

Kam pluje evropska avtomobilska industrija?

Avtomobilska industrija je ena najpomembnejših panog evropskega gospodarstva, vendar v zadnjem obdobju poslovanje podjetij v tej panogi peša. Posledično so se cene delnic proizvajalcev avtomobilov in njihovih dobaviteljev močno znižale, medtem ko so evropske delnice v povprečju beležile rast. V tem prispevku bomo analizirali ključne dejavnike, ki vplivajo na donosnost evropskih avtomobilskih delnic, ter ocenili prihodnje obete te panoge.



Rok Potočnik, CFA

Višji upravitelj premoženja

Dividende so razlog za pozitivno donosnost v zadnjem desetletju

V minulem desetletju vlaganje v delnice evropske avtomobilske industrije ni prineslo zavidanja vrednih donosov. Če ne bi upoštevali precej visokih dividend, značilnih za to panogo, bi bila slika še skromnejša – izkazali bi celo izgubo. Iz slike 1 je razvidno, da operativna marža precej niha in je razmeroma dobro povezana z donosnostjo delnic v tej panogi. Po prvem valu pandemije covid-19, ko so marže upadle na zelo nizko raven (malenkost nad 2 %), se je operativna marža občutno zvišala.

Visoko povpraševanje po avtomobilih, v kombinaciji z nizko proizvodnjo zaradi pomanjkanja polprevodnikov in splošnih težav v dobavnih verigah, je povzročilo močno rast cen vozil in dvig operativne marže nad 10 %.

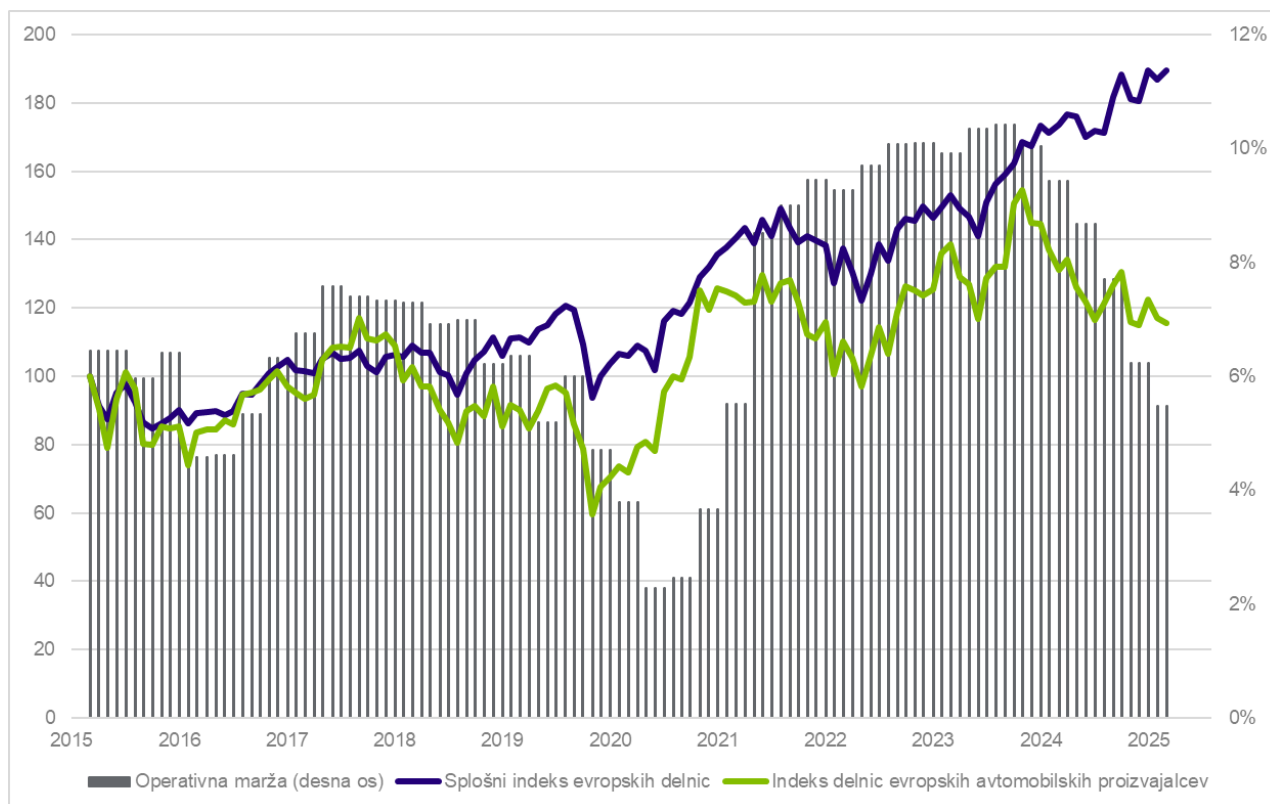
Po pandemiji se je stanje spremenilo

Ugodne razmere na trgu za avtomobilsko industrijo pa žal niso trajale dolgo. V zadnjem letu so se marže prepolovile, iz slike 1 pa je razvidno, da se je tudi razmeroma visoka povezanost gibanja cen delnic avtomobilske industrije s splošnim delniškim indeksom prekinila. Medtem ko so evropske delnice (indeks STOXX Europe 600 z vključenimi dividendami) nadaljevale rast, so cene delnic avtomobilske industrije in proizvajalcev avtomobilskih delov (MSCI Europe Automobiles & Components indeks z vključenimi dividendami) obrnile navzdol.

Poglejmo podrobneje, kateri dejavniki vplivajo na avtomobilsko industrijo.

Slika 1: Skromna donosnost delnic evropske avtomobilske industrije v zadnjem letu

Donosnosti delnic evropskih avtomobilske industrije v kombinaciji z operativno maržo ter splošnega evropskega delniškega indeksa v zadnjem desetletju.



Vir: Bloomberg.

Carine

S prihodom Donalda Trumpa v Belo hišo se je po desetletjih spodbujanja proste trgovine v ekonomski politiki ponovno okrepilo navdušenje nad omejevanjem globalizacije, pri čemer so glavni instrument postale visoke carinske stopnje. Dobavne verige avtomobilske industrije sodijo med najbolj kompleksne in razvejane na svetu – praktično vsi proizvajalci imajo tovarne in dobavitelje delov razporejene po različnih državah. Zato ima znatno zvišanje carin na uvoz

v ZDA pomemben vpliv na njihovo poslovanje. Za ponazoritev si v tabeli 1 oglejmo rezultate poslovanja največjih evropskih avtomobilskih proizvajalcev ter vpliv zvišanih carin nanje. Kot je razvidno, je negativen učinek carin občuten in močno znižuje dobičkonosnost podjetij. Izjemo predstavljata Renault, ki avtomobilov v ZDA ne prodaja niti jih tam ne proizvaja, ter Ferrari – specifično podjetje z izjemnimi maržami in sposobnostjo prilagoditve cen, s katerimi lahko nadomesti višje carine.

Tabela 1: Visok učinek zvišanih carin na poslovanje večine evropskih proizvajalcev vozil

Operativni dobiček v posameznem obdobju in negativni učinek carin

Podjetje	Operativni dobiček (mrd €)	Učinek carin (mrd €)
Volkswagen	3,83 (Q2)	-1,2 (Q2)
Mercedes	1,27 (Q2)	-0,37 (Q2)
BMW	2,66 (Q2)	-0,44 (Q2)
Stellantis	0,54 (Q1 in Q2 - prilagojen)	-0,3 (Q1 in Q2)
Renault	1,65 (Q1 in Q2)	~0
Porsche	1 (Q1 in Q2)	-0,4 (Q1 in Q2)
Ferrari	0,55 (Q2)	~0

Vir: Letna, polletna in četrtletna poročila podjetij in lastni preračuni. Q=četrtletje.

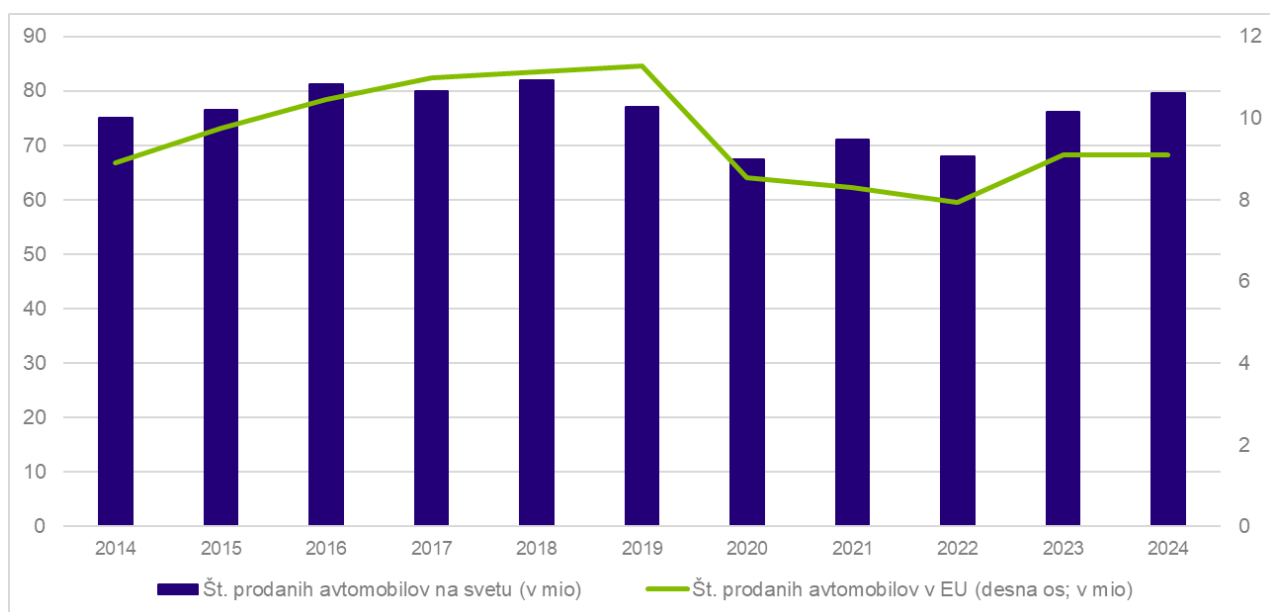
(Kitajska) konkurenca

Kot prikazuje slika 2, številčna prodaja avtomobilov na globalni ravni presenetljivo stagnira in ne beleži rasti. Med glavnimi svetovnimi trgi rast prodaje opažamo le na Kitajskem, medtem ko je v Evropi prodaja še vedno približno petino nižja kot pred pandemijo. Podobno velja tudi za severnoameriški trg. Avtomobilska industrija je izjemno konkurenčna,

saj se veliko število podjetij bori za enako velik »kolač«. V zadnjih letih je največji delež ohranjala Toyota, običajno med 10 in 15 % globalnega trga. V zadnjem obdobju pa smo priča pravemu vzponu kitajskih proizvajalcev. Po podatkih Mednarodne organizacije proizvajalcev motornih vozil je bilo leta 2015 med desetimi največjimi globalnimi proizvajalci zgolj eno kitajsko podjetje, lani pa že štiri.

Slika 2: Število prodanih avtomobilov na svetu stagnira

Število prodanih avtomobilov na svetu in v EU



Vir: Bloomberg in International Energy Agency.

Nižji stroški dela, ugodnejša cena energije, množice visoko izobraženih inženirjev ter obsežne državne subvencije so kitajske avtomobilске znamke v nekaj letih iz obrobnih igralcev spremenili v resno grožnjo zahodnim proizvajalcem. Velika ekonomija obsega in notranja konkurenca niža marže tako kitajskim, kot tudi zahodnim proizvajalcem. Poleg tega so kitajski proizvajalci bistveno hitrejši pri razvoju novih modelov. Po podatkih mednarodne raziskave svetovalnega podjetja Bain & Company Kitajci nov model razvijejo približno dvakrat hitreje kot evropska konkurenca.

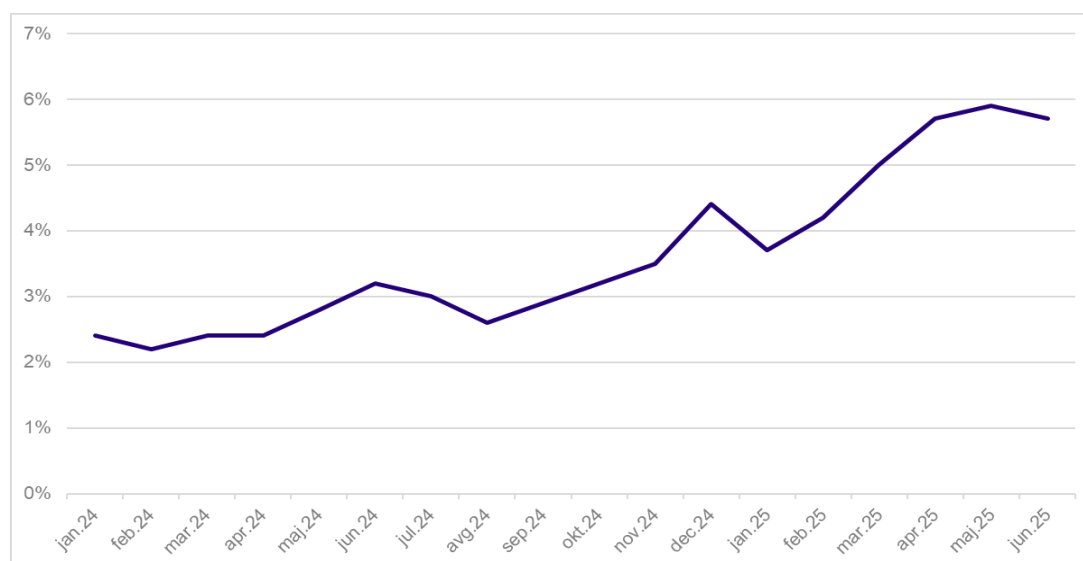
Iz vidika zahodnih avtomobilskih proizvajalcev je težava, imenovana »kitajska konkurenca«, dvoplastna. Na eni strani je Kitajska glavni prodajni trg za večino nemških proizvajalcev, kjer je bilo v preteklosti mogoče ustvarjati nadpovprečne marže, na drugi strani pa tamkajšnji kupci vse pogosteje izbirajo domače znamke. Za nemško trojico – Volkswagen, BMW in Mercedes – je kitajski trg ključen, saj približno vsak tretji izdelani avtomobil prodajo prav tam.

Močna konkurenca na kitajskem trgu nemške proizvajalce sili k visokim popustom, ki dosegajo 25–35 %, kar neposredno znižuje profitne marže. Zgovoren je podatek, da je Volkswagen še leta 2017 na Kitajskem ustvaril 44 % celotnega dobička pred davki, lani pa le še 17 %. V prihodnjih letih se napoveduje upad tega deleža celo proti 10 %. Podoben trend beležita tudi BMW in Mercedes. Dolga leta je Volkswagen vodil po prodaji avtomobilov na Kitajskem, vendar ga je lani prehitel BYD. Zgolj v tem desetletju je Volkswagen izgubil približno šest odstotnih točk tržnega deleža.

Po drugi strani kitajski proizvajalci vse močneje prodirajo na evropski in ameriški trg, kljub razmeroma visokim carinam, ki veljajo za uvoz kitajskih avtomobilov (tudi v EU). Iz slike 3 je razvidno, da se je tržni delež kitajskih znamk v evropski prodaji v zgolj enem letu podvojil. Situacija spominja na dogajanje v 70. in 80. letih prejšnjega stoletja, ko so japonski avtomobili prodrli na evropske in ameriške trge, ter na vstop korejskih proizvajalcev dve desetletji kasneje.

Slika 3: Podvojitev tržnega deleža kitajskih znamk v Evropi

Tržni delež kitajskih avtomobilskih znamk v Evropi



Vir: JATO Dynamics

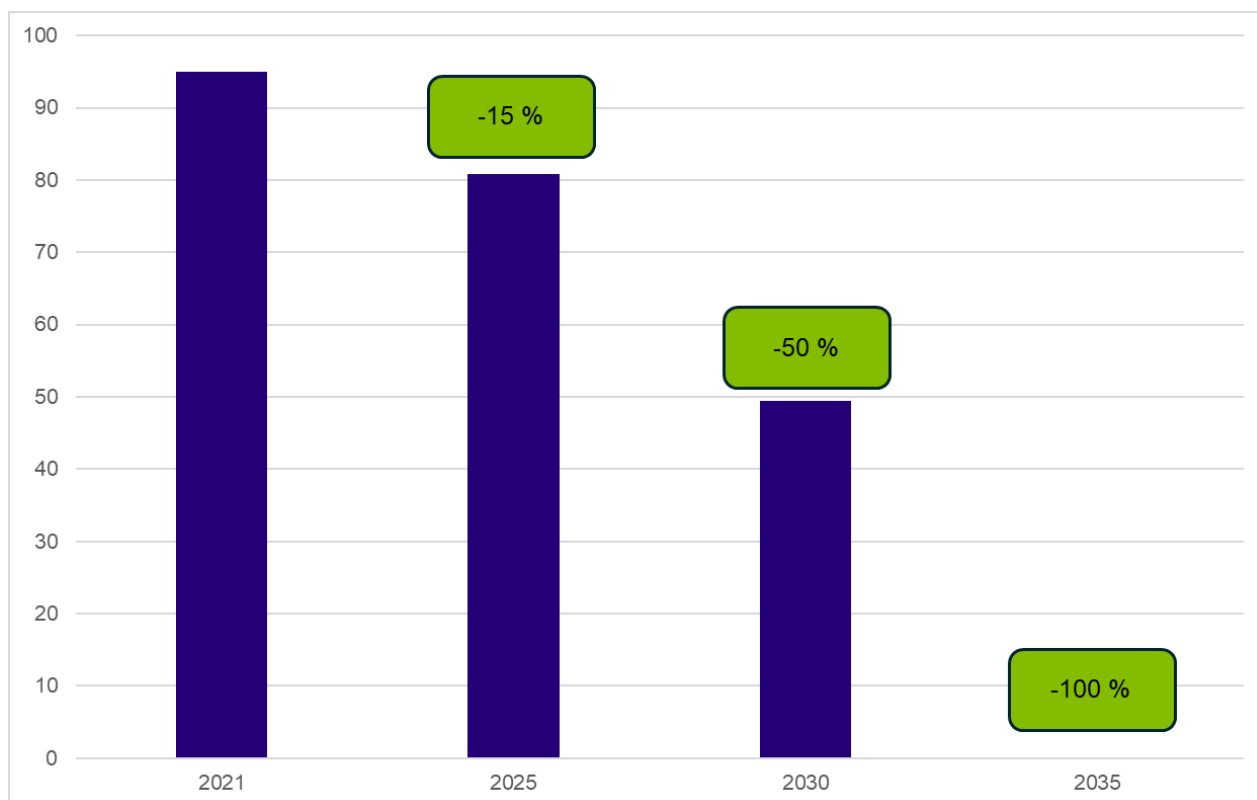
Regulacija

Vse večja ovira za avtomobilске proizvajalce je stroga regulacija, pri čemer prednjači prav Evropa. Čeprav povpraševanje kupcev po električnih vozilih (še) ni izrazito visoko, Evropska komisija vztraja pri svojih ciljih. Eden najbolj radikalnih je popolna prepoved registracije novih vozil z notranjim izgorevanjem do leta 2035. Res je, da so na Komisijo že usmerjeni znatni pritiski za opustitev ali spremembo tega cilja, a uradnih odločitev še ni bilo. Poenostavljeno povedano morajo novo registrirani avtomobili v Evropski uniji vsako leto izkazovati nižje izpuste CO₂.

Trenutni cilji so predstavljeni na sliki 4. Težava je v tem, da so motorji z notranjim izgorevanjem že močno optimizirani, zato proizvajalci vse težje dosegajo vedno strožje cilje. Posledično so prisiljeni povečevati prodajo »čistih« električnih vozil ali pa bodo v bližnji prihodnosti soočeni z visokimi kaznimi. Dober primer je Stellantis, ki napoveduje do 2,5 milijarde evrov letne kazni v roku dveh do treh let, če se regulacija ne spremeni. Če to število primerjamo s pol milijarde evrov operativnega dobička v prvem polletju, hitro vidimo za kako visoke vsote gre.

Slika 4: Cilj Evropske komisije so ničelni izpusti od 2035 naprej

Maksimalni dovoljeni izpusti CO₂ v gramih/km



Vir: Evropska agencija za okolje parlament.

Visoke investicije

Avtomobilska industrija tradicionalno zahteva visoka vlaganja v raziskave in razvoj (R&D) ter v osnovna sredstva (Capex), kar negativno vpliva na prosti denarni tok. V spodnji tabeli 2 je prikazan znesek vlaganj na en prodan avtomobil pri evropskih proizvajalcih. V zadnjih letih so ta vlaganja še izrazitejša, saj morajo podjetja namenjati velike vsote za razvoj električnih vozil in programskih rešitev. Podjetje, ki se odloči za

manjše investicije v razvoj, pogosto hitro zaostane in začne izgubljati tržni delež. To smo lahko opazovali pri Stellantisu, kjer je imelo varčevanje sprva kratkotrajen pozitiven vpliv na marže, a mu je sledil upad tržnega deleža. Dodatno tveganje predstavlja vprašanje smiselnosti obsežnih investicij v električna vozila, saj je težko napovedati, do katerega deleža bo dejansko zrasla prodaja po teh vozilih.

Tabela 2: V avtomobilski industriji so visoke investicije nujne

R&D in Capex na en izdelan avtomobil

BMW	4.000 €
Renault	1.800 €
Volkswagen	4.400 €
Stellantis	2.060 €
Mercedes-Benz Group	5.000 €
Porsche AG	14.000 €
Ferrari	115.000 €

Vir: letna poročila, Morningstar in lastni preračuni

Ostale težave

Velik izziv za evropske proizvajalce predstavlja dostop do baterij. Večina predelave surovin in izdelave baterij poteka na Kitajskem, kjer imajo domači proizvajalci, kot je BYD, celo lastno proizvodnjo baterij. To jim omogoča nadzor nad kakovostjo ter zmanjšuje odvisnost od zunanjih dobaviteljev.

Evropski avtomobilski proizvajalci in dobavitelji se soočajo tudi z izzivi pri odpuščanju delavcev. Evropska zakonodaja nadpovprečno ščiti zaposlene, kar ima sicer pozitivne socialne učinke, vendar zmanjšuje agilnost podjetij pri prilagajanju spremenjenim tržnim razmeram.

Razvoj samovozečih vozil napreduje bistveno počasneje od prvotnih pričakovanj. Če bo enemu proizvajalcu uspelo doseči pomemben preboj na

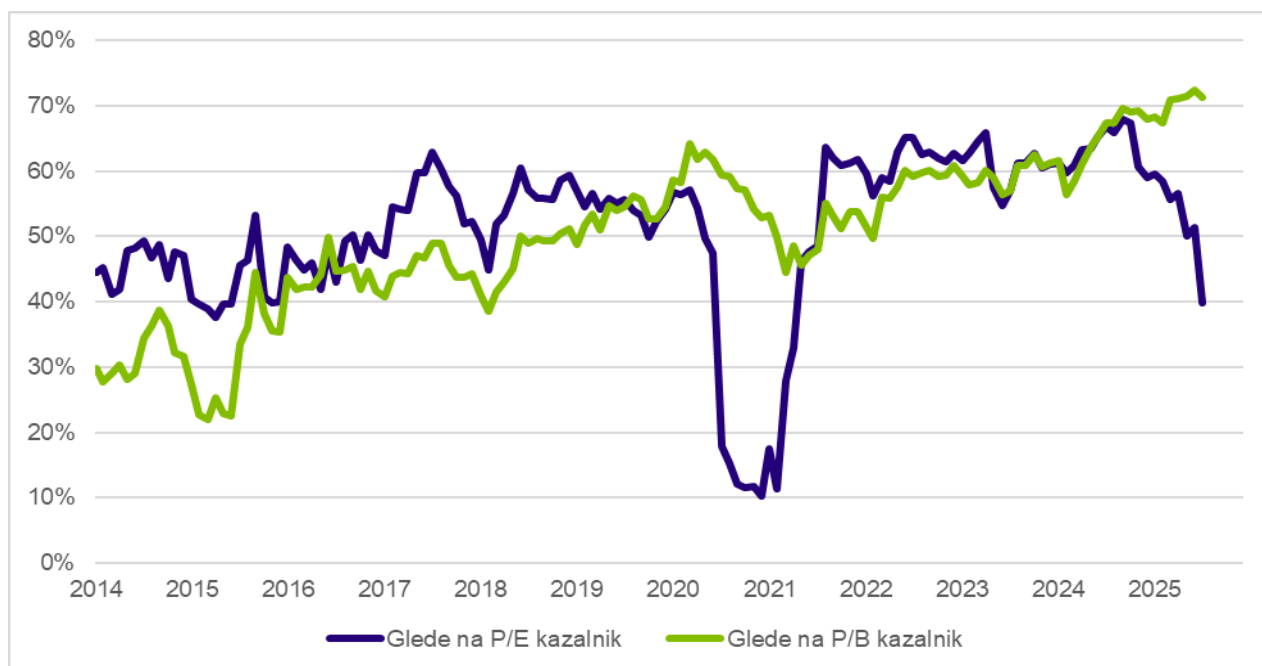
tem področju, obstaja velika verjetnost, da bo pridobil nesorazmerno velik del trga.

Vrednotenje

Pri analizi panoge ne smemo spregledati tudi vrednotenja. V primerjavi s splošnim evropskim delniškim trgom so vrednotenja avtomobilskih delnic tradicionalno bistveno nižja. Po kazalniku P/B (cena delnice/knjigovodska vrednost na delnico) delnice avtomobilske industrije kotirajo s približno 70-odstotnim diskontom glede na evropske delnice, pri čemer se ta diskont postopno povečuje. Po kazalniku P/E (cena delnice/dobiček na delnico) pa je trenutni diskont nekoliko manjši kot v preteklosti. Velja opozoriti, da je P/E kazalnik relativno visok predvsem zaradi visokih upadov dobičkov, ki so se znižali še bolj kot same cene delnic.

Slika 5: Vrednotenje glede na P/B kazalnik je nizko, glede na P/E pa povprečno

Diskont glede na evropski delniški indeks glede na P/E in P/B kazalnik



Vir: Bloomberg.

Pogled naprej

Na naših evropskih delniških skladih ohranjamo podpovprečno izpostavljenost delnicam iz avtomobilske industrije. Po našem mnenju trenutno razmeroma nizko vrednotenje (za 1 € dobička je treba odšteti približno 10 €) ne odtehta vseh izzivov, s katerimi se sooča evropska avtomobilska panoga.

Kar zadeva carine, v bližnji prihodnosti ne pričakujemo vrnitve stopenj na ravni iz preteklih let, ko so se gibale pri nekaj odstotkih. Po naših ocenah se bodo carinske stopnje na izvoz v ZDA stabilizirale pri približno 15 %. Gradnja tovarn v ZDA bi sicer lahko zmanjšala ta vpliv, vendar traja več let, vprašljiva pa ostaja tudi dobičkonosnost takšnih investicij.

Konkurenca bo ostala močna. Na Kitajskem pričakujemo močno konsolidacijo panoge, po kateri bo na srednji rok preživelo le nekaj zelo močnih proizvajalcev. Ti bodo še naprej krepili

svoj položaj na domačem trgu, hkrati pa postopno osvajali tržne deleže tudi na zahodnih trgih.

Glede regulacije menimo, da bi se v Evropi lahko nekoliko sprostila, vendar ostaja velik problem hitrost sprememb, kar podjetjem otežuje dolgoročno strateško načrtovanje. Evropski proizvajalci – tako kot njihovi globalni konkurenti – bodo morali tudi v prihodnje ohranjati visoke investicije za ohranjanje konkurenčnosti.

Velika neznanka ostaja prihodnji razvoj tehnologije. Če pride do pomembnega preboja na področju samovozečih vozil, se zastavlja vprašanje: ali bo zmagovalac tega preboja iz Evrope? Če sodimo po dosedanjih zmagovalcih na področju tehnologije, je odgovor jasan – takšnega preboja v Evropi verjetno žal ne bomo videli...

Opozorilo vlagateljem

Ta dokument je pripravila in izdala družba NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o. (v nadaljevanju: NLB Skladi), Tivolska cesta 48, Ljubljana, info@nlbskladi.si, ki je nadzorovana s strani Agencije za trg vrednostnih papirjev, Poljanski nasip 6, Ljubljana. Dokument je bil pripravljen izključno za boljše razumevanje finančnih instrumentov in delovanja trga kapitala in ne pomeni ponudbe oziroma povabila k ponudbi za nakup ali prodajo v dokumentu obravnavanih finančnih instrumentov oziroma kakršnihkoli drugih finančnih instrumentov, povezanih z obravnavanimi finančnimi instrumenti. Dokument prav tako ne predstavlja osebnega priporočila oziroma investicijskega svetovanja po 11. členu Zakona o trgu finančnih instrumentov (Ur. l. RS št. 77/2018 s spremembami in dopolnitvami, v nadaljevanju: ZTFI-1), saj ne upošteva investicijskih ciljev, finančne situacije in specifičnih potreb osebe, ki se je na kakršenkoli način seznanila z delom ali celotno vsebino tega dokumenta. Dokument prav tako ne pomeni naložbenega priporočila iz 20. člena Uredbe o zlorabi trga (Uredba (EU) št. 596/2014 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 16. aprila 2014 o zlorabi trga, v nadaljevanju: Uredba o zlorabi trga). Družba NLB Skladi nima dovoljenja za izvajanje investicijskega svetovanja, med investicijskimi storitvami izvaja zgolj gospodarjenje s finančnimi instrumenti. Informacije so bile pridobljene na podlagi javno dostopnih podatkov, za katere avtor meni, da so verodostojne, vendar pa za njihovo natančnost in celovitost ne jamčimo. Informacije ne predstavljajo notranjih informacij po 7. členu Uredbe o zlorabi trga. Družbi Nova Ljubljanska banka d.d., Ljubljana (v nadaljevanju: NLB) in NLB Skladi ne prevzemata odgovornosti za posledice odločitev, sprejetih na podlagi mnenj in informacij, ki jih vsebuje ta dokument. Omenjeni podatki v tem dokumentu ne pomenijo priporočila za nakup ali prodajo katerihkoli vrednostnih papirjev, finančnih naložb ali naložbenih skupin niti javne ponudbe vrednostnih papirjev, ampak le podatke in ocene, izdelane na podlagi javno dostopnih informacij, namenjene obveščanju zainteresiranih strank. Družbi NLB in NLB Skladi sta in bosta sklepali posle z nekaterimi vrednostnimi papirji ali naložbenimi skupinami, ki so navedene v tem dokumentu, in z drugimi vrednostnimi papirji. V te vrednostne papirje in naložbene skupine nalagajo tudi investicijski skladi in portfelji strank gospodarjenja s finančnimi instrumenti, ki jih upravlja družba NLB Skladi. Osebe, ki v tem dokumentu podajajo mnenja in komentarje glede dogodkov na kapitalskih trgih (in/ali z njimi povezane osebe), del osebnega premoženja neposredno ali posredno (prek investicijskih skladov) investirajo tudi v vrednostne papirje izdajateljev iz geografskih območij in/ali gospodarskih panog, v zvezi s katerimi se podaja mnenja. Družba NLB Skladi upravlja krovni sklad NLB Skladi. Storitve trženja in oglaševanja krovnega sklada NLB Skladi poleg družbe NLB Skladi izvaja po pooblastilu tudi NLB. Pred sprejemom katerekoli naložbene odločitve glejte Prospekt krovnega sklada z vključenimi pravili upravljanja in dokumente s ključnimi podatki za vlagatelje za posamezne podsklade krovnega sklada NLB Skladi, ki so vlagateljem v slovenskem jeziku brezplačno dostopni na sedežu družbe NLB Skladi na Tivolski cesti 48 v Ljubljani vsak delovni dan med 10. in 12. uro, na pooblaščenih vpisnih mestih (poslovalnice NLB) med njihovim delovnim časom ter na spletni strani www.nlbskladi.si. Celotno opozorilo vlagateljem na voljo na: <https://www.nlbskladi.si/opozorilo-vlagateljem>. V tem gradivu uporabljeno poimenovanje Individualno upravljanje premoženja družba NLB Skladi uporablja za storitev gospodarjenja s finančnimi instrumenti skladno z določili ZISDU-3. Družba NLB Skladi opravlja storitve gospodarjenja s finančnimi instrumenti le na pobudo stranke. Naložbe v finančne instrumente so tvegane. Informacije o investicijskih storitvah NLB Skladi, o tveganjih ter stroških in nadomestilih so objavljene v Splošnih pogojih poslovanja s finančnimi instrumenti NLB Skladi, dostopnih na spletni strani www.nlbskladi.si, na sedežu družbe NLB Skladi in v Privatnem bančništvu NLB d.d., kjer je mogoče skleniti poslovno razmerje za opravljanje investicijskih storitev. Krovni sklad NLB Skladi in storitev gospodarjenja s finančnimi instrumenti družbe NLB Skladi nista bančni storitvi in ne prinašata zajamčene ali garantirane donosnosti. Terjatve iz razmerij v zvezi s finančnimi instrumenti in opravljanjem investicijskih storitev neprofesionalnih strank zapadejo pod sistem jamstva za terjatve vlagateljev po določilih Zakona o trgu finančnih instrumentov, ki je kot informacija dostopen na sedežu družbe NLB Skladi, v Privatnem bančništvu NLB d.d. in na spletni strani družbe www.nlbskladi.si. Naložbe v posamezne podsklade krovnega sklada NLB Skladi in posamezne portfelje niso vključene v sistem zajamčenih vlog, ki velja za vloge fizičnih oseb in malih pravnih oseb na transakcijskih računih, hranilnih vlogah, denarnih depozitih in blagajniških zapisih oziroma potrdilih o depozitu, ki se glasijo na ime, zbranih pri bankah in hranilnicah. Razmnoževanje, redistribucija ali objava prispevka, delno ali v celoti, brez izrecnega, predhodnega in pisnega dovoljenja družbe NLB skladi ni dovoljeno.

Avugst 2025

Izdajatelj in nosilec avtorskih pravic: NLB Skladi, d.o.o.

Grafična priprava in lektoriranje: NLB Skladi, d.o.o.

Brezplačni izvod, februar 2025

Družba za upravljanje: NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o., Tivolska cesta 48, Ljubljana, info@nlbskladi.si

Druge osebe, ki gradivo uporabljajo za trženje: NLB d.d., Ljubljana

NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o.

T: +386 1 476 52 70 | F: +386 1 476 52 99 | www.nlbskladi.si

Tiskovina je informativne narave. Pridružujemo si pravico do sprememb. Za napake v tisku ne odgovarjamo.

Vabimo vas, da ob podpisu pristopne izjave oziroma ob sklenitvi pogodbe o gospodarjenju preverite veljavne pogoje in lastnosti posamezne storitve.



NLB Skladi

NLB Skladi, upravljanje premoženja, d.o.o.

T: +386 1 476 52 70

F: +386 1 476 52 99

www.nlbskladi.si