

# Den europæiske bilindustri - Value eller value trap?

Af Morten Springborg, Temaspecialist, C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S.

*Den europæiske bilindustri har gennem flere år haft betydelig modvind fra den teknologiske udvikling. Vi tror, at denne modvind også vil udfordre bilindustriens forretningsmodeller i det kommende årti, hvorfor vi har fravalgt at investere i sektoren. Ikke mindst ser vi fortsat også en signifikant trussel ift. udviklingen af ny teknologi, men også en risiko i takt med at konjunkturudviklingen modnes samtidigt med skærpede krav til CO<sub>2</sub>-udledning, som indføres fra 2020.*

I 2016 argumenterede vi for, at grundet de meget høje investeringer, der kræves for at overleve 1) overgangen fra forbrændingsmotorer til elmotorer samtidigt med 2) den parallelle udvikling af selvkørende biler samt 3) udviklingen af mobilitet som en app, der udfordrer de eksisterende virksomhedsmodeller, var bilindustrien ikke en god investering for den langsigtede investor. Årsagen var usikkerhed ift. fremtidige marginer og afkastet af disse massive investeringer. I 2016 blev det også tydeligere, at tyske luksusmærker, som tidligere havde været teknologiledende, begyndte at halte bagefter. De kunne ikke se muligheden for at bevare den historiske profitabilitet med eldrevne og selvkørende biler og investerede derfor ikke tilstrækkeligt i udviklingen. Det mindede om en tilsvarende situation med Kodak nogle årtier tidligere. Kodak formåede ikke at tilpasse sig udviklingen af digital teknologi, hvorfor selskabet var på randen af konkurs.

## Konjunkturedgang i en tid med høj investeringsvækst

Meget har ændret sig siden 2016. De største bilproducenter har nu betydelige elektrificeringsplaner og investerer kraftigt i udvikling af førerløse teknologier og mobilitets-

platforme. Værdiansættelsen var lav i 2016, men P/E-værdien er siden faldet endnu mere, og i dag er bilaktier blandt verdens billigste selskaber målt på P/E. Så hvor står bilproducenterne så i dag – med en sektor med generelt lave værdiansættelser og en fremtid, der kræver nødvendige strategiske tiltag for at kunne overleve på mellemlangt og langt sigt?

I 2016 havde bilsektoren medvind fra en stigende efterspørgsel på tværs af alle større regioner. I dag er antallet af solgte biler uforandret eller faldende, da de vestlige markeder har passeret konjunkturtoppen, og Kina ikke længere er en vækstmotor. Hertil kommer, at branchen risikerer at ende midt i spændingerne mellem USA og EU med toldtakster ved eksport til USA, hvis der ikke indgås en omfattende handelsaftale.

**” Vi ser fortsat en signifikant trussel ift. udviklingen af ny teknologi, men også en risiko i takt med at konjunkturudviklingen modnes samtidigt med skærpede krav til CO<sub>2</sub>-udledning, som indføres fra 2020.**

Dette er nogle af de konjunkturrelle risici, vi ser i dag. Men vigtigere er det, at branchens indtjening på langt sigt fortsat er usikker. I modsætning til 2016 er bilsektoren begyndt at investere massivt i fremtidens innovative løsninger for at forblive relevante de kommende ti år. Volkswagen er med deres modulopbyggede elektriske platform formentlig den mest

aggressive blandt de etablerede bilproducenter, og de planlægger at investere svarende til ca. EUR 30 mia. (ca. 40 pct. af markedsværdien) i løbet af de næste fem år i at gøre elbiler til en kommerciel succes. Selvom det muligvis giver mening for europæiske bilproducenter at investere i batterier, kontrolleres det globale marked stadig i høj grad af fem asiatiske aktører fra Korea, Kina og Japan. Ikke alene er adgangsbarriererne høje, men branchen er også kapitalintensiv med et begrænset marginpotentiale de næste mange år. Det vil tage en nystartet virksomhed mindst fire til fem år at etablere produktion af batterier. Og med mangel på ekspertise i regionen er det derfor usandsynligt, at omkostningsstrukturen vil være på niveau med de asiatiske leverandører, hvorfor vi fortsat er skeptiske over for den langsigtede rentabilitet af europæisk produceret elbiler.

## Aftale om reduktion af CO<sub>2</sub>-udledning skaber modvind

I takt med at bilindustrien øger investeringerne, vil der i løbet af de næste to til tre år dukke et andet og hidtil overset indtjeningsproblem op for Europas største bilproducenter, nemlig overholdelse af de skærpede krav til CO<sub>2</sub>-udledning. For hele EU vil der fra 2020 blive indført nye skærpede emissionskrav for CO<sub>2</sub>-udledning med bødestrafte svarende til ca. EUR 95 pr. gram CO<sub>2</sub>, såfremt kravet ikke overholdes.

Alligevel ser det ud til, at CO<sub>2</sub>-udledningen er på vej i den forkerte retning, da benzindrevne biler frem for diesel igen er de foretrukne

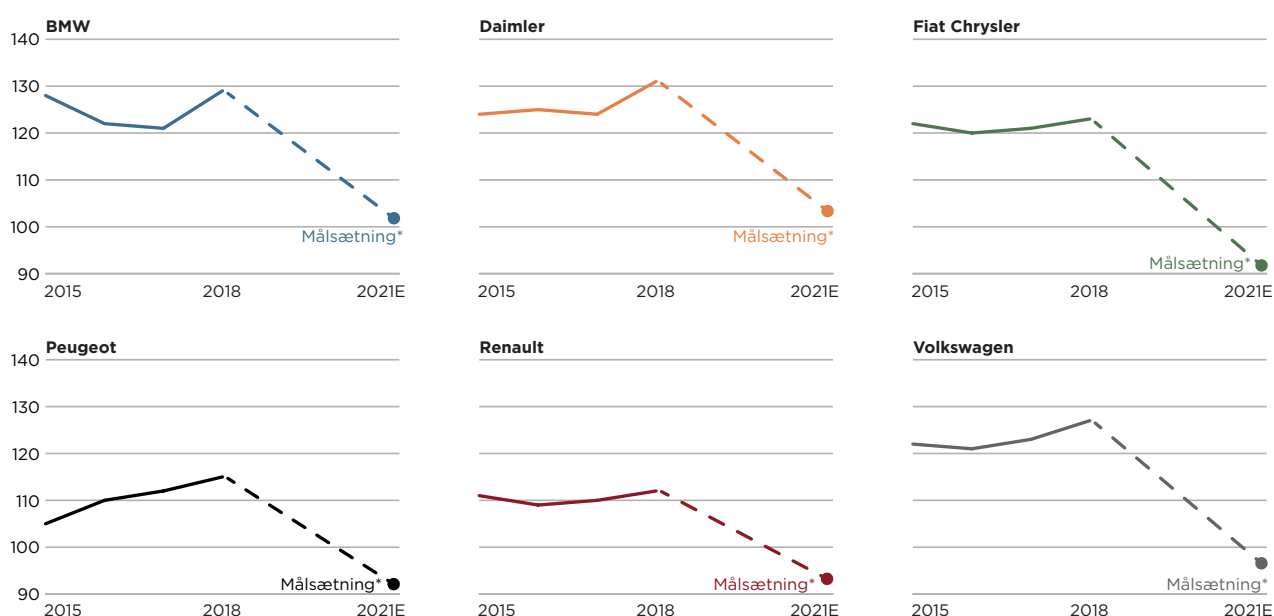
blandt nye biler. Ikke mindst er efterspørgslen efter større biler (SUV'er) med et højere forureningsniveau stigende.

Selvom de langsigtede udfordringer med rentabilitet af eldrevne og selvkørende biler formentlig udgør den største trussel for bilindustrien, beskrev analysefirmaet Evercore ISI for nylig CO<sub>2</sub>-udfordringen som den største strukturelle modvind for bilsektoren, se figur 1 – potentielt også mere skadelig end handelskrigen mellem USA og Kina, amerikanske toldsatser, dieselforbud og Brexit. De anslår, at branchens omkostninger til overholdelse af CO<sub>2</sub>-regler beløber sig til over EUR 15 mia. For nogle bilproducenter vil indtjeningsstab være af afgørende betydning; for at overholde CO<sub>2</sub>-reglerne står producenten bag bl.a. Peugeot, Citroën og Opel (PSA Group), som er længst bagud, over for en indtjeningsnedgang på 25 pct. pr. aktie i 2021 ifølge Evercore ISI.

**”** CO<sub>2</sub>-udfordringen er den største strukturelle modvind for bilsektoren. Potentielt også mere skadelig end handelskrigen mellem USA og Kina, amerikanske toldsatser, dieselforbud og Brexit.

Figur 1

Den europæiske bilindustri langt fra indfrielse af målsætning for CO<sub>2</sub>-udledning (g CO<sub>2</sub> / km)



Kilde: Financial Times, apr. 2019

\*2021-målsætning om gennemsnitligt 95 g CO<sub>2</sub> / km for nyproducerede personbiler. Producenter af større køretøjer har dog mindre stringente målsætninger.

Ikke alle bilproducenter står over for en CO2-reguleringstrussel. Toyota, der i årevis har fokuseret på hybridmotorer, forventer, at 60 pct. af de Toyota biler, der sælges i Europa, vil være hybride inden 2021 og vil derfor mere eller mindre overholde kravene. Dette viser, hvorfor elektrificering er blevet absolut afgørende for alle bilproducenter på det europæiske marked. Enten overholder man kravene, eller også må man betale betydelige bøder og risikere at ødelægge ens varemærke. Selskaberne skal således investere i teknologi, hvor omkostningerne til at begynde med vil være højere og marginerne derfor lavere eller muligvis negative.

Fiat Chrysler har indgået en noget innovativ aftale med Tesla – pioneren inden for elbiler. Ordningen går ud på at betale Tesla hundrede af millioner euro for, at deres nul-emissionsbiler skal tælles sammen med Fiat Chryslers flåde, hvorved Fiat vil fremstå mere CO2-neutrale. Men at betale bøder eller betale andre for deres CO2-kvoter i stedet for selv at investere i CO2-reducerende teknologi, er en dårlig langsigtet investering. Kravene bliver endnu strammere efter 2021, da målsætningen for bilindustriens CO2-udledning for 2030 øges med yderligere 37,5 pct.

**” Selskaberne skal investere i teknologi, hvor omkostningerne til at begynde med vil være højere og marginerne derfor lavere eller muligvis negative.**

## Konklusion

Den modvind, som bilbranchen står over for, er fortsat stærk, mens selskabernes værdiansættelser er på meget lave niveauer. Med udsigt til en vanskelig fremtid reagerer branchen ved at initiere samarbejde, sammenlægninger og spinoffs for at kunne øge indtjeningen. Store konkurrenter som BMW og Daimler arbejder nu sammen om at opbygge fælles mobilitetsplatforme, og Fiat og Renault taler åbent om en fusion for sammen bedre at lukke de stadigt voksende investeringsbehov.

Bilbranchen gennemlever i disse år store forandringer, og vi foretrækker fortsat at følge med fra sidelinjen, da en forøgelse af nuværende lave værdiansættelse ikke ventes i den nærmeste fremtid. Sektoren forbliver således en uforløst value investering (og dermed en value trap) i en rum tid fremover. Et af de få lyspunkter er, at det elektroniske indhold i biler vil stige betydeligt i takt med, at overgangen til elbiler udvikler sig. Dette skaber muligheder for nye leverandører af delkomponenter, og vil være et vigtigt vækstområde for virksomheder med de rigtige produkter inden for halvleder-teknologi og software til selvkørende biler, hvor vi i dag har begrænset eksponering på grund af konjunkturmæssige risici. Ikke desto mindre er dette et område, som vi finder strukturelt interessant.

Denne artikel er markedsføringsmateriale udarbejdet af Investeringsforeningen C WorldWide. Artiklen er alene ment som generel information og udgør ikke et tilbud eller en opfordring til at gøre tilbud, skal ikke betragtes som investeringsrådgivning eller som investeringsanalyse. Artiklen er således ikke udarbejdet i henhold til de retskrav, der er fastsat for at fremme investeringsanalysens uafhængighed, og artiklen er ikke genstand for noget forbud mod at handle forud for udbredelsen af investeringsanalyse. Meninger og holdninger gengivet i artiklen er alene aktuelle pr. publikationsdatoen. Artiklen er udarbejdet på baggrund af kilder, som Investeringsforeningen C WorldWide anser for pålidelige, og Investeringsforeningen C WorldWide har taget alle rimelige forholdsregler for at sikre, at informationen er så korrekt som muligt. Investeringsforeningen C WorldWide kan dog ikke garantere informationens korrekthed og påtager sig ikke noget ansvar for fejl eller udeladelser. Artiklen må ikke gengives eller videredistribueres helt eller delvist uden Investeringsforeningen C WorldWides forudgående skriftlige samtykke. Historiske afkast er ingen garanti for fremtidige afkast. Prospekt og dokument med central investorinformation er tilgængelig på [cww.dk](http://cww.dk).

## INVESTERINGSFORENINGEN C WORLDWIDE

Dampfærgevej 26 · 2100 København Ø · Tlf: 35 46 35 46 · Fax: +45 35 46 35 00 · CVR 14 21 13 49 · [cww.dk](http://cww.dk)

Indsigt Q3 2019