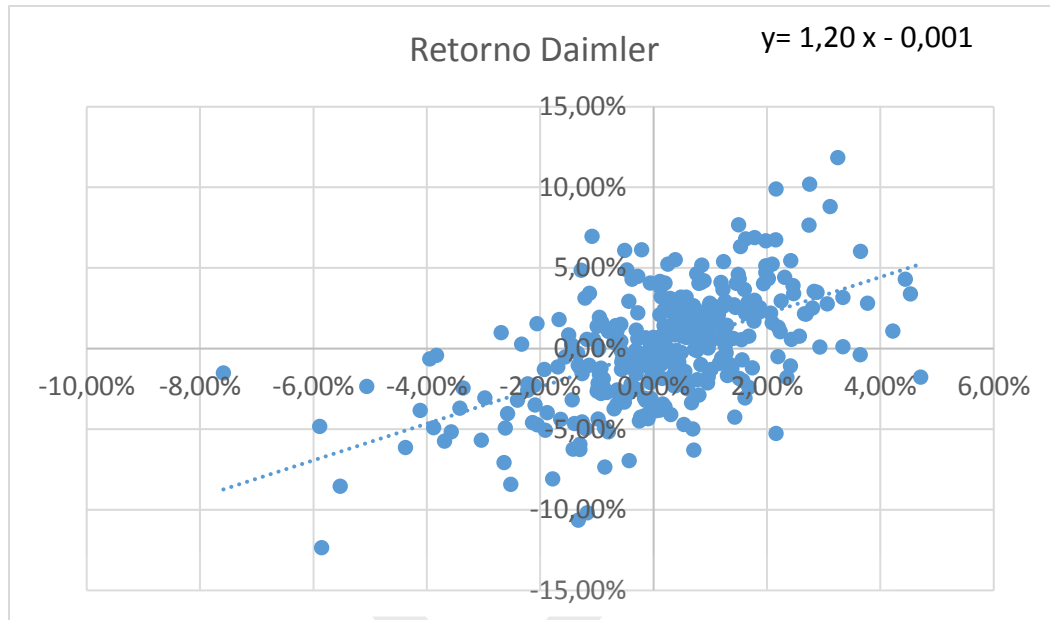


Gráfico 64- Fuente: Investing.com, S&P 500- DAIMLER – Elaboración propia

Resultado Regresión DAIMLER - S&P 500								
<i>Regression Statistics</i>								
Multiple R	0,57							
R Square	0,33							
Adjusted R Square	0,33							
Standard Error	0,03							
Observations	366,00							
<i>ANOVA</i>								
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>			
Regression	1,00	0,15	0,15	178,97	0,00			
Residual	364,00	0,31	0,00					
Total	365,00	0,46						
	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>	<i>Lower 95,0%</i>	<i>Upper 95,0%</i>
Intercept	(0,001)	0,002	(0,830)	0,407	(0,004)	0,002	(0,004)	0,002
X Variable 1	1,203	0,090	13,378	0,000	1,026	1,380	1,026	1,380

Tabla 13- Elaboración propia

- El R cuadrado obtenido de 0,33, expresa que solo el 33% de los movimientos del ADR de Daimler se explican por el movimiento del mercado. Este valor no resulta muy representativo, pero luego se hará la comprobación utilizando comparables.
- El intervalo de confianza se encuentra entre 1,026 y 1,380, lo que resulta representativo.

A su vez, se buscó validar este número al compararlo con el resultado de la Beta por comparables, y para ello se calcularon las Betas con retornos semanales entre el S&P 500

y las empresas General Motors, Ford, Volkswagen y BMW para 5 y 7 años, y se consideró más representativa la de mayor plazo. Con este cálculo se obtuvieron las Betas apalancadas de cada una de estas, y luego lo que se hizo fue el proceso de desapalancarlas y promediarlas, para luego apalancarlas por la estructura de Daimler y así obtener el valor de Beta que se utilizará luego en el CAPM. A continuación los resultados obtenidos:

	GM	Ford	Volkswagen	BMW
Beta Apalancada 5 años	1,215	1,024	1,048	1,053
Beta Apalancada 7 años	1,300	1,100	1,190	1,211
Marcap al 31/12/2018	46.662	32.894	69.731	46.529
Deuda	104.951	154.213	190.883	103.597
Tasa Efectiva Impuesto	19,4%	25,4%	21,9%	27,1%
D/E	2,25	4,69	2,74	2,23
<b>Beta desapalancada 7 años</b>	<b>0,46</b>	<b>0,24</b>	<b>0,38</b>	<b>0,46</b>
Beta Promedio	0,39			
D/E Daimler 31/12/2018	2,95			
Tasa Efectiva Daimler	28,55%			
<b>Beta apalancada Daimler</b>	<b>1,20</b>			

Tabla 14- Fuente: Investing.com– Elaboración propia

Como puede visualizarse, la Beta obtenida es el mismo valor que la calculada en la regresión, por ello se tomará este número como el válido para la confección del WACC.

- Prima de riesgo de mercado: Para el cálculo de la prima de riesgo de mercado, se utilizó la información obtenida de Damodaran, 2019 donde expone los retornos del S&P 500 y desde 1928 hasta 2018 y calcula el promedio geométrico de la rentabilidad. La rentabilidad de mercado se ubica en 9,49%, tasa a la que al restarle el 2,69% de la tasa libre de riesgo se obtiene una prima de riesgo de mercado de 6,80%.

En conclusión la tasa  $K_e$  obtenida resulta en 10,87%, realizando la cuenta  $K_e = 2,69\% + 1,20 * 6,8\%$ .

### Costo de la Deuda ( $K_d$ )

Para el cálculo del costo de la Deuda, se utilizó como base los Bonos de Largo Plazo emitidos por la Compañía Financiera de Daimler en Estados Unidos, y se calculó la Tasa de retorno (YTM o Yield to Maturity que es el término en Inglés) en los años 2018 y los primeros meses de 2019, para luego promediarlos y así obtener una  $K_d$  de 2,81%. En la siguiente tabla se ven los retornos de los bonos existentes y con los que se realizaron los cálculos:

Emisor (*)	Moneda	Cupón (semestral)	YTM	Precio	Vencimiento
Daimler Finance North America LLC	USD	3,8%	2,70%	108,49	22/02/2028
Daimler Finance North America LLC	USD	3,4%	3,19%	100,67	22/02/2023
Daimler Finance North America LLC	USD	3,7%	2,38%	105,05	04/05/2023
Daimler Finance North America LLC	USD	3,4%	3,19%	100,88	04/05/2023
Daimler Finance North America LLC	USD	4,3%	2,95%	111,84	22/02/2029
Daimler Finance North America LLC	USD	3,7%	2,75%	104,27	22/02/2024
Daimler Finance North America LLC	USD	4,3%	2,82%	113,03	22/02/2029
Daimler Finance North America LLC	USD	3,7%	2,52%	105,34	22/02/2024

<b>Tasa promedio</b>	<b>2,81%</b>
----------------------	--------------

Tabla 15- Fuente: Market Business Insider 2019 – Elaboración propia

(\*) Los valores fueron extraídos con sus cotizaciones al 06/09/2019.

## Estructura de Capital

El último punto para calcular el WACC es calcular el ponderador para las porciones de Equity y Deuda, y para ello, es necesario tomar estos valores a precio de mercado. El valor de mercado del equity, o conocido como “Market Cap”, al 31/12/2018 se encontraba en 49.116 Millones de Euros, compuesto por 1.070 millones de acciones y un precio de acción de 45,91 Euros por acción. Por otra parte, para la Deuda se utilizó la de libros, ya que no se contaba con el valor de mercado de la misma. El valor de los Estados Contables al 31/12/2018 era de 144.902 Millones de Euros, que al restarle la caja de 25.430 millones de Euros da una Deuda Neta de 119.472 Millones y por ende la porción de Deuda sobre el Enterprise Value fue 70,87% y el Equity 29,13%.

Con todo esto mencionado, el WACC calculado para Daimler es 4,73%, siendo la fórmula la siguiente:

$$4,59\% = 29,13\% * 10,87\% + 70,87\% * 2,81\% * (1 - 28,55\%).$$

## Valor Terminal

El último aspecto para calcular el Valor Actual de la Firma Daimler, es el cálculo del valor terminal. Como se supone que la empresa no tiene una fecha de vencimiento, se estima un “valor terminal” del Grupo basándose principalmente en el crecimiento esperado para los flujos posteriores al último calculado. Para ello el primer paso para la estimación del crecimiento futuro, fue tomar base en el

crecimiento de Industria planteado para Estados Unidos y Europa, considerados mercados maduros y con crecimientos estables, y ponderarlos de acuerdo a la relevancia de la venta en el Grupo. Luego, se tomó una inflación promedio del 1% anual para ajustar el crecimiento a valores nominales. Por consiguiente, la tasa de crecimiento utilizada para el valor terminal se obtuvo de la siguiente manera:

	<b>Crecimiento industria</b>	<b>Ponderador</b>
Europa	1,20%	64%
USA	1,00%	36%
<b>Crecimiento</b>		<b>1,13%</b>
Inflación estimada		1%
<b>Crecimiento terminal</b>		<b>2,14%</b>

Tabla 16- *Elaboración propia*

Por otro lado, y tal como se presentó en la proyección del flujo de fondos, el cash flow del 2023 calculado se encontraba en 9.657 Millones de Dólares, con lo cual aplicando la fórmula de cálculo de valor terminal, el resultado obtenido es el siguiente:

<b>Valor Terminal en Millones de Dólares</b>	
FCFF 2023	9.446
WACC	4,59%
Crecimiento Terminal	2,14%
<b>Valor Terminal</b>	<b>311.469</b>

Tabla 17- *Elaboración propia*

### Resultado de la Valuación

Finalmente y con todos los cálculos expuestos, la valuación de Daimler resulta con un Enterprise Value de 329.631 Millones de dólares, que al dividirlo por el tipo de cambio del momento de la valuación (1,14) da un Valor de la Firma de 289.277 Millones de Euros. Luego al restarse la Deuda Neta de 119.472 Millones de Euros (114.902 – 25.430), resulta en un Equity de 169.805 Millones, que al dividirse por 1.070 millones de acciones da un precio de acción de 158,72 Euros por acción. Si bien se considera un valor muy elevado comparado con el precio de mercado, el principal efecto se ve en una baja tasa de descuento obtenida por la metodología planteada. A su vez, en USD, el precio de la acción sería 180,86 USD.

## Análisis de Sensibilidad y Escenarios

Luego de obtener un resultado con la proyección planteada, es necesario evaluar distintas posibilidades y escenarios que podrían afectar la valuación, partiendo de la base que el futuro es incierto y que las premisas podrían sufrir alteraciones con el paso del tiempo.

### Escenario Pesimista

Para plantear un escenario pesimista, se buscó combinar las distintas posibilidades para estresar el escenario, vinculadas con la pérdida de cuota de mercado, caída del mercado y de rentabilidad, y ver el efecto que puede tener en la valuación. Las premisas que se tomaron para el cálculo fueron las siguientes:

- Reducción del 1% de participación de mercado de Autos y Camiones y caída de Financiera al 15% sobre total Venta.
- Reducción del mercado del 2% en 2019 y 2020 y 1% en 2021 y 2022 (sobre el crecimiento planteado en el escenario base).
- Reducción del 1% de margen operativo (EBIT/ Ventas).

Al afectar la valuación con todas estas premisas, las conclusiones que se obtienen son las siguientes:

- El valor terminal se reduce a 241.789 Millones de Dólares (22%).
- El valor de la Firma pasa de 329.631 Millones de Dólares a 264.589 Millones (reducción del 20%).
- El precio de la acción pasa a ser de 105,37 Euros y 120,07 dólares.
- Reducción del 25,5% de las ventas.

### Escenario Optimista

En contraposición con lo planteado en el escenario anterior, se hizo la evaluación de qué impacto tendría que las premisas tomadas para la Valuación sufran diferentes mejoras. Las mismas fueron:

- Aumento del 1% de participación de mercado en Autos y Camiones fundado en el éxito de los nuevos productos.

- Crecimiento de mercado en orden inverso a lo planteado en el escenario pesimista.
- Aumento del 1% de los márgenes de rentabilidad.

Las conclusiones obtenidas en este caso son las siguientes:

- El Valor terminal de la Firma resulta en 356.304 Millones de dólares, lo que implica un incremento del 14% sobre el escenario base.
- El Valor de la Firma pasa de 329.631 Millones de Dólares a 366.770 Millones, reflejando una mejora del 11%.
- El precio de la acción asciende a 189,18 Euros y 215,58 Dólares.
- Incremento del 26% de las ventas.

### **Sensibilidad de la Tasa de Deuda**

El principal aspecto que surge de la valuación se da en la tasa de descuento, más principalmente en la tasa de deuda que tiene la compañía. Debido a la coyuntura actual de tasas de interés en niveles muy bajos y que el Spread que cuenta la tasa de los Bonos utilizados para la valuación con la tasa libre de riesgo es de solo 12 puntos básicos, se decidió realizar un análisis de sensibilidad basado en la modificación de la tasa de endeudamiento. Para ello, partiendo del 2,81% de tasa de Deuda con la que se calculó el WACC, se procedió a afectarla subiendo de a 0,5% hasta un 3% para visualizar el efecto sobre el valor de la empresa y el precio de la acción. Lo que se encontró, es que de a cada 50 puntos básicos que se modifica esta, el precio de la acción se reduce 31 USD, lo que implica una variación porcentual del 17%. Esto se considera muy significativo y muestra un alto impacto en los valores de la valuación. Si se toma la variación del Valor de la firma, la suba de dicho porcentaje de la tasa implica una reducción del Valor 10% (31.761 Millones de Dólares).

En la siguiente tabla se puede ver con más claridad la sensibilidad del Valor de la Firma y precio de la acción ante la suba de tasas:

Aumento de tasa	+0%	+0,5%	+1%	+1,5%	+2%	+2,5%	+3%
Tasa Kd	2,81%	3,31%	3,81%	4,31%	4,81%	5,31%	5,81%
WACC	4,59%	4,84%	5,10%	5,35%	5,60%	5,86%	6,11%
Valor de la Firma en Mill. USD	329.631	296.870	269.732	246.885	227.389	210.560	195.885
Precio de la acción en USD	<b>180,86</b>	<b>150,24</b>	<b>124,87</b>	<b>103,52</b>	<b>85,29</b>	<b>69,56</b>	<b>55,85</b>
Precio de la acción en EUR	<b>158,72</b>	<b>131,85</b>	<b>109,59</b>	<b>90,84</b>	<b>74,85</b>	<b>61,05</b>	<b>49,01</b>
<b>Variación Precio Abs.</b>		<b>-30,62</b>	<b>-55,99</b>	<b>-77,34</b>	<b>-95,57</b>	<b>-111,30</b>	<b>-125,02</b>
<b>Variación Precio %</b>		<b>-17%</b>	<b>-31%</b>	<b>-43%</b>	<b>-53%</b>	<b>-62%</b>	<b>-69%</b>

Tabla 18- *Elaboración propia*

### Valuación por Múltiplos

El otro enfoque utilizado para realizar la valuación de Daimler, se basa en una valuación relativa aplicando múltiplos de valuación. La misma tiene como ventaja que permite una estimación del precio de la acción de manera rápida y sencilla, y mide la percepción del mercado sobre la misma. Un aspecto fundamental es determinar las empresas comparables para que la valuación sea representativa. Cabe destacar que para el caso de Daimler esta metodología es aplicable debido a que opera en mercados desarrollados, con alto nivel de información.

Al enfocarnos en la Industria automotriz, el principal múltiplo utilizado para valuar es EV /EBITDA, midiendo el valor de mercado de la empresa sobre el margen operativo sin depreciaciones ni amortizaciones. El mismo permite comparar empresas con distinta estructura de capital, y por ello se considera un adecuado múltiplo para comparar empresas y medir el precio de la acción de las mismas.

Para la aplicación de esta metodología en Daimler, se decidió considerar como empresas comparables a los grupos Volkswagen, BMW, General Motors, Ford y Renault. La justificación se basa en que estas 5 empresas cotizan en Estados Unidos y participan en mercados similares. El cálculo para la obtención de los múltiplos de valuación es el siguiente:

Al 31/12/2018	Volkswagen	BMW	GM	Ford	Renault
Precio acción	139,1	70,7	33,33	8,08	54,55
Cantidad acciones (Mill)	501	658	1400	4071	289,23
Marcap (Mill)	69.731	46.529	46.662	32.894	15.777
Deuda (Mill)	190.883	103.597	104951	154213	52675
Caja (Mill)	57.604	17.654	75293	33951	15698
EV (Mill)	203.010	132.472	76.320	153.156	52.754
EBITDA (Mill)	24.954	11.164	18.114,0	12.483,0	6.232,0
<b>EV/ EBITDA</b>	<b>8,14</b>	<b>11,87</b>	<b>4,21</b>	<b>12,27</b>	<b>8,47</b>

Tabla 19- Fuente: Investing.com - Elaboración propia

Ahora bien, para poder contextualizar y estimar el rango en el que se puede encontrar Daimler, es necesario agregar algunos ratios como lo son el ROE, EBIT/ Ventas, margen EBITDA y el crecimiento de los últimos 5 años. A continuación se presenta la tabla comparativa con los diferentes Grupos analizados:

	EV/EBITDA	ROE	EBIT/ Ventas	Margen EBITDA	Crecimiento 5 años
Volkswagen	8,14	10,36%	5,50%	10,58%	3,66%
BMW	11,87	12,41%	7,20%	13,00%	6,11%
GM	4,21	21,79%	6,25%	13,59%	2,06%
Ford	12,27	8,14%	2,07%	9,33%	1,76%
Renault	8,47	6,66%	5%	10,85%	7%
<b>Mediana</b>	<b>8,47</b>	<b>10,36%</b>	<b>5,50%</b>	<b>10,85%</b>	<b>3,66%</b>
<b>Daimler</b>	<b>8x - 12x</b>	<b>11,48%</b>	<b>6,65%</b>	<b>10,42%</b>	<b>6,50%</b>

Tabla 20- Fuente: Investing.com - Elaboración propia

Continuando con la valuación relativa, se puede calcular para los distintos niveles de EBITDA, el valor del Equity, el de la Firma y precio de la acción para un rango de múltiplos entre 8 y 11,5. Tener en cuenta que al aplicar el múltiplo al EBITDA se obtiene el Enterprise Value, y luego al restarle al Deuda Neta de la empresa con los valores expuestos en la tabla 18, se llega al valor del Equity y al precio de la acción:

EBITDA	EV/ EBITDA							
	8	8,5	9	9,5	10	10,5	11	11,5
11.164,00	89.312	94.894	100.476	106.058	111.640	117.222	122.804	128.386
14.300,50	114.404	121.554	128.705	135.855	143.005	150.155	157.306	164.456
17.437,00	139.496	148.215	156.933	165.652	174.370	183.089	191.807	200.526



21.195,50	169.564	180.162	190.760	201.357	211.955	222.553	233.151	243.748
24.954,00	199.632	212.109	224.586	237.063	249.540	262.017	274.494	286.971

EBITDA	Equity Value								
	8	8,5	9	9,5	10	10,5	11	11,5	
11.164,00	-	-	-	-	-	-	3.332	8.914	
14.300,50	-	2.082	9.233	16.383	23.533	30.683	37.834	44.984	
17.437,00	20.024	28.743	37.461	46.180	54.898	63.617	72.335	81.054	
21.195,50	50.092	60.690	71.288	81.885	92.483	103.081	113.679	124.276	
24.954,00	80.160	92.637	105.114	117.591	130.068	142.545	155.022	167.499	

EBITDA	Sensibilidad precio de la acción								
	8	8,5	9	9,5	10	10,5	11	11,5	
11.164,00	-	-	-	-	-	-	3,11	8,33	
14.300,50	-	1,95	8,63	15,31	22,00	28,68	35,36	42,05	
17.437,00	18,72	26,87	35,02	43,16	51,31	59,46	67,61	75,76	
21.195,50	46,82	56,73	66,63	76,54	86,45	96,35	106,26	116,16	
24.954,00	74,93	86,59	98,25	109,91	121,58	133,24	144,90	156,56	

Tabla 21- *Elaboración propia*

Con lo expuesto, se puede concluir que el Valor de la Firma de Daimler podría encontrarse entre 156.933 y 183.089 Millones de Euros teniendo un Equity entre 37.461 y 63.617 Millones. Con estos valores se concluye que el precio de la acción se debería encontrar entre 35 y 60 Euros.

## Cuadros y Anexos

### Proyección de Ventas

#### Proyección de Industria

Proyección Industria	2018	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E	2023 E
<b>Total Industria</b>	95.900.000	91.655.999	90.712.147	91.553.386	93.310.396	95.045.286
Vehículos de pasajeros	70.500.000	67.024.329	66.192.300	66.687.839	67.915.454	69.122.465
Vehículos comerciales	25.400.000	24.631.670	24.519.846	24.865.547	25.394.942	25.922.821
<b>Europa</b>	<b>21.333.651</b>	<b>21.013.646</b>	<b>21.118.714</b>	<b>21.287.664</b>	<b>21.543.116</b>	<b>21.801.634</b>
Vehículos de pasajeros	18.737.586	18.490.280	18.582.731	18.731.393	18.956.170	19.183.644
Vehículos comerciales	2.596.065	2.523.367	2.535.983	2.556.271	2.586.947	2.617.990
Crecimiento	-1,4%	-1,5%	0,5%	0,8%	1,2%	1,2%
% Autos / Total	87,8%	88,0%	88,0%	88,0%	88,0%	88,0%
<b>China</b>	<b>27.809.196</b>	<b>26.557.782</b>	<b>25.893.838</b>	<b>26.152.776</b>	<b>26.911.207</b>	<b>27.651.265</b>
Vehículos de pasajeros	23.529.423	22.666.058	22.099.407	22.320.401	22.967.693	23.599.304
Vehículos comerciales	4.279.773	3.891.724	3.794.431	3.832.375	3.943.514	4.051.961
Crecimiento	-4,2%	-4,5%	-2,5%	1,0%	2,9%	2,8%
% Autos / Total	84,6%	85,3%	85,3%	85,3%	85,3%	85,3%
<b>USA</b>	<b>11.314.705</b>	<b>11.088.411</b>	<b>11.143.853</b>	<b>11.255.291</b>	<b>11.367.844</b>	<b>11.481.523</b>
Vehículos de pasajeros	2.795.971	2.550.335	2.563.086	2.476.164	2.387.247	2.296.305
Vehículos comerciales	8.518.734	8.538.076	8.580.767	8.779.127	8.980.597	9.185.218
Crecimiento	1,1%	-2,0%	0,5%	1,0%	1,0%	1,0%
% Autos / Total	24,7%	23,0%	23,0%	22,0%	21,0%	20,0%
<b>ROW</b>	<b>35.442.448</b>	<b>32.996.160</b>	<b>32.555.741</b>	<b>32.857.655</b>	<b>33.488.229</b>	<b>34.110.865</b>
Autos	25.437.020	23.317.657	22.947.076	23.159.881	23.604.344	24.043.212
Comerciales	10.005.428	9.678.503	9.608.665	9.697.774	9.883.884	10.067.652
% ROW / Total	37%	36%	36%	36%	36%	36%
Autos/total ROW	72%	71%	70%	70%	70%	70%

#### Crecimiento por Tipo de vehículo y mercado:

	2018	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E	2023 E
<b>% Crecimiento Autos</b>	-0,49%	-4,93%	-1,24%	0,75%	1,84%	1,78%
Europa	-1,81%	-1,32%	0,50%	0,80%	1,20%	1,20%
China	-5,15%	-3,67%	-2,50%	1,00%	2,90%	2,75%
USA	-7,82%	-8,79%	0,50%	-3,39%	-3,59%	-3,81%
ROW	6,31%	-8,33%	-1,59%	0,93%	1,92%	1,86%
<b>% Crecimiento comerciales</b>	-2,12%	-3,02%	-0,45%	1,41%	2,13%	2,08%
Europa	1,76%	-2,80%	0,50%	0,80%	1,20%	1,20%
China	1,69%	-9,07%	-2,50%	1,00%	2,90%	2,75%
USA	-9,32%	-3,27%	-0,72%	0,93%	1,92%	1,86%
ROW	-9%	-3%	-1%	1%	2%	2%
<b>PBI</b>						
Europa	1,80%	1,20%	1,40%	1,30%	1,40%	1,20%
China	6,60%	6,20%	6,10%	6,00%	5,80%	5,50%
USA	2,90%	2,50%	1,70%	1,60%	1,20%	0,90%
Latina	1,60%	1,70%	2,50%	2,70%	1,60%	2,00%
<b>IPC</b>						
Europa	1,93%	1,55%	1,72%	1,82%	1,96%	2,00%
China	2,10%	2,28%	2,51%	2,80%	2,90%	3,00%
USA	2,44%	2,00%	2,70%	2,20%	2,20%	2,20%
Latina	3,40%	6,50%	5,10%	3,60%	3,60%	3,60%

## Proyección de Ventas por Unidad de Negocio

Concepto/ Mcdo	2018	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E	2023 E
<b>Autos</b>						
<b>Total Potencial (Principales Mcdos)</b>	<b>57.398.211</b>	<b>54.734.459</b>	<b>54.332.749</b>	<b>54.112.861</b>	<b>54.367.801</b>	<b>54.596.277</b>
Europa Potencial	15.849.581	15.640.391	15.718.593	15.844.342	16.034.474	16.226.888
Crecimiento Europa	-1,51%	-1,32%	0,50%	0,80%	1,20%	1,20%
USA Potencial	18.178.389	16.581.350	16.664.256	16.099.121	15.521.016	14.929.739
Crecimiento USA	7,6%	-8,8%	0,5%	-3,4%	-3,6%	-3,8%
China Potencial	23.370.241	22.512.718	21.949.900	22.169.399	22.812.311	23.439.650
Crecimiento China	-1,8%	-3,7%	-2,5%	1,0%	2,9%	2,8%
<b>Crecimiento potencial</b>	<b>1,1%</b>	<b>-4,6%</b>	<b>-0,7%</b>	<b>-0,4%</b>	<b>0,5%</b>	<b>0,4%</b>
	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Total Autos Daimler</b>	<b>2.382.791</b>	<b>2.233.618</b>	<b>2.218.343</b>	<b>2.221.649</b>	<b>2.244.871</b>	<b>2.267.336</b>
Europa	982.674	944.680	949.403	956.998	968.482	980.104
Alemania	323.763	326.170	327.800	330.423	334.388	338.400
Market ShareEpa	6,20%	6,04%	6,04%	6,04%	6,04%	6,04%
NAFTA	392.607	383.438	385.355	372.287	358.918	345.245
USA	327.211	328.311	329.952	318.763	307.316	295.609
Market Share USA	1,8%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Asia	921.077	826.269	805.612	813.669	837.265	860.290
China	677.737	570.322	556.064	561.625	577.912	593.804
Market Share China	2,90%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
America latina	0	-	-	-	-	-
Market Share	0	-	-	-	-	-
ROW	86.433	79.232	77.972	78.695	80.206	81.697
% crecimiento ROW	-12,19%	-8,33%	-1,59%	0,93%	1,92%	1,86%
<b>Crecimiento Autos</b>	<b>0,4%</b>	<b>-6,3%</b>	<b>-0,7%</b>	<b>0,1%</b>	<b>1,0%</b>	<b>1,0%</b>

Concepto/ Mcdo	2018	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E	2023 E
<b>Camiones</b>						
<b>Total Potencial (Principales Mcdos)</b>	<b>1.056.443</b>	<b>1.010.630</b>	<b>1.004.571</b>	<b>1.013.518</b>	<b>1.032.037</b>	<b>1.050.374</b>
Europa	414.515	402.907	404.921	408.161	413.059	418.015
<i>Crecimiento Europa</i>	5,8%	-2,80%	0,50%	0,80%	1,20%	1,20%
USA	413.809	400.288	397.400	401.085	408.782	416.383
<i>Crecimiento USA</i>	18,1%	-3,27%	-0,72%	0,93%	1,92%	1,86%
China	228.119	207.435	202.250	204.272	210.196	215.976
<i>Crecimiento China</i>	-0,3%	-9,07%	-2,50%	1,00%	2,90%	2,75%
<b><i>Crecimiento potencial</i></b>	<b>8,8%</b>	<b>-4,3%</b>	<b>-0,6%</b>	<b>0,9%</b>	<b>1,8%</b>	<b>1,8%</b>
<b>Total Camiones Daimler</b>	<b>517.335</b>	<b>480.520</b>	<b>479.936</b>	<b>489.059</b>	<b>499.811</b>	<b>509.764</b>
Europa	85.390	84.610	88.435	89.142	90.873	91.963
<i>Alemania</i>	32.939	35.980	37.606	37.907	38.643	39.106
<i>Market ShareEpa</i>	20,60%	21,00%	21,84%	21,84%	22,00%	22,00%
NAFTA	189.667	181.458	181.077	187.442	191.039	194.591
USA	160.558	155.312	154.986	160.434	163.513	166.553
<i>Market Share USA</i>	38,80%	38,8%	39,0%	40,0%	40,0%	40,0%
Asia	164.737	139.444	135.958	137.318	141.300	145.186
<i>China</i>	44.027	41.570	40.531	40.936	42.123	43.282
<i>Market Share China</i>	19,3%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
America latina	38.155	36.908	36.642	36.982	37.692	38.392
<i>Latina / Total</i>	-9,3%	-3,27%	-0,72%	0,93%	1,92%	1,86%
ROW	39.386	38.099	37.824	38.175	38.908	39.631
<i>% ROW</i>	-9,32%	-3,27%	-0,72%	0,93%	1,92%	1,86%
<b><i>Crecimiento Camiones</i></b>	<b>9,9%</b>	<b>-7,1%</b>	<b>-0,1%</b>	<b>1,9%</b>	<b>2,2%</b>	<b>2,0%</b>
<b>Utilitarios</b>						
<b>Total Potencial (Principales Mcdos)</b>	<b>2.285.511</b>	<b>2.219.328</b>	<b>2.224.910</b>	<b>2.243.280</b>	<b>2.273.452</b>	<b>2.303.774</b>
Europa	1.818.752	1.767.821	1.776.660	1.790.873	1.812.363	1.834.112
<i>Crecimiento Europa</i>	11,1%	-2,80%	0,50%	0,80%	1,20%	1,20%
USA	466.759	451.508	448.250	452.407	461.089	469.662
<i>Crecimiento USA</i>	2,5%	-3,27%	-0,72%	0,93%	1,92%	1,86%
China						
<i>Crecimiento China</i>						
<b><i>Crecimiento potencial</i></b>	<b>9,3%</b>	<b>-2,9%</b>	<b>0,3%</b>	<b>0,8%</b>	<b>1,3%</b>	<b>1,3%</b>
<b>Total Utilitarios Daimler</b>	<b>421.401</b>	<b>406.800</b>	<b>410.051</b>	<b>441.825</b>	<b>448.469</b>	<b>455.108</b>
Europa	278.269	270.477	275.382	305.881	309.552	313.266
<i>Alemania</i>	107.267	102.263	104.118	115.649	117.037	118.441
<i>Market ShareEpa</i>	15,30%	15,30%	15,50%	17,08%	17,08%	17,08%
NAFTA	50.851	46.810	46.472	46.903	47.803	48.692
USA	38.741	36.572	36.308	36.645	37.348	38.043
<i>Market Share USA</i>	8,30%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%
Asia	38.779	37.760	36.816	37.184	38.262	39.315
<i>China/ Japan</i>	29.068	26.432	25.772	26.029	26.784	27.521
<i>Crecimiento China</i>	22,1%	-9,1%	-2,5%	1,0%	2,9%	2,8%
America latina	18.735	18.123	17.992	18.159	18.507	18.852
<i>Latina / Total</i>	-9,32%	-3,27%	-0,72%	0,93%	1,92%	1,86%
ROW	34.767	33.631	33.388	33.698	34.345	34.983
<i>% ROW</i>	-9,32%	-3,27%	-0,72%	0,93%	1,92%	1,86%
<b><i>Crecimiento Utilitarios</i></b>	<b>5,1%</b>	<b>-3,5%</b>	<b>0,8%</b>	<b>7,7%</b>	<b>1,5%</b>	<b>1,5%</b>

Concepto/ Mcdo	2018	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E	2023 E
<b>Micros</b>						
<b>Total Potencial (Principales Mcdos)</b>	<b>32.014</b>	<b>31.117</b>	<b>31.273</b>	<b>31.523</b>	<b>31.901</b>	<b>32.284</b>
Europa	32.014	31.117	31.273	31.523	31.901	32.284
<i>Crecimiento Europa</i>	4,7%	-2,80%	0,50%	0,80%	1,20%	1,20%
USA						
<i>Crecimiento USA</i>						
China						
<i>Crecimiento China</i>						
<b>Crecimiento potencial</b>						
<b>Total Buses Daimler</b>	<b>30.888</b>	<b>30.370</b>	<b>30.215</b>	<b>30.485</b>	<b>31.029</b>	<b>31.568</b>
Europa	9.284	9.478	9.526	9.602	9.717	9.834
<i>Alemania</i>	2.902	3.050	3.066	3.090	3.127	3.165
<i>Market ShareEpa</i>	29,00%	30,46%	30,46%	30,46%	30,46%	30,46%
NAFTA	3.273	3.166	3.143	3.172	3.233	3.293
USA	3.236	3.129	3.106	3.135	3.195	3.254
<i>Crecimiento NAFTA</i>	-5,9%	-3,3%	-0,7%	0,9%	1,9%	1,9%
Asia	3.172	2.884	2.812	2.840	2.923	3.003
<i>China/ Japan</i>	0	-	-	-	-	-
<i>Crecimiento China</i>	35,1%	-9,07%	-2,50%	1,00%	2,90%	2,75%
America latina	13.681	13.411	13.315	13.438	13.696	13.951
<i>MKT Share Latina</i>	51,60%	52,94%	52,94%	52,94%	52,94%	52,94%
ROW	1.478	1.430	1.419	1.433	1.460	1.487
<i>Crecimiento ROW</i>	4,45%	-3,27%	-0,72%	0,93%	1,92%	1,86%
<b>Crecimiento Buses</b>	<b>7,7%</b>	<b>-1,7%</b>	<b>-0,5%</b>	<b>0,9%</b>	<b>1,8%</b>	<b>1,7%</b>

	2018	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E	2023 E
<b>Total volumen Unidades</b>	<b>3.352.415</b>	<b>3.151.308</b>	<b>3.138.545</b>	<b>3.183.018</b>	<b>3.224.181</b>	<b>3.263.775</b>
<b>Crecimiento</b>	<b>2,4%</b>	<b>-6,0%</b>	<b>-0,4%</b>	<b>1,4%</b>	<b>1,3%</b>	<b>1,2%</b>

## Facturación

	2018	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E	2023 E
<b>Autos</b>						
<b>Participacion</b>	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Europa	41%	42%	43%	43%	43%	43%
NAFTA	16%	17%	17%	17%	16%	15%
ASIA	39%	37%	36%	37%	37%	38%
America Latina	0%	0%	0%	0%	0%	0%
ROW	4%	4%	4%	4%	4%	4%
<b>Revenue Autos</b>	<b>93.103</b>	<b>88.941,36</b>	<b>90.268,26</b>	<b>92.443,21</b>	<b>95.624,62</b>	<b>98.937,75</b>
Europa	38.396,11	37.483,68	38.319,04	39.328,58	40.580,61	41.888,93
NAFTA	15.340,37	15.281,75	15.772,83	15.573,16	15.344,24	15.084,41
ASIA	35.989,32	33.020,98	33.003,57	34.266,94	36.283,24	38.399,46
America Latina	-	0	0	0	0	0
ROW	3.377,20	3.154,95	3.172,83	3.274,53	3.416,52	3.564,94
<i>Control</i>	-	-	-	-	-	-
<b>Crecimiento Total</b>	<b>-1,32%</b>	<b>-4,47%</b>	<b>1,49%</b>	<b>2,41%</b>	<b>3,44%</b>	<b>3,46%</b>

	2018	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E	2023 E
<b>Camiones</b>						
<b>Participacion</b>	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Europa	17%	18%	18%	18%	18%	18%
NAFTA	37%	38%	38%	38%	38%	38%
ASIA	32%	29%	28%	28%	28%	28%
America Latina	7%	8%	8%	8%	8%	8%
ROW	8%	8%	8%	8%	8%	8%
<b>Revenue camiones</b>	<b>38.273,00</b>	<b>36.298,20</b>	<b>37.134,04</b>	<b>38.701,85</b>	<b>40.477,87</b>	<b>42.268,69</b>
Europa	6.317,24	6.356,59	6.758,19	6.936,24	7.209,48	7.441,92
NAFTA	14.031,77	13.692,92	14.033,12	14.846,00	15.463,79	16.097,84
ASIA	12.187,42	10.551,45	10.545,89	10.949,58	11.593,87	12.270,08
50% America Latina	2.822,75	2.819,26	2.870,29	2.949,05	3.059,75	3.172,73
ROW	2.913,82	2.877,98	2.926,56	3.020,99	3.150,98	3.286,13
<i>Control</i>	-	-	-	-	-	-
<b>Crecimiento Total</b>	<b>7,04%</b>	<b>-5,16%</b>	<b>2,30%</b>	<b>4,22%</b>	<b>4,59%</b>	<b>4,42%</b>

		2018	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E	2023 E
<b>Utilitarios</b>	<b>Participacion</b>	100%	100%	100%	100%	100%	100%
	Europa	66%	66%	67%	69%	69%	69%
	NAFTA	12%	12%	11%	11%	11%	11%
	ASIA	9%	9%	9%	8%	9%	9%
	America Latina	4%	4%	4%	4%	4%	4%
	ROW	8%	8%	8%	8%	8%	8%
	<b>Revenue Utilitarios</b>	<b>13.626,00</b>	<b>13.385,77</b>	<b>13.756,41</b>	<b>15.107,40</b>	<b>15.652,62</b>	<b>16.220,43</b>
	Europa	8.997,83	8.881,42	9.198,03	10.402,67	10.733,84	11.079,90
	NAFTA	1.644,27	1.543,87	1.574,12	1.623,67	1.691,23	1.760,57
	ASIA	1.253,92	1.248,81	1.248,15	1.295,93	1.372,18	1.452,21
50%	America Latina	605,80	605,05	616,00	632,90	656,66	680,91
	ROW	1.124,19	1.106,63	1.120,11	1.152,24	1.198,71	1.246,83
	Control	-	-	-	-	-	-
	<b>Crecimiento Total</b>	<b>3,53%</b>	<b>-1,76%</b>	<b>2,77%</b>	<b>9,82%</b>	<b>3,61%</b>	<b>3,63%</b>
<b>Micros</b>	<b>Participacion</b>	100%	100%	100%	100%	100%	100%
	Europa	30%	31%	32%	31%	31%	31%
	NAFTA	11%	10%	10%	10%	10%	10%
	ASIA	10%	9%	9%	9%	9%	10%
	America Latina	44%	44%	44%	44%	44%	44%
	ROW	5%	5%	5%	5%	5%	5%
	<b>Revenue Buses</b>	<b>4.529,00</b>	<b>4.562,55</b>	<b>4.643,13</b>	<b>4.775,92</b>	<b>4.958,83</b>	<b>5.147,62</b>
	Europa	1.361,28	1.411,32	1.442,77	1.480,78	1.527,92	1.577,18
	NAFTA	479,91	473,51	482,79	497,99	518,71	539,98
	ASIA	465,10	432,57	432,34	448,89	475,31	503,03
50%	America Latina	2.006,00	2.030,36	2.067,11	2.123,84	2.203,56	2.284,93
	ROW	216,71	214,79	218,12	224,43	233,33	242,51
	Control	-	-	-	-	-	-
	<b>Crecimiento Total</b>	<b>0,11%</b>	<b>0,74%</b>	<b>1,77%</b>	<b>2,86%</b>	<b>3,83%</b>	<b>3,81%</b>
<b>Total (s/ fin)</b>	<b>Revenue</b>	<b>149.531,00</b>	<b>143.187,89</b>	<b>145.801,85</b>	<b>151.028,39</b>	<b>156.713,93</b>	<b>162.574,49</b>
	Europa	55.072,46	54.133,01	55.718,03	58.148,26	60.051,86	61.987,93
	NAFTA	31.496,31	30.992,05	31.862,85	32.540,81	33.017,98	33.482,80
	ASIA	49.895,76	45.253,81	45.229,94	46.961,34	49.724,60	52.624,78
	America Latina	5.434,54	5.454,67	5.553,40	5.705,79	5.919,96	6.138,57
	ROW	7.631,93	7.354,36	7.437,63	7.672,19	7.999,54	8.340,40
<b>Compañía Financiera</b>		26.269	25.774	26.244	27.185	29.776	32.515
% sobre total		18%	18%	18%	18%	19%	20%
<b>Others</b>		(8.438)	0	0	0	0	0
<b>Total Revenue</b>		<b>167.362,00</b>	<b>168.961,71</b>	<b>172.046,18</b>	<b>178.213,50</b>	<b>186.489,57</b>	<b>195.089,39</b>
<b>Crecimiento Total</b>		<b>1,95%</b>	<b>0,96%</b>	<b>1,83%</b>	<b>3,58%</b>	<b>4,64%</b>	<b>4,61%</b>
<b>Total (s/ fin)</b>	<b>% por region</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
	Europa	37%	38%	38%	39%	38%	38%
	NAFTA	21%	22%	22%	22%	21%	21%
	ASIA	33%	32%	31%	31%	32%	32%
	America Latina	4%	4%	4%	4%	4%	4%
	ROW	5%	5%	5%	5%	5%	5%

## Proyección del Cash Flow

	2015	2016	2017	2018	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E	2023 E
Revenue	149.467	153.261	164.154	167.362	168.962	172.046	178.213	186.490	195.089
Cost of sales	-118.017	-121.298	-129.626	-134.295	-134.034	-136.481	-141.373	-147.938	-154.760
<b>Gross profit</b>	<b>31.450</b>	<b>31.963</b>	<b>34.528</b>	<b>33.067</b>	<b>34.928</b>	<b>35.566</b>	<b>36.840</b>	<b>38.551</b>	<b>40.329</b>
Costos Fijos y Variables	-17.621	-17.720	-20.180	-21.935	-27.325	-26.963	-22.583	-22.700	-23.746
<b>EBIT</b>	<b>13.829</b>	<b>14.243</b>	<b>14.348</b>	<b>11.132</b>	<b>7.603</b>	<b>8.602</b>	<b>14.257</b>	<b>15.852</b>	<b>16.583</b>
Resultados Financieros	1.085	1.669	381	537	918	918	918	918	918
<b>Rdo antes Impuesto</b>	<b>12.744</b>	<b>12.574</b>	<b>13.967</b>	<b>10.595</b>	<b>6.685</b>	<b>7.684</b>	<b>13.339</b>	<b>14.934</b>	<b>15.665</b>
Tax	-4.033	-3.790	-3.350	-3.013	-1.909	-2.194	-3.809	-4.264	-4.473
<b>Net Income</b>	<b>8.711</b>	<b>8.784</b>	<b>10.617</b>	<b>7.582</b>	<b>4.776</b>	<b>5.490</b>	<b>9.530</b>	<b>10.670</b>	<b>11.192</b>
Effective Tax rate	-31,6%	-30,1%	-24,0%	-28,4%	-28,6%	-28,6%	-28,6%	-28,6%	-28,6%
Gross Profit	-79,0%	-79,1%	-79,0%	-80,2%	-79,3%	-79,3%	-79,3%	-79,3%	-79,3%
<b>EBITDA</b>	<b>19.213</b>	<b>19.721</b>	<b>20.024</b>	<b>17.437</b>	<b>14.303</b>	<b>15.882</b>	<b>22.112</b>	<b>24.266</b>	<b>25.582</b>
Depreciacion	5.384	5.478	5.676	6.305	6.699	7.280	7.855	8.414	8.999
CAPEX	8.559	9.100	11.078	10.887	13.104	13.320	12.861	11.534	12.007
<b>Working Capital</b>	<b>22.266</b>	<b>24.431</b>	<b>25.230</b>	<b>27.890</b>	<b>30.271</b>	<b>29.281</b>	<b>30.147</b>	<b>29.135</b>	<b>29.704</b>
EBIT/ Ventas	9,25%	9,29%	8,74%	6,65%	4,50%	5,00%	8,00%	8,50%	8,50%
EBITDA/ Ventas	12,85%	12,87%	12,20%	10,42%	8,46%	9,23%	12,41%	13,01%	13,11%
CAPEX / Ventas	5,73%	5,94%	6,75%	6,51%	7,76%	7,74%	7,22%	6,18%	6,15%
Working Capital/ Ventas	14,90%	15,94%	15,37%	16,66%	17,92%	17,02%	16,92%	15,62%	15,23%

	2015	2016	2017	2018	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E	2023 E
<b>Capital expenditure total</b>	<b>8.559</b>	<b>9.100</b>	<b>11.078</b>	<b>10.887</b>	<b>13.104</b>	<b>13.320</b>	<b>12.861</b>	<b>11.534</b>	<b>12.007</b>
Investment in pp&e	5.075	5.852	6.701	7.470	8.448	7.742	7.663	7.460	7.804
Capitalized development costs	1.804	2.315	2.773	2.526	3.379	4.301	3.921	2.797	2.926
Financial investments	1.680	933	1.604	891	1.277	1.277	1.277	1.277	1.277
Investment in pp&e/ventas	3,40%	3,82%	4,08%	4,46%	5,00%	4,50%	4,30%	4,00%	4,00%
Capitalized development costs/ Ventas	1,21%	1,51%	1,69%	1,51%	2,00%	2,50%	2,20%	1,50%	1,50%
<b>PPE Gross</b>	<b>67.360</b>	<b>72.217</b>	<b>74.819</b>	<b>80.876</b>	<b>89.324</b>	<b>97.066</b>	<b>104.729</b>	<b>112.189</b>	<b>119.993</b>
Depreciacion Acumulada	43.038	45.836	46.838	49.928	56.207	61.078	65.900	70.594	75.505
<b>PPE neto</b>	<b>24.322</b>	<b>26.381</b>	<b>27.981</b>	<b>30.948</b>	<b>33.117</b>	<b>35.988</b>	<b>38.829</b>	<b>41.595</b>	<b>44.488</b>
Depr Ac/ PPE Gross	63,9%	63,5%	62,6%	61,7%	62,9%	62,9%	62,9%	62,9%	62,9%
<b>Depreciacion</b>	<b>5384</b>	<b>5478</b>	<b>5676</b>	<b>6305</b>	<b>6.699</b>	<b>7.280</b>	<b>7.855</b>	<b>8.414</b>	<b>8.999</b>
Depreciacion / PPE	7,99%	7,59%	7,59%	7,80%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%
<b>Capital de trabajo</b>	<b>22.266</b>	<b>24.431</b>	<b>25.230</b>	<b>27.890</b>	<b>30.271</b>	<b>29.281</b>	<b>30.147</b>	<b>29.135</b>	<b>29.704</b>
Inventarios	23760	25384	25686	29489	30.828	30.026	31.102	31.067	30.952
Cuentas a Cobrar	9.054	10.614	11.995	12.586	13.517	12.903	12.475	12.122	12.681
Cuentas a Pagar	10.548	11.567	12.451	14.185	14.074	13.648	13.430	14.054	13.928
Inventario / CMV	20,1%	20,9%	19,8%	22,0%	23%	22%	22%	21%	20%
Creditos / Ventas	6,1%	6,9%	7,3%	7,5%	8,00%	7,50%	7,00%	6,50%	6,50%
Ctas a Pagar/ Ventas	8,9%	9,5%	9,6%	10,6%	10,5%	10,0%	9,50%	9,50%	9%

## Valuación y Escenarios

### DCF

EN millones EUROS		2019 E	2020 E	2021 E	2022 E	2023 E
EBIT * (1-t)	-28,44%	5.441	6.156	10.203	11.344	11.867
Depreciación + Amortización		6.699	7.280	7.855	8.414	8.999
+/- Capex		(13.104)	(13.320)	(12.861)	(11.534)	(12.007)
+/- WC		(2.381)	990	(865)	1.012	(570)
<b>FCF EUR</b>		<b>(3.345)</b>	<b>1.106</b>	<b>4.331</b>	<b>9.236</b>	<b>8.290</b>
<b>Tc</b>	<b>1,140</b>	<b>1,140</b>	<b>1,140</b>	<b>1,140</b>	<b>1,140</b>	<b>1,140</b>
<b>FCF USD</b>		<b>(3.812)</b>	<b>1.260</b>	<b>4.935</b>	<b>10.524</b>	<b>9.446</b>
<b>DCF</b>		<b>(3.644)</b>	<b>1.152</b>	<b>4.313</b>	<b>8.794</b>	<b>7.547</b>

	EUR	USD
VA DCF	18.162	18.162
Valor terminal USD	311.469	311.469
Enterprise Value USD	329.631	329.631
Enterprise Value EUR	289.277	
Caja	25.430	28.977,5
Deuda	144.902	165.115,8
Equity	169.805	193.493
Cant de acciones en millones	1.070	1.070
<b>Precio de la acción al 31/12</b>	<b>158,72</b>	<b>180,86</b>
Precio al 31/12	45,91	

**WACC 4,59%**

#### Crecimiento Ponderador

Europa	1,20%	65%
USA	1,00%	35%
<b>Crecimiento</b>	<b>1,13%</b>	
Inflación estimada		1%
<b>Crecimiento terminal</b>	<b>2,14%</b>	

#### Suba de Tasas

Kd	2,81%	3,31%	3,81%	4,31%	4,81%	5,31%	5,81%
<b>WACC</b>	<b>4,59%</b>	<b>4,84%</b>	<b>5,10%</b>	<b>5,35%</b>	<b>5,60%</b>	<b>5,86%</b>	<b>6,11%</b>

#### Crecimiento industria Ponderador

		PBI
Europa	1,20%	65%
USA	1,00%	35%
<b>Crecimiento</b>	<b>1,13%</b>	
Inflación estimada		1%
<b>Crecimiento terminal</b>	<b>2,14%</b>	



EN millones EUROS		2019 E	2020 E	2021 E	2022 E	2023 E
EBIT * (1-t)	-28,44%	5.441	6.156	10.203	11.344	11.867
Depreciación + Amortización		6.699	7.280	7.855	8.414	8.999
+/- Capex		(13.104)	(13.320)	(12.861)	(11.534)	(12.007)
+/- WC		(2.381)	990	(865)	1.012	(570)
<b>FCF EUR</b>		<b>(3.345)</b>	<b>1.106</b>	<b>4.331</b>	<b>9.236</b>	<b>8.290</b>
<b>Tc</b>	<b>1,140</b>	<b>1,140</b>	<b>1,140</b>	<b>1,140</b>	<b>1,140</b>	<b>1,140</b>
<b>FCF USD</b>		<b>(3.812)</b>	<b>1.260</b>	<b>4.935</b>	<b>10.524</b>	<b>9.446</b>
<b>DCF</b>		<b>(3.644)</b>	<b>1.152</b>	<b>4.313</b>	<b>8.794</b>	<b>7.547</b>

	Escenario base	+0,5%	+1%	+1,5%	+2%	+2,5%	+3%
VA DCF	18.162	17.959	17.758	17.560	17.365	17.172	16.981
Valor terminal USD	311.469	278.911	251.973	229.325	210.025	193.388	178.904
Enterprise Value USD	329.631	296.870	269.732	246.885	227.389	210.560	195.885
Enterprise Value EUR							
Caja	28.977	28.977	28.977	28.977	28.977	28.977	28.977
Deuda	165.116	165.116	165.116	165.116	165.116	165.116	165.116
Equity	193.493	160.732	133.593	110.747	91.251	74.421	59.747
Cant de acciones en millones	1.070	1.070	1.070	1.070	1.070	1.070	1.070
<b>Precio de la acción al 31/12</b>	<b>180,86</b>	<b>150,24</b>	<b>124,87</b>	<b>103,52</b>	<b>85,29</b>	<b>69,56</b>	<b>55,85</b>

## Escenario Pesimista

EN millones EUROS		2019 E	2020 E	2021 E	2022 E	2023 E
EBIT * (1-t)	-28,44%	3.269	3.689	6.635	7.321	7.643
Depreciación + Amortización		6.555	6.990	7.417	7.827	8.254
+/- Capex		(10.413)	(10.299)	(9.887)	(8.779)	(9.109)
+/- WC		4.507	1.449	(473)	1.097	(373)
<b>FCF EUR</b>		<b>3.918</b>	<b>1.829</b>	<b>3.693</b>	<b>7.466</b>	<b>6.415</b>
<b>Tc</b>	<b>1,140</b>	<b>1,140</b>	<b>1,140</b>	<b>1,140</b>	<b>1,140</b>	<b>1,140</b>
<b>FCF USD</b>		<b>4.464</b>	<b>2.084</b>	<b>4.208</b>	<b>8.507</b>	<b>7.310</b>
<b>DCF</b>		<b>4.268</b>	<b>1.905</b>	<b>3.678</b>	<b>7.109</b>	<b>5.840</b>

	Escenario Pesimista	Escenario Base	Δ	USD
VA DCF	22.801	18.162	4.639	22.801
Valor terminal USD	241.789	311.469	(69.681)	241.789
Enterprise Value USD	264.589	329.631	(65.042)	264.589
Enterprise Value EUR	232.198	289.277	(57.079)	
Caja	25.430	25.430	-	28.977
Deuda	144.902	144.902	-	165.116
Equity	112.726	169.805	(57.079)	128.451
Cant de acciones en millones	1.070	1.070	-	1.070
<b>Precio de la acción al 31/12</b>	<b>105,37</b>	<b>158,72</b>	<b>(53,35)</b>	<b>120,07</b>

**WACC** 4,59%

### Crecimiento Ponderador

Europa	1,20%	69%
USA	1,00%	31%
<b>Crecimiento</b>		<b>1,14%</b>
Inflación estimada		1%
<b>Crecimiento terminal</b>		<b>2,15%</b>

## Escenario Optimista

EN millones EUROS		2019 E	2020 E	2021 E	2022 E	2023 E
EBIT * (1-t)	-28,44%	8.256	7.776	12.861	14.425	14.967
Depreciación + Amortización		6.852	7.586	8.310	9.022	9.760
+/- Capex		(15.960)	(16.490)	(15.879)	(14.320)	(14.810)
+/- WC		(9.689)	590	(1.013)	954	(417)
<b>FCF EUR</b>		<b>(10.541)</b>	<b>(538)</b>	<b>4.279</b>	<b>10.081</b>	<b>9.500</b>
Tc	1,140	1,140	1,140	1,140	1,140	1,140
<b>FCF USD</b>		<b>(12.012)</b>	<b>(613)</b>	<b>4.876</b>	<b>11.487</b>	<b>10.825</b>
<b>DCF</b>		<b>(11.484)</b>	<b>(560)</b>	<b>4.262</b>	<b>9.599</b>	<b>8.649</b>

	Escenario Optimista	Escenario Base	Δ		USD
VA DCF	10.465	18.162	(7.697)		10.465
Valor terminal USD	356.304	311.469	44.835	14%	356.304
Enterprise Value USD	366.770	329.631	37.139	11%	366.770
Enterprise Value EUR	321.869	289.277	32.592	11%	
Caja	25.430	25.430	-		28.977
Deuda	144.902	144.902	-		165.116
Equity	202.397	169.805	32.592		230.631
Cant de acciones en millones	1.070	1.070	-		1.070
<b>Precio de la acción al 31/12</b>	<b>189,18</b>	<b>158,72</b>	<b>30,46</b>		<b>215,58</b>

**WACC** 4,59%

### Crecimiento Ponderador

Europa	1,20%	63%
USA	1,00%	37%
<b>Crecimiento</b>		<b>1,13%</b>
Inflación estimada		1%
<b>Crecimiento terminal</b>		<b>2,14%</b>

## Múltiplos

Al 31/12/2018	Daimler	Volkswagen	BMW	GM	Ford	Renault
Precio acción	45,91	139,1	70,7	33,33	8,08	54,55
Cantidad acciones	1.070	501	658	1400	4071	289,23
Marcap (Mill Euros)	49.116	69.731	46.529	46.662	32.894	15.777
Deuda	144.902	190.883	103.597	104951	154213	52675
Caja	25.430	57.604	17.654	75293	33951	15698
EV	168.588	203.010	132.472	76.320	153.156	52.754
EBITDA	17.437	24.954	11.164	18.114,0	12.483,0	6.232,0
<b>EV/ EBITDA</b>	<b>9,67</b>	<b>8,14</b>	<b>11,87</b>	<b>4,21</b>	<b>12,27</b>	<b>8,47</b>

	EV/EBITDA	ROE	EBIT/ Ventas	Margen EBITDA	Crecimiento 5 años
Volkswagen	8,14	10,36%	5,50%	10,58%	3,66%
BMW	11,87	12,41%	7,20%	13,00%	6,11%
GM	4,21	21,79%	6,25%	13,59%	2,06%
Ford	12,27	8,14%	2,07%	9,33%	1,76%
Renault	8,47	6,66%	5%	10,85%	7%
Mediana	8,47	10,36%	5,50%	10,85%	3,66%
<b>Daimler</b>	<b>8x - 12x</b>	<b>11,48%</b>	<b>6,65%</b>	<b>10,42%</b>	<b>6,50%</b>

EBITDA	EV/ EBITDA							
	8	8,5	9	9,5	10	10,5	11	11,5
11.164,00	89.312	94.894	100.476	106.058	111.640	117.222	122.804	128.386
14.300,50	114.404	121.554	128.705	135.855	143.005	150.155	157.306	164.456
17.437,00	139.496	148.215	156.933	165.652	174.370	183.089	191.807	200.526
21.195,50	169.564	180.162	190.760	201.357	211.955	222.553	233.151	243.748
24.954,00	199.632	212.109	224.586	237.063	249.540	262.017	274.494	286.971

EBITDA	Equity Value							
	8	8,5	9	9,5	10	10,5	11	11,5
11.164,00	-	-	-	-	-	-	3.332	8.914
14.300,50	-	2.082	9.233	16.383	23.533	30.683	37.834	44.984
17.437,00	20.024	28.743	37.461	46.180	54.898	63.617	72.335	81.054
21.195,50	50.092	60.690	71.288	81.885	92.483	103.081	113.679	124.276
24.954,00	80.160	92.637	105.114	117.591	130.068	142.545	155.022	167.499

EBITDA	Sensibilidad precio de la acción							
	8	8,5	9	9,5	10	10,5	11	11,5
11.164,00	-	-	-	-	-	-	3,11	8,33
14.300,50	-	1,95	8,63	15,31	22,00	28,68	35,36	42,05
17.437,00	18,72	26,87	35,02	43,16	51,31	59,46	67,61	75,76
21.195,50	46,82	56,73	66,63	76,54	86,45	96,35	106,26	116,16
24.954,00	74,93	86,59	98,25	109,91	121,58	133,24	144,90	156,56

## Bibliografía:

- BMW – “Annual Report” (2018)- Recuperado de:  
<https://www.bmwgroup.com/en/investor-relations.html>
- Brealey, R., & Myers, S – “Principios de Finanzas Corporativas” (1988)
- Daimler- “Annual Report” (2009-2018) - Recuperado de:  
<https://annualreport.daimler.com/ar2018/to-our-shareholders/key-figures/ten-year-summary>
- Daimler – “Company Strategy” (2019) - Recuperado de:  
<https://www.daimler.com/company/strategy/>
- Daimler – “New Group structure with Daimler as parent company” (2019)- Recuperado de:  
<https://www.daimler.com/company/project-future.html>
- Daimler – “Annual Report” (2018) - Recuperado de:  
<https://www.daimler.com/investors/reports-news/annual-reports/>
- Daimler – “Annual Report- The world economy” (2018) - Recuperado de:  
<https://annualreport.daimler.com/ar2018/combined-management-report/business-and-general-conditions/world-economy->
- Daimler – “Annual Report- Business model” (2018) - Recuperado de:  
<https://annualreport.daimler.com/ar2018/combined-management-report/corporate-profile/economic-conditions-and-business>
- Damodaran, Asawath – “Applied Corporate Finance” (2010).
- Damodaran, Asawath – “Historical Returns” (2019). Recuperado de: [www.damodaran.com](http://www.damodaran.com)
- Damodaran, Asawath – “Damodaran on Valuation: Security analysis for investment and corporate finance” (2006).
- Fernandez Pablo- “Valuation Methods and Shareholders Value Creation” (2002).
- Ford - “Annual Report” (2018)- Recuperado de:  
<https://www.shareholder.ford.com/home/default.aspx>
- General Motors - “Annual Report” (2018)- Recuperado de: <https://investor.gm.com/>
- Investing.com.

- Market Business Insider – “cotización bonos Daimler Finance North America LLC” 2019- Recuperado de [www.markets.businessinsider.com/bonds](http://www.markets.businessinsider.com/bonds)
- Luehrman, T. A – “Using APV: a better tool for valuing operations” (1997).
- OICA (International Organization of Motor Vehicle Manufacturers) – “Production statistics” (2018)- Recuperado de: <http://www.oica.net/production-statistics/>
- S&P Global - “Industry Top Trends” (2019) – Recuperado de <https://www.spratings.com/documents/20184/5670590/Industry+Top+Trends+2019+-+Autos/348e03e6-ea84-06a0-8a56-50db063ae3f5>
- Statista – “Proyección anual de Inflación” – Recuperado de: <https://www.statista.com/statistics>
- PWC - “2017 Industry Trends, The future depends on improving returns of capital” (2018) – Recuperado de: <https://www.strategyand.pwc.com/trend/2017-automotive-industry-trends>
- PWC- “Five trends transforming the Automotive Industry” (2018) – Recuperado de [https://www.pwc.at/de/publikationen/branchen-und-wirtschaftsstudien/easy-five-trends-transforming-the-automotive-industry\\_2018.pdf](https://www.pwc.at/de/publikationen/branchen-und-wirtschaftsstudien/easy-five-trends-transforming-the-automotive-industry_2018.pdf)
- PwC – “Global Automotive M&A Deals Insights Year-end 2016” (2017)
- Renault – “Annual Report” (2018) – Recuperado de: <https://group.renault.com/finance/analystes-investisseurs/>
- Reuters (2019) – [www.reuters.com](http://www.reuters.com)
- Euler Hermes Economic Research - “Global Sector Report: Automotive” (2018)
- Volkswagen – “Annual Report” (2018) – Recuperado de: <https://www.volkswagenag.com/en/InvestorRelations>



Universidad de  
**San Andrés**