

Sector: Auto

El entorno no acompaña y los retos a futuro son significativos.

Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €):	46.750 M€
Último:	43,70 €/acc.
Nº Acciones (M.):	1.070 M acc.
Min / Max (52 sem):	43,6€/60,0€
Cód. Reuters / Bloomberg:	DAI GY/DAIGn.DE

Detalle cifras*	2T18	2T19	Var. a/a	Estimaciones
Unidades	833.005	821.666	-1%	
Ingresos	40.756	42.650	5%	41.435
EBIT	2.640	-1.555	n/a	
Margen EBIT	6,5%	n/a		
BNA	1.825	-1.242	n/a	
Margen Beneficio	4,5%	n/a		

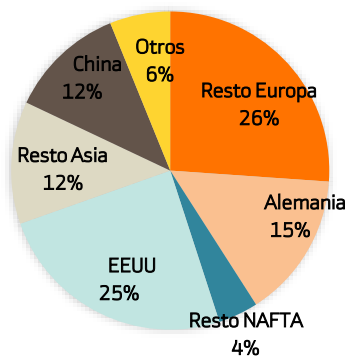
* Cifras en millones de euros

Principales ratios	2018r	2019e	2020e	2021e
PER*	6,8 x	8,0 x	5,4 x	5,3 x
Rent. dividendo*	7,1%	5,0%	5,5%	5,6%
BPA (€/acc)	6,78	5,49	8,04	8,17
DPA (€/acc)	3,25	2,19	2,41	2,45
DN negocio industrial			Caja neta	
ROE	11,0%	8,4%	11,4%	10,7%

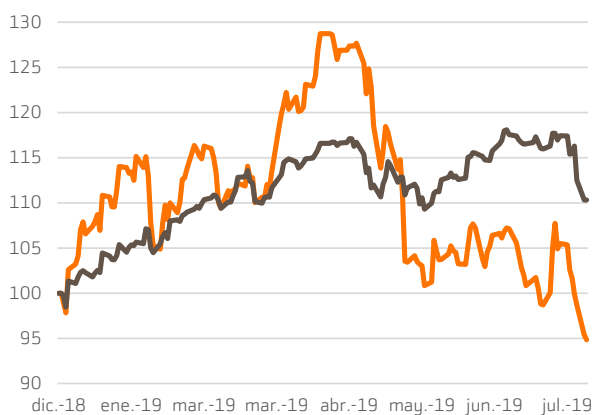
*2018 con cotización de cierre de año. 2019/20/21 con última cotización

DN del negocio industrial excluye efecto de leasings

Distribución ingresos del grupo



Evolución bursátil vs IBEX (base 100)



Daimler Precio Objetivo: 42,1 €
 Recomendación: Vender
 Analista: Esther Gutiérrez de la Torre Coll, CFA

La debilidad en el sector y los extraordinarios pesan sobre sus cuentas. El segundo semestre traerá cierta estabilización pero los retos a futuro son muy importantes. La ralentización económica en áreas clave para la Compañía seguirá penalizando sus resultados. Las necesidades de inversión van en aumento y las exigencias regulatorias son relevantes. En ese escenario no descartamos un recorte del dividendo mientras la tensión derivada del proteccionismo sigue sin resolverse. Por todo ello, mantenemos recomendación en Vender con Precio Objetivo 42,1€.

La debilidad del entorno y los extraordinarios pesan sobre sus cuentas

Daimler cierra uno de sus trimestres más complicados. La ralentización económica en algunos de sus principales mercados (Europa o China) pesa sobre sus resultados. Además, los extraordinarios llevan a la Compañía a publicar pérdidas en el trimestre. Desde el EBIT todas las partidas de la cuenta de resultados se sitúan en terreno negativo. En concreto, dota provisiones por 4.700M€. Entre ellas, destacan dos partidas, 2.600M€ por la investigación abierta sobre los niveles de emisiones de ciertos vehículos de Mercedes y 1.000M€ relacionados con llamadas a revisión por fallos en los airbags de Takata.

Esta situación provoca un nuevo recorte del *guidance* para el conjunto del año: el EBIT quedará "significativamente" por debajo del nivel alcanzado en 2018. La parte positiva es la estimación de que la generación de flujo de caja libre se acelere de manera importante en el segundo semestre del año, al igual que el EBIT. Con ello, se deja entrever que lo peor puede haber quedado atrás y la segunda parte del año traerá cierta estabilización en las cifras del fabricante. En este sentido, valoramos positivamente el plan *Move* centrado en el recorte de costes y que la Compañía concretará en noviembre.

Sin embargo, el *timing* no acompaña. Existen importantes retos abiertos que pesarán sobre el valor y que nos llevan a mantener recomendación en Vender con precio objetivo 42,1€. Destacamos:

(i) **Ralentización económica:** Seguirá en próximos meses y afectará a áreas donde la Compañía está muy expuesta. En concreto, China (12% de los ingresos totales) y Europa (41%). Los últimos datos de ventas en estas zonas muestran dinámicas muy preocupantes. En Europa en el primer semestre retroceden -3,1%. A excepción del ligero avance del mes de mayo (+0,1%), las ventas en la región registran una senda descendente clara desde septiembre de 2018. En China hasta mayo las ventas cayeron -13%. En julio entró en vigor la nueva normativa de emisiones. Eso provocó el lanzamiento de fuertes descuentos comerciales que ha favorecido un repunte de +5,0% en junio. Sin embargo, a la vista de lo sucedido en la UE con el WLTP, éste dato puede ser el preludio de recortes significativos.

(ii) **Cambios normativos:** A partir de 2020 las emisiones de CO2 deben reducirse de manera drástica (hasta 95 gr/km, -20% vs. 2017). Entre las Compañías con más riesgo a incumplir está Daimler. Según Moody's, podría enfrentarse a multas de entre 300M€/1.200M€.

(iii) **Inversiones:** El sector auto atraviesa un momento de cambio estructural que obliga a las Compañías a invertir con fuerza en tendencias como la electrificación, conducción autónoma o movilidad compartida.

(iv) **Dividendo:** La debilidad de las cifras, la alta demanda de capex y las últimas decisiones de distintas agencias de *rating* nos llevan a temer una reducción del dividendo. El objetivo actual es repartir alrededor del 40%. Pensamos que esa tasa caerá inevitablemente (¿hacia el 30%?).

(v) **Proteccionismo:** No sólo por el impacto de las tasas (o amenaza de ellas) entre EE.UU. y China, sino también entre EE.UU. y la UE. En noviembre EE.UU. decidirá si eleva los aranceles al sector auto europeo. En el peor escenario podrían pasar del 2,5% al 25%.

Cifras en millones de euros

Resumen Cuenta de Pérdidas y Ganancias

	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	TAMI'18-'23
Ingresos	149.467	153.261	164.154	167.362	169.872	172.421	175.869	180.266	186.575	2%
<i>Margen Bruto</i>	21,0%	20,9%	21,0%	19,8%	20,9%	20,9%	20,9%	20,9%	20,9%	
EBITDA	18.123	17.591	18.723	16.556	14.634	18.664	19.176	19.877	20.981	5%
<i>Margen EBITDA</i>	12,1%	11,5%	11,4%	9,9%	8,6%	10,8%	10,9%	11,0%	11,2%	
EBIT	12.739	12.113	13.047	10.251	9.022	12.729	12.924	13.310	14.095	7%
<i>Margen EBIT</i>	8,5%	7,9%	7,9%	6,1%	5,3%	7,4%	7,3%	7,4%	7,6%	
BAI	12.744	12.574	13.967	10.595	8.512	12.472	12.680	13.088	13.917	6%
BNA*	8.424	8.526	10.278	7.249	5.868	8.598	8.742	9.023	9.594	6%
<i>Tasa variación interanual</i>		1,2%	20,5%	-29,5%	-19,0%	46,5%	1,7%	3,2%	6,3%	

TAMI es la Tasa Anual Media de Incremento

Resumen Balance de Situación

	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Activo No Corriente	125.319	140.936	148.449	160.006	165.007	171.536	178.293	185.357	193.141
Activo Circulante	91.847	102.052	106.896	122.144	128.198	123.425	125.599	128.305	132.038
Total Activo	217.166	242.988	255.345	282.150	293.205	294.961	303.893	313.662	325.179
FFPP	53.561	57.950	63.869	64.667	68.188	74.207	80.326	86.642	93.358
Minoritarios	1.063	1.183	1.290	1.386	1.352	1.471	1.592	1.717	1.850
Pasivo no corriente	25.630	29.000	24.184	28.952	31.629	31.818	32.782	33.836	35.078
Deuda financiera	101.142	117.686	127.124	144.902	148.486	143.561	144.112	145.050	146.813
Pasivo Corriente	35.770	37.169	38.878	41.712	43.551	43.904	45.081	46.417	48.079
Total Pasivo	217.166	242.988	255.345	281.619	293.205	294.961	303.893	313.662	325.179

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo (Valor Compañía)

	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	VR
+BNA	5.868	8.598	8.742	9.023	9.594	32.401
+Amortizaciones	5.612	5.935	6.252	6.567	6.885	
+Gastos Financieros *(1-t)	772	780	780	784	792	
- Inversiones en activos fijos	11.891	12.069	12.311	12.619	13.060	
- Inversiones en circulante	1.230	1.118	1.514	1.930	2.769	
= CFL Operativo	-870	2.125	1.950	1.825	1.442	

WACC	5,5%
g	1,0%
EV	30.118 M€
- Deuda Neta (negocio industrial)	-16.288 M€
- Minoritarios	1386 M€
EqV	45.020 M€
Nº acciones	1.070 M
Estimación DCF	42,1 €/acción

Método de valoración:

Establecemos un precio objetivo de 42,1€/acc siguiendo el método de descuento de flujo de caja libre operativo empleando a tal efecto las hipótesis sintetizadas en las tablas adjuntas. Esta valoración implica que no existe potencial desde los niveles actuales de cotización.

Matriz de Sensibilidad

WACC	Crecimiento Sostenible Esperado (g)						
	0,25%	0,50%	0,75%	1,00%	1,25%	1,50%	1,75%
4,5%	44,6	46,3	48,2	50,3	52,8	55,7	59,2
4,7%	42,9	44,3	46,0	47,9	50,0	52,5	55,3
5,0%	41,3	42,6	44,1	45,7	47,5	49,7	52,1
5,2%	39,9	41,1	42,3	43,8	45,4	47,2	49,3
5,5%	38,6	39,7	40,8	42,1	43,5	45,1	46,9
5,7%	37,5	38,4	39,4	40,6	41,8	43,2	44,8
6,0%	36,4	37,2	38,2	39,2	40,3	41,6	43,0
6,2%	35,4	36,2	37,0	38,0	39,0	40,1	41,3
6,5%	34,5	35,2	36,0	36,8	37,7	38,7	39,8

INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website: <https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>
- Las metodologías de valoración más frecuentes aplicadas en nuestro análisis de compañías son las siguientes (lista no exhaustiva): VAN FCF, Descuento de Dividendos, Neto Patrimonial, Ratios Comparables, Valor Neto Liquidativo, Warranted Equity Value y PER Teórico

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos

NOTAS DE COMPANIAS

Todas nuestras notas están disponibles en:

[Link a los informes de compañías](#)

EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada - Director	Rafael Alonso - Bancos
Javier Hombria - Telecom	Ana de Castro - Seguros
Pilar Aranda - Petróleo	Aránzazu Cortina - Industriales
Juan Moreno - Inmobiliarias	Luis Piñas - Consumo
Marisa Mazo - Bancos	Pedro Echeguren - Farma & Salud
Aránzazu Bueno - Eléctricas	Juan Tuesta - Construcción & Tecnología
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos	Elena Fernández-Trapiella - Consumo

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por todo el Equipo:

- Macroeconomía
- Estrategia de Inversión
- Bonos
- Divisas
- Fondos de Inversión
- ETFs
- Carteras Modelo de Fondos de Inversión y de Renta Variable