

Sector Automovilístico Europeo

Octubre 2024



El sector automovilístico en Europa

Octubre 2024 – Equipo de gestión de Anta AM



Introducción:

El sector del automóvil pasa por una de sus peores épocas de los últimos años. La caída de la demanda, unido a una fuerte y creciente competencia entre los players del sector a nivel mundial, han provocado un desplome de la rentabilidad y las expectativas. El guidance que han dado los principales fabricantes europeos (Original Equipment Manufacturers u OEMs, por sus siglas en inglés), a saber BMW, Mercedes, Renault, Stellantis, Volkswagen y Volvo se ha revisado a la baja durante el último mes y medio.

Explicamos en el presente documento, de forma resumida, primero qué ha ocurrido y segundo, cómo han reaccionado los mercados.

¿Qué ha ocurrido en la industria automovilística?

La industria pasa por un momento muy tenso a nivel mundial, pero es especialmente preocupante en Europa. El principal problema de todo el sector a nivel mundial (incluidos gigantes Chinos y Estadounidenses como China Harmony y Tesla, respectivamente) es el cambio en la demanda. La población ha dejado de demandar específicamente coches eléctricos (Battery Electric vehicles o BEVs, por sus siglas en inglés). Los datos reflejan una caída media del 43,9% de las matriculaciones de coches eléctricos a nivel mundial en los últimos meses.

Como en cualquier empresa de consumo cíclico, la demanda impacta fuertemente en las expectativas y rentabilidades de las empresas automovilísticas. Pero no todo "es culpa" de la demanda. La excesiva regulación europea aprieta el cuello de los fabricantes: Europa lleva años imponiendo y ampliando unos objetivos medioambientales que, en el caso de los automóviles, pasa por transformar el parque automovilístico. En Europa se ha prohibido la venta de coches de combustión en 2035, ni siquiera híbridos, dejando cabida solo los vehículos de emisión 0, es decir, EVs. Los coches de combustión podrán circular hasta 2050 pero pasado este período se prohibirán.

Esta regulación ha obligado a las distintas marcas a iniciar una inversión con el objetivo de adaptarse a los cambios y seguir compitiendo a largo plazo. Lamentablemente, esta inversión ha sido obligadamente acelerada.

Si unimos el gasto que ha supuesto para las empresas a la caída de la demanda de los BEVs, nos encontramos con el panorama desolador en el que se encuentran las empresas a nivel mundial. A esta situación, se le suma la posibilidad de que los países tengan que pagar multas por no cumplir con los objetivos medioambientales.

Esta compleja situación de mercado y regulatoria, ha generado una fuerte competencia entre las empresas: los fabricantes europeos deben rivalizar con las nuevas empresas de coches eléctricos como Tesla y las marcas Chinas, NIO y BYD entre otras. Estas marcas nacieron exclusivamente como empresas de BEVs, lo que les ha facilitado ser más competitivas en precio y tecnología. Uno de los principales causantes de estas expectativas es que en Europa los BEVs tienen un precio aproximadamente un 30% superior frente a los coches de combustión y aun así, los márgenes que dejan a las empresas son menores.

Todos los fabricantes han empezado una carrera para optimizar su producción, los costes manufactureros y laborales seguirán siendo un viento de cara tanto para fabricantes como proveedores de partes (piezas) ya que los precios de las materias primas están siendo resilientes en todo el globo, lo que lastra las rentabilidades.

Para rematar, la UE ha decidido este mes de Octubre mantener los aranceles hasta un máximo del 45,3% a los coches eléctricos chinos durante cinco años. Aunque pueda parecer positivo para los fabricantes europeos a priori, Alemania y otros cuatro países votaron en contra, hasta 12 países (entre los que se encuentra España) votaron abstención.

¿Por qué no es positivo para los fabricantes europeos que aumenten los aranceles a China?. La respuesta es sencilla: muchos de los fabricantes de coches en Europa, fabrican piezas o incluso los propios coches en China.

Un aumento de los aranceles provocará un incremento en sus costes. Además, existe el riesgo de que China responda a las tarifas europeas, lo que se estima en un coste agregado de 2.700 Millones de beneficios para Porsche, Mercedes, BMW y Audi.

Ante este panorama, las empresas europeas están tomando medidas para minimizar los riesgos e impactos sobre su negocio y sus resultados.

El fabricante Volkswagen ha invertido cerca de 5.000 millones de Euros en crear una empresa con la estadounidense Rivian para compartir e implementar su software. También posee el 4.99% de la marca China Xpeng con el objetivo de incrementar rápidamente su exposición a China y a sus coches eléctricos. A pesar de estos esfuerzos, Volkswagen anunciaba en Septiembre el cierre de fábricas en Alemania por primera vez en sus cerca de 100 años de historia, como parte de su plan de reducción de costes.

Stellantis también está rehaciendo sus planes: el año pasado adquirió el 20% de China Leapmotor por 1.500 millones de Euros, adquiriendo los derechos y capacidad de producción y venta de coches fuera de China. Sin embargo, los resultados de la empresa reportaron una caída del 20% de envíos de vehículos hasta un total de 1.15 millones de vehículos.

Stellantis ha estado lidiando con inventarios inflados y una caída en las ventas en EE. UU. después de aumentar los precios más que sus competidores. Sus malas expectativas han provocado que su rating de deuda haya sido revisado a la baja, lo que provoca un riesgo para los inversores en deuda de la empresa.

Los proveedores europeos tampoco se libran del vendaval, las últimas semanas han reportado profit warnings en sus presentaciones de resultados.

Su situación es preocupante ya que tienen que lidiar con mayores balances, mayores costes de financiación y peores márgenes en sus negocios.

En Japón, el impacto es ligeramente inferior. Los principales fabricantes verán como el crecimiento en sus beneficios se estanca para los años fiscales 2025 y 2026, ya que el momentum de recuperación tras el crash de los chips pierde fuerza antes la competición internacional entre fabricantes y, en su caso, con un yen más fuerte.

¿Cómo han reaccionado los mercados ante esta situación?

Los inversores no se han quedado quietos ante las noticias.

Las estimaciones de beneficios de los analistas se han reducido en todos los fabricantes europeos una media aproximada de 8.3%.

La peor parte se la lleva Stellantis, con unas estimaciones de -21.2% en sus beneficios por acción. Lo peor de este número es como las previsiones de pérdidas han ido aumentando tras los reportes de resultados trimestrales del último mes: en Agosto la media de los beneficios por acción caían un -1.1% y en Septiembre tras los reportes trimestrales de las empresas ascendió a un -7.9%. (Ver anexo tabla 1 y 2)

Consecuentemente, las acciones de los fabricantes europeos viene cayendo desde Abril de este año por la bajada de outlook de su Ebit del 12% YoY (año sobre año). Posteriormente sus presentaciones de resultados en Septiembre han sido determinantes para el precio de unas acciones que ya tendían a la baja. Destacamos los nombres de Mercedes que cayó un 30% en apenas dos semanas y Renault, que cayó cerca de un 20% en unos días a principio de Octubre. De forma agregada, el índice de Autos Europeo (Eurostoxx 600 Autos % Parts) ha perdido un -23.3% desde máximos de Abril vs -1.87% del Eurostoxx, un diferencial superior a 20 puntos porcentuales.

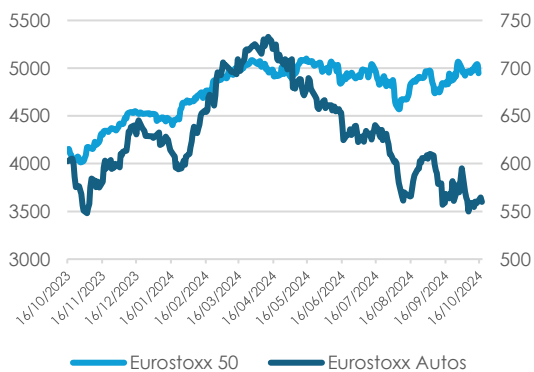


Gráfico Eurostoxx 50 vs Eurostoxx Autos. Fuente: Bloomberg

Por la parte del crédito, también existe un nerviosismo en el mercado. El hecho de que las agencias de rating estén revisando a la baja a varios de los fabricantes (Volkswagen y Stellantis) contagia a todo el mercado. Las condiciones de mercado pueden erosionar los ratings que muchos fabricantes han conseguido en los últimos años gracias a las subidas de precios y estrategias mixtas de productos (coches de combustión, híbridos y BEVs), pero que ahora es difícil de mantener dada la situación actual.

Hemos visto que la reacción del mercado no se ha hecho esperar: el spread de los CDS aumentó una media del 33% en todos los fabricantes entre Septiembre y Octubre. Este dato es muy revelador ya que pone en precio el riesgo de las empresas para sus tenedores de deuda. (ver anexo tabla 3)

Respecto a los proveedores, las bajadas de rating por las principales agencias de valoración suponen el 20% del total de bajadas de rating o outlook negativo, el doble del 10% que fueron el año anterior.

Analizamos a continuación la deuda de los distintos fabricantes europeos.

Deuda: un análisis de valor relativo:

Los bonos han tenido un comportamiento similar a todos los niveles, tanto los cortos plazos como los largos plazos ampliaron sus spreads en un mercado esencialmente de rally, lo que los ha dejado atrás frente al resto de sectores. Una forma de medir estos movimientos es hacerlo contra los bonos financieros europeos. Para ellos, se han analizado las curvas de deuda de cada fabricante a nivel individual contra la curva agregada de Financials europeos.

*Disclaimer: el análisis se realiza con las emisiones en EUR, cupones fijos y con una emisión superior a los 500MM (millones de Euros). Además, por metodología se analizan de forma separada las emisiones A+ a A y BBB+ a BBB-. Este análisis de debe tener en cuenta como análisis de valor relativo, no fundamental, de las empresas analizadas.

- Analizamos primero las curvas de los bonos A+ a A-:

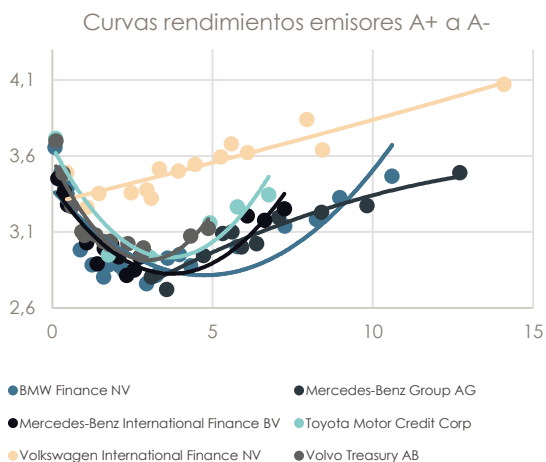


Gráfico con los retornos (yield) por emisor. Fuente: Bloomberg

Este gráfico nos muestra como en los bonos de mayor rating, Volkswagen está sistemáticamente barato. Su curva no sigue el patrón de retornos invertidos en el entorno de 1,5 a 4 años de duración. BMW y Mercedes son los bonos más caros. Entre ellos dos, Mercedes es más atractivo en los cortos plazos y BMW en los largos, ya que su curva está mucho más 'steepen' (pronunciada) y es más atractivos a partir de los 8 años de duración. De forma general todas las curvas siguen la forma de la curva de financieros.

Para analizar los movimientos entre cada una de las emisiones, se tiene en cuenta el Z-spread de cada bono: su Zero Volatility Spread actual y un cálculo estadístico que es la desviación standard de la media medida sobre los últimos 6 meses como medida de valoración.

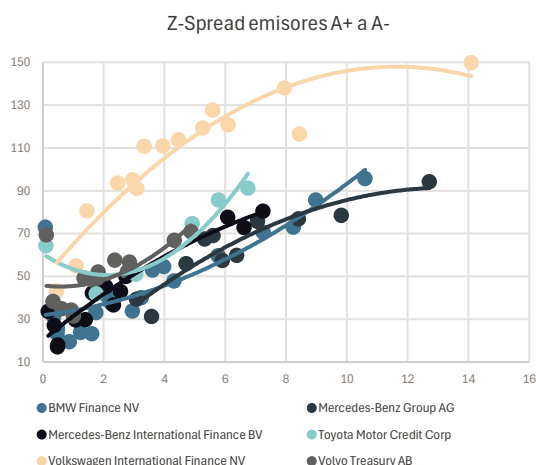
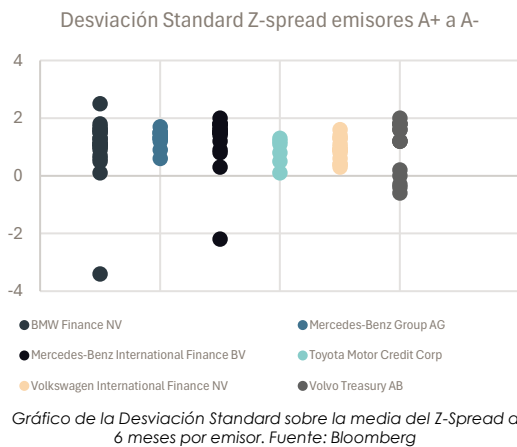


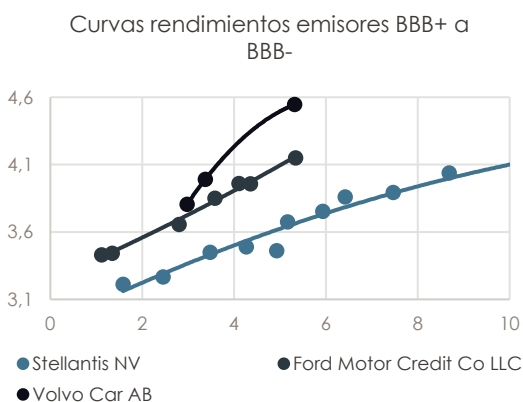
Gráfico con las curvas de Zero Volatility Spread (Z-Spread) por emisor. Fuente: Bloomberg

Es interesante ver como las curvas de Z-spread presentan un steepen natural y no un patrón tan marcadamente invertido/flat como hacen las curvas de retornos (yields).



El gráfico muestra como Mercedes (número 3) tiene agrupados sus bonos con una Desviación Standard cercana a +2. Esto indica que el mercado ha castigado más sus bonos de forma sistemática (en este gráfico, una Desviación <0 significa que el Z-spread está por debajo de la media de los últimos 6 meses y >0 que está por encima). En Volvo se puede ver un grupo de bonos con una desviación mayor y otros con una desviación menor, lo que da a entender cómo el mercado castiga una parte de la curva respecto a otra de forma independiente.

• Curvas BBB+ a BBB-:



Se puede ver como estas curvas son mucho más steeeper que las emisiones de más rating. Esto indica como el mercado pone en precio el riesgo a medio y largo plazo de las empresas, destacando Volvo donde las emisiones de 4-5 años tienen un alto valor relativo si las medimos por retorno. Además, se puede ver como ninguna curva sigue la pendiente de financieros de su mismo rating.

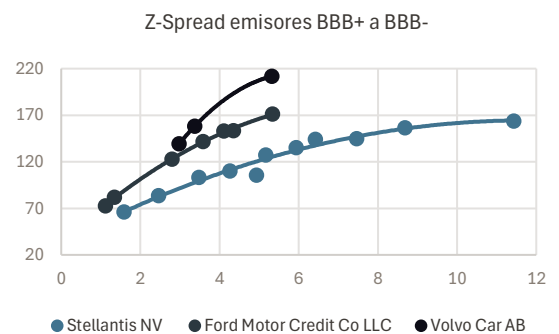


Gráfico con las curvas de Zero Volatility Spread (Z-Spread) por emisor. Fuente: Bloomberg

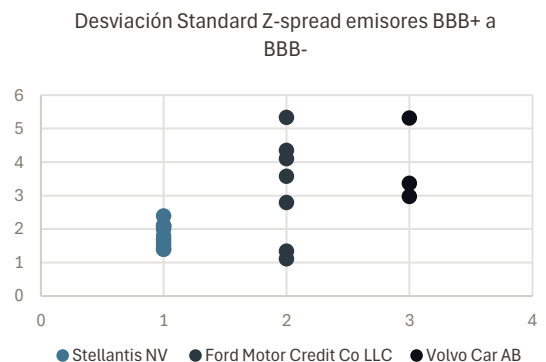


Gráfico de la Desviación Standard sobre la media del Z-Spread a 6 meses por emisor. Fuente: Bloomberg

A nivel relativo entre empresas, las curvas reflejan como Stellantis tiene una Desviación Standard positiva y concentrada de todos sus bonos, lo que significa que el mercado la ha castigado. Los casos de Ford y Volvo son menos representativos por la dispersión de sus bonos.

Conclusión:

Nuestra conclusión es que la situación se ha vuelto preocupante para todos los fabricantes de coches a nivel mundial, pero especialmente en Europa donde la compleja situación industrial, la caída de demanda agregada y las imposiciones regulatorias, impiden a los fabricantes ajustar sus precios. Más players, más regulación y menos beneficio: la guerra de precios a nivel mundial está servida... y los europeos tienen poco margen. Tesla y China han sido los impulsores de los vehículos eléctricos, tendencia a la que el resto de fabricantes se han sumado a base de fuertes inversiones y ahora, la demanda flaquea de forma explícita en ese nicho de mercado.

Los mercados han puesto en precio este draconiano escenario tanto en las acciones como en los bonos y, a corto plazo, parece difícil que la situación revierta.

Sin embargo, estos escenarios también pueden suponer una oportunidad.

Hay empresas con negocios y estructuras de deuda de calidad que se ven lastradas por una dinámica de mercado que no debería aplicarles (o hacerlo en menor medida). En ANTA AM buscamos, analizamos y aprovechamos estas oportunidades de compra para asegurar la mejor relación beneficio-riesgo para nuestros clientes. Un ejemplo aplicable a este informe sería la empresa Continental, que vende ruedas y otras autopartes a los fabricantes.

Aunque en un primer vistazo puede parecer que el negocio se ve terriblemente afectado por la situación, la realidad es que Continental vende sus piezas a fabricantes muy diversificados: desde Alemanes como BMW o Mercedes hasta Tesla, pasando por Asia por fabricantes como Hyundai y Toyota.

¿Qué implica esto?. Que su diversificación de clientes y sus piezas le otorgan una alta resiliencia al entorno de venta de vehículos a la baja: los fabricantes deben adaptarse rápidamente a los modelos demandados por el consumidor, pero cada vehículo vendido por un fabricante necesita las piezas que vende Continental independientemente del modelo, sean eléctricos, híbridos o de combustión; se vendan en Europa, Asia o EEUU.

De esta forma, las expectativas de ventas de la empresa para el próximo año no solo no caen sino que aumentan un 3.5%, sus márgenes se mantendrán estables en el entorno del 12% margen EBITDA y su estructura de deuda estable por debajo de 2x Deuda Neta/EBITDA.

Sin embargo, los bonos de la empresa han sufrido una depreciación tan fuerte como el resto del mercado automovilístico, con una desviación de su spread tan fuerte como los OEMs Alemanes, aún cuando los fundamentales del negocio no van a sufrir o, en todo caso, lo harán en muchísima menor medida.

El sector del automóvil se encuentra en una situación compleja a nivel global para la mayoría de las empresas del sector, pero no en todas... y como dice el refrán, a río revuelto ganancia de pescadores.

Anexo:

Tabla 1:

Estimaciones EPS próximo año	ago-24	jun-24	mar-24	dic-24
Bayerische Motoren Werke AG	-0,90%	0,20%	0,40%	-1,40%
Mercedes Benz Group AG	-2,60%	-1,80%	4,6%	-0,90%
Renault SA	-1,70%	-1,70%	2,30%	2,90%
Stellantis NV	-3,20%	-2,40%	0,50%	-5,10%
Volkswagen AG	-2,20%	-0,50%	0,00%	-3,70%
Volvo Car AB	2,60%	-1,00%	-2,60%	0,50%

Estimaciones de beneficios por acción para el próximo año según el consenso de analistas.
Fuente: Bloomberg

Tabla 2:

Estimaciones EBITDA próximo año.	ago-24	jun-24	mar-24	dic-24
Bayerische Motoren Werke AG	-1,10%	1,90%	1,20%	-1,10%
Mercedes Benz Group AG	-	0,80%	4,00%	-1,20%
Renault SA	-0,30%	2,40%	0,00%	0,70%
Stellantis NV	0,00%	-2,20%	0,60%	-1,90%
Volkswagen AG	-2,20%	-0,90%	-0,30%	1,20%
Volvo Car AB	-	-	-3,10%	0,10%

Estimaciones de beneficios por antes de intereses, Impuestos, Depreciaciones y Amortizaciones para el próximo año según el consenso de analistas. Fuente: Bloomberg

Tabla 3:

CREDIT SPREADS	sep-24		ago-24	
	Spread	Δ% MoM	Spread	Δ% MoM
BMW	60,6	29,80%	46,7	-12,10%
Daimler	62	36,40%	45,5	-14,50%
Fiat	164,4	45,10%	113,3	-2,70%
Peugeot	145,1	29,50%	112	-0,20%
Renault	169,8	38,60%	122,5	-12,20%
Wolkswagen	110,7	32,60%	83,5	-9,90%

Evolución de Credit Default Swaps Spreads. Fuente: Bloomberg



Este documento no es una recomendación de compra, aconsejamos a los potenciales inversores consulten, a sus asesores con carácter previo a cualquier inversión, sobre las implicaciones legales y fiscales de la inversión, así como, en su caso, sobre su conveniencia. Todo ello en el buen entendido que ninguna persona debe invertir en productos financieros sin tener la capacidad de evaluar, por sí o a través de su asesor, las ventajas y riesgos de esta.

Puede encontrar la información legal preceptiva y necesaria en la página web de Anta Asset Management SGIIC: www.anta-am.com

Anta Asset Management SGIIC es una Sociedad gestora con el CIF A-13937453 y registrada en la CNMV con el número 288.