

## Den europeiska bilindustrin – value eller value trap?

Av Morten Springborg, global temaspecialist, C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S.

*Den europeiska bilindustrin har under flera år upplevt betydande motvind från ett tekniskifte som även utmanar bilindustrins affärsmodeller under den kommande tioårsperioden. Från ett investerarperspektiv har detta hållit oss kvar på sidlinjen. Vi fortsätter se betydande tekniska hot, men nu ser vi även en cyklisk risk då konjunkturen mognar, liksom de mycket hårda koldioxidregler som träder i kraft från 2020.*

För några år sedan påstod vi att det var omöjligt för den långsiktiga investeraren att investera i bilindustrin på grund av att branschen står inför stora omställningar såsom att 1) bemästra övergången från förbränningsmotorteknik till elektriska drivlinor, kombinerat med 2) utvecklingen mot mer autonoma tekniker och 3) digitaliseringsförändringar som utmanar befintliga affärsmodeller. Investeringsvårigheterna berodde på att det var svårt att förutse framtida marginaler och avkastning på dessa stora investeringar. Vid den tidpunkten framstod det som allt tydligare att de tyska premiummärken som tidigare var de tekniska ledarna blivit eftersläntare, och att de helt enkelt inte hade ”koll på läget” då de inte kunde se en väg till lönsamhet inom elektrisk och självkörande transport och därför inte allokerade tillräckligt med kapital till dessa projekt. Det liknade situationen som Kodak befann sig i några årtionden tidigare i sin bransch.

### En cyklisk nedgång sammanfaller med stora investeringsökningar

Saker och ting har definitivt ändrat sig sedan dess. Alla större OEM-företag (Original Equipment Manufacturer) har nu – även om en viss trovärdighet saknas – åtminstone ordentliga elektrifieringsplaner, och de gör omfattande investeringar i autonoma

tekniker och utvecklar digitala plattformar för att möta framtidens kundefterfrågan. 2016 års värderingar var låga, och P/E-talen har fallit ännu mer sedan dess – idag är bilaktier bland de billigaste företagen i världen sett till P/E-tal. Så var befinner vi oss idag? Bilsektorn handlas till låga värderingar och behöver strategiska åtgärder om branschen ska överleva på medellång till lång sikt.

Medan sektorn år 2016 hade cykliskt stöd från ökad efterfrågan i alla större regioner, ligger volymerna idag stilla eller minskar, då vi passerat den cykliska toppen på västvärldens marknader och Kina inte längre är en tillväxtmotor. Dessutom kan det var så att branschen ligger i epicentrum för de ökande handelsspänningarna mellan USA och EU och kan beläggas med tullar vid export till USA, om inget omfattande handelsavtal uppnås mellan USA och EU. Detta är några av dagens cykliska risker.

” Vi fortsätter se betydande tekniska hot, men nu ser vi även en cyklisk risk då konjunkturen mognar, liksom de mycket hårda koldioxidregler som träder i kraft från 2020.

Men än viktigare fortsätter sektorns långsiktiga kassaflödeskurva att vara mycket osäker. I motsats till 2016 har branschen nu troligtvis ”koll på läget” och gör stora investeringar för att hålla sig uppdaterade även under nästa tioårsperiod. Volkswagen (VW) är troligen den mest aggressiva av de etablerade tillverkarna av elfordon med sin MEB-plattform. Bolaget investerar 30 miljarder euro

(ungefär 40 procent av börsvärdet) under de kommande fem åren för att göra sina elfordon till en kommersiell framgång. Medan vi menar att det är logiskt för europeiska biltillverkare att investera i lokal tillverkning av battericeller, kontrolleras den globala battericellmarknaden fortfarande i stort sett av 4-5 asiatiska aktörer från Korea, Kina och Japan. Branschen har inte bara höga inträdesbarriärer, den är även mycket kapitalintensiv och har begränsad marginalpotential under de kommande år. Det skulle troligtvis ta en startup minst 4–5 år för att komma igång med produktionen, och regionen har kompetensbrist. Det är därmed inte troligt att kostnadsstrukturerna kommer att hamna på samma nivå som hos de asiatiska leverantörerna, och vi fortsätter därför att vara skeptiska till den långsiktiga lönsamheten hos de elfordon som produceras av de europeiska biltillverkarna.

### Nya koldioxidregler skapar rejäl motvind

Allt eftersom branschen ökar sina investeringar håller ytterligare omställningskrav på att växa fram för Europas OEM-företag under de kommande 2-3 åren, nämligen de nya utsläppskraven för koldioxid. Hårda nya utsläppsmål kommer att fasas in under nästa år i hela EU, och böter i storleken 95 euro per gram koldioxid som överskrider målet hotar de företag som inte uppfyller kraven.

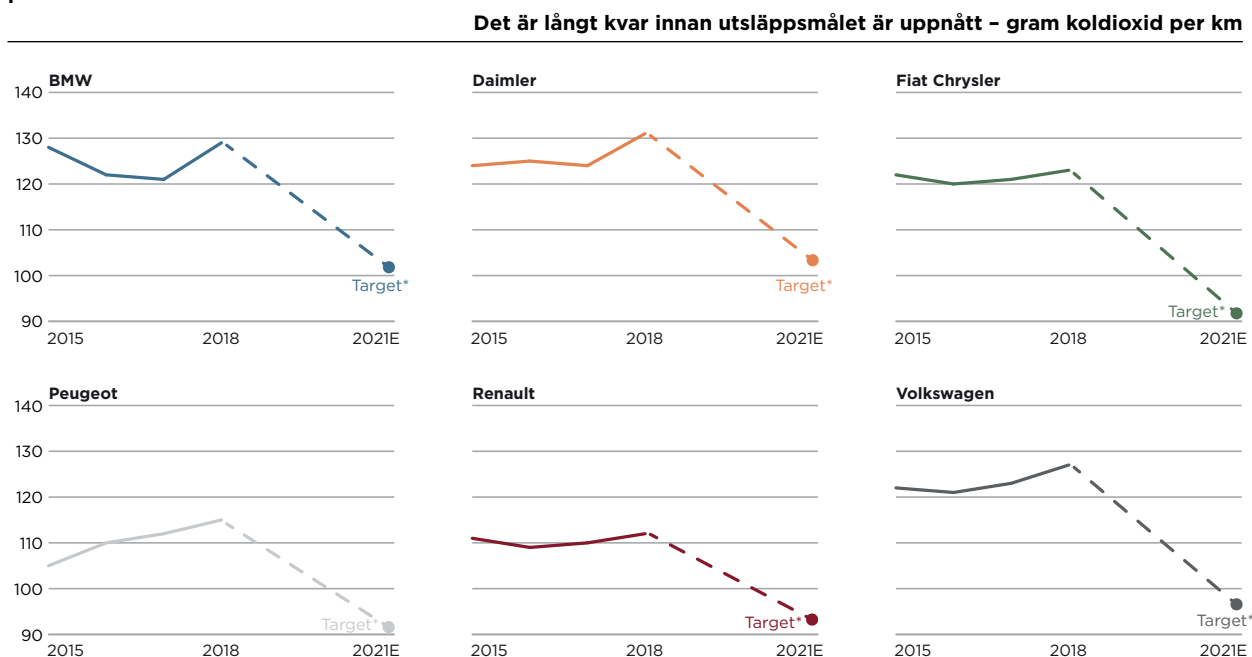
Trots detta går utsläppen i motsatt riktning. Utsläppen från nya bilar ökar, då konsumenterna överger dieslbilar och väljer bensinbilar samtidigt som skiftet sker mot större stadsjeepar med högre utsläppsnivåer.

Medan vi menar att de långsiktiga lönsamhetsproblemen med en ny elektrisk mobilitetsmodell troligtvis utgör den största utmaningen för bilindustrin har mäklarfirmen Evercore ISI nyligen beskrivit koldioxidutmaningen som den ”största strukturella motvind” branschen står inför – till och med mer potentiellt skadlig än handelskrigen med Kina, USA:s tullar, dieselförbuden och Brexit. Firman uppskattar att branschens kostnad för att efterleva reglerna överstiger 15 miljarder euro. För vissa biltillverkare kommer denna smäll att slå hårt mot vinsten: om kraven ska uppfyllas står Peugeot (PSA), som ligger mest efter, inför en 25-procentig minskning av vinsten per aktie under 2021, enligt Evercore ISI.

” Koldioxidutmaningen är den ”största strukturella motvind” branschen står inför – till och med mer potentiellt skadlig än handelskrigen med Kina, USA:s tullar, dieselförbuden och Brexit.

Det är inte alla biltillverkare som har problem med att efterleva koldioxidreglerna: Toyota, som har fokuserat på hybridmotorer i årtal, förväntar sig att 60 procent av alla bilar som säljs i Europa 2021 kommer att vara försedda med denna teknik, och bolaget ligger därmed mer eller mindre i linje med målen. Detta visar varför elektrifieringen nu blivit en absolut nödvändighet för alla biltillverkare med försäljning i Europa. Antingen uppfyller de kraven, eller så åker de på dryga böter och riskerar att varumärket

Figur 1



Källa: Financial Times, april 2019

\*2021 års mål om 95 gram per km i genomsnitt. Producenterna av större fordon har inte lika strikta mål.

skadas. Bolagen måste därmed investera i teknologi som inledningsvis kommer att leda till betydligt högre kostnader, med lägre eller till och med negativa marginaler.

Fiat Chrysler har på ett ganska innovativt sätt köpt en tillfällig lättnad av sina utsläpp genom att skapa en "bilpool" tillsammans med Tesla, och förbundit sig att betala pionjären inom elbilar miljontals euro för att deras utsläppsfria bilar ska räknas in i Fiat Chryslers park. Att betala böter eller betala för andras utsläppsrätter istället för att investera i utsläppsminskande teknologi är en dålig investering på lång sikt. Det kommer att bli ännu tuffare efter 2021, och 2030 har EU som mål en ytterligare utsläppsminskning om 37,5 procent.

**” Bolagen måste därmed investera i teknologi som inledningsvis kommer att leda till betydligt högre kostnader, med lägre eller till och med negativa marginaler.**

## Slutsats

Den motvind bilindustrin är utsatt för är fortsatt stark och bolagens värderingar är mycket låga. När de nu går en svår framtid till mötes reagerar branschen genom att meddela samarbeten, konsolidering och avknoppningar för att få värdet att fastställas. Tuffa konkurrenter som BMW och Daimler går nu samman om bilplattformar, och Fiat och Renault för öppna diskussioner om en sammanslagning för att kunna betala sina ständigt växande investeringsbehov. Bilindustrin genomgår en enorm förändring, och vi föredrar även fortsättningsvis att observera den från sidlinjen, då en förändring av den nuvarande låga värderingen inte är sannolik under överskådlig framtid. En av få relaterade ljuspunkterna är att bilarnas elektroniska innehåll kommer att öka betydligt när övergången till elfordon mognar. Detta öppnar upp för nya komponenttillverkare, vilket är ett viktigt tillväxtområde för bolag med rätt produkter inom halvledarteknik och autonom programvara, vilket är områden där vi har begränsad exponering idag på grund av de cykliska riskerna. Trots detta är det ett område vi anser är av strukturellt intresse.

Denna publikation har upprättats av C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S Danmark Filial i Sverige (CWW AM SE). Denna publikation tillhandahålls endast i informationssyfte och utgör inte, och skall inte betraktas som, ett erbjudande, en uppmaning eller en inbjudan att delta i investeringsaktiviteter, ej heller som investeringsrådgivning eller som investeringsanalys. Publikationen har således inte framtagits i enlighet med lagkrav utformade för att främja oberoende investeringsanalys, och är inte föremål för något förbud att handla innan investeringsanalysens spridning. All information som är uttryckta är endast gällande från och med tidpunkten för offentliggörandet och kan komma att ändras. Publikationen har utarbetats från källor CWW AM SE anser vara pålitliga och alla rimliga försiktighetsåtgärder har vidtagits för att säkerställa att uppgifterna är korrekta och noggrant preciserade. Korrektheten och noggrannheten är emellertid inte garanterad och CWW AM SE tar inget ansvar för eventuella fel eller brister. Publikationen får inte reproduceras eller distribueras, helt eller delvis, utan skriftligt samtycke från CWW AM SE.

Historisk avkastning är ingen tillförlitlig indikator för framtida avkastning. Fondandelar kan både öka och minska i värde, och kan påverkas av ändringar i valutakursen. Det finns inga garantier för att du får tillbaka hela det investerade kapitalet. För mer information, se respektive KIID och prospekt på [cworldwide.com/se](http://cworldwide.com/se).

## C WORLDWIDE ASSET MANAGEMENT FONDSMAEGLERSELSKAB A/S DANMARK FILIAL I SVERIGE

Box 7648 · Blasieholmsgatan 5 · SE-103 94 Stockholm · Tel +46 8 535 273 00 · Org.nr. 516405-7233 · [cworldwide.com/se](http://cworldwide.com/se)

Q3 2019