



RESEARCH

# Tema del mes: Sector del automóvil



9 págs



15 min.

Sector Automóvil Empresas cíclicas

## 1.1 Descripción del sector

La **industria del automóvil** está formada por una amplia variedad de empresas cuyas actividades van desde el diseño del automóvil, pasando por la fabricación de sus componentes y el ensamblaje del propio vehículo, hasta su venta y puesta en circulación. A lo largo de esta cadena de valor, proveedores de componentes (en adelante suppliers) y fabricantes de automóvil (en adelante OEMs, por sus siglas en inglés; Original Equipment Manufacturer) son mutuamente dependientes.

Hablamos de una industria importante como motor de crecimiento y prosperidad a nivel mundial, por su contribución social, al facilitar la movilidad de las personas de forma eficiente, segura y asequible, así como por su contribución económica como motor de innovación, generador de empleo de calidad y pilar del comercio internacional.

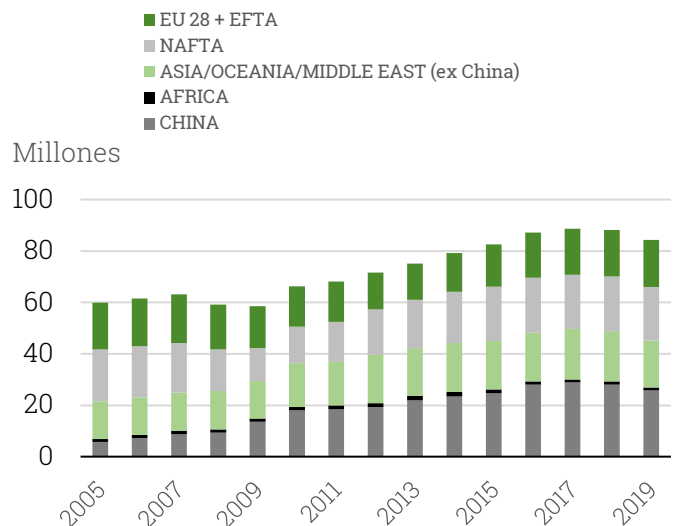
Es una industria intensiva en capital y mano de obra donde los fabricantes globales compiten en precio, producto y tecnología. Esto hace que sea un sector muy competitivo, sin grandes posibilidades de diferenciación, lo que dificulta la obtención de ventajas competitivas, lo cual hace que hablemos de un sector de bajos márgenes operativos y tendencia a la consolidación. Las fusiones, alianzas y otras colaboraciones diversas entre la industria automotriz global y sus proveedores son muy comunes y están conduciendo a la consolidación, globalizando así la competencia y contribuyendo al crecimiento inorgánico. Estas consolidaciones son resultado de factores

como las economías de escala, el cambio tecnológico y el alcance, posicionándose en lugares estratégicos.

Veamos cifras analizando 2019, año previo a la pandemia que desvirtúa la serie histórica.

Por el lado del **consumo**, China es el mercado más grande y ha mostrado un crecimiento astronómico en las últimas décadas, pasando de vender 5,7 millones de vehículos en 2005 a 25,7 millones de vehículos en el año 2019. El segundo mercado más grande es EE. UU. con ventas de 17,4 millones en 2019. En 2009, China superó a Estados Unidos como el mayor país para la venta de automóviles y en 2010 se convirtió en el mercado automotriz más grande dejando atrás a los países del NAFTA (EE. UU., Canadá y México). Los países de la UE-28 y los miembros de EFTA (Asociación Europea de Libre Comercio por sus siglas en inglés) son el tercer mercado más grande con ventas de 18,4 millones que registraron en 2019.

### Matriculaciones de vehículos

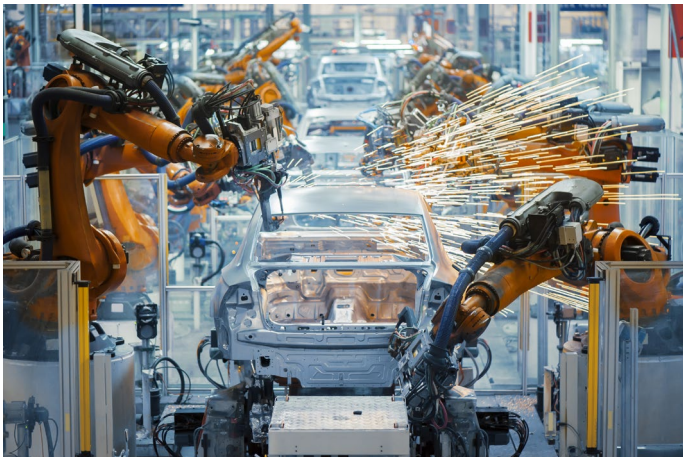


Fuente: OICA y elaboración propia.



Pero el principal productor de vehículos vuelve a ser China, fabricando 25,7 millones de vehículos en 2019, seguido de EE.UU, Japón e India.

En el caso de la **producción**, en Europa destacan países del sur como España donde a pesar de no tener ninguna empresa fabricante de vehículos nacional, sí tiene un peso representativo a nivel producción tanto de vehículos como de autopartes. En concreto, con casi 3 millones de vehículos fabricados en 2019, España es el segundo productor de Europa, tras Alemania, y el octavo mundial. Posteriormente estarían países como República Checa o Eslovaquia.



## 1.2 Tipos de negocio

Dentro del sector podemos encontrar dos tipos de negocios. Por un lado, es posible invertir en este sector a través de **OEMs** o bien hacerlo a través de **suppliers**. Analicemos estas descripciones.

Un **OEM** se refiere a una empresa que fabrica el producto final para el mercado de consumo. Compañías como Renault, Volkswagen o Daimler se encuadran dentro de esta categoría.

Dentro de los OEM, podemos diferenciar dos segmentos; por un lado, el premium, con marcas como Porsche; y por otra parte los generalistas, con marcas como Renault. Las

necesidades de cada tipo de cliente son diferentes y, en el primero de los casos, el comprador no busca simplemente un coche, sino que busca también un reconocimiento social. Esta diferencia permite, generalmente, que los **OEMs premium** tengan la capacidad de cargarle al cliente unos precios más altos, lo que lleva consigo la obtención de unos retornos sobre el capital empleado superiores a los obtenidos por **OEMs generalistas**.

Como ya hemos dicho, la fabricación de un vehículo es un negocio **intensivo en capital**, con una fuerte inversión en CAPEX e innovación, así como en capital humano, lo que hace del **apalancamiento operativo** un factor muy relevante en la búsqueda de rentabilidad y generación de ROIC. Lo importante será llegar al nivel de producción suficiente para cubrir costes fijos y así conseguir amortizar la inversión realizada y generar rentabilidad. Para ello es fundamental tener una óptima utilización de las plantas, de tal forma que la capacidad ociosa sea la mínima posible, evitando el sobredimensionamiento de la estructura productiva y con ello la pérdida de eficiencia operativa.

Actualmente los grandes grupos automovilísticos están cambiando sus modelos de negocio tradicionales, apostando por la introducción de unas plataformas modulares y flexibles que son la base de modelos diferentes entre sí.

Estas plataformas modulares permiten que el vehículo pueda estar adaptado para incorporar cualquier tipo de motor; de combustión, un sistema híbrido o un propulsor eléctrico. Sobre ellas, se van montando las piezas que dan lugar a los diferentes modelos, por lo que adicionalmente a las sinergias que supone, las compañías consiguen abaratar el producto dado que los modelos incorporan un sinnúmero de elementos comunes.



No hay que olvidar una parte del negocio de este tipo de empresas, como son las **financieras**. Muchas de ellas tienen el servicio integrado (como Renault, Volkswagen o BMW) y otras lo externalizan. Se trata de un negocio muy rentable, soliendo implementar unos tipos relativamente superiores a los del mercado bancario, lo que les permite obtener unos márgenes atractivos.

El segundo tipo de negocio son los llamados **suppliers**. Existe la distinción de **Tier 1 ó 2** o proveedores de primer o segundo nivel, en industrias donde la cadena de suministros es común que se haga por niveles, dado que el producto final se compone de muchos componentes complejos. Por tanto, un proveedor Tier 1 se refiere a los principales proveedores de piezas de recambio para los OEM. Los Tier 2 son los proveedores clave de los Tier 1, sin suministrar un producto directamente a las empresas OEM. Ejemplos de proveedores serían empresas como Gestamp o Cie Automotive en España.

los suppliers suelen tener la capacidad de generar retornos sobre el capital empleado más altos, debido a su relación con los OEMs (que en gran medida dependen de la calidad técnica de producto y capacidad de suministro de los suppliers) y al hecho de que las piezas de ensamblaje de un vehículo no son artículos que viajen bien, por la dificultad de apilamiento, lo que provoca un encarecimiento del **coste de transporte** y obliga a que ambas industrias se encuentren lo más cerca posible geográficamente.

Otro aspecto importante de los suppliers es que suelen tener bastante visibilidad de flujos de caja, pues los contratos conseguidos tienden a durar la vida del modelo a fabricar,

que ronda los 10 años. De hecho, gran parte del crecimiento orgánico de estas compañías viene explicado de las necesidades de los OEMs y requisito de cercanía a las plantas de fabricación.

La alta competitividad en el sector automovilístico lleva a los suppliers a un constante viaje de evolución e innovación. Se trata de una de las industrias que más invierte en I+D+i. En los últimos cinco años, el sector ha invertido, de media, el 4% de su facturación anual en I+D+i, aplicada a la mejora de procesos, tecnología y fabricación de componentes cada vez más eficientes.

---

**“Otro aspecto importante de los suppliers es que suelen tener bastante visibilidad de flujos de caja, pues los contratos conseguidos tienden a durar la vida del modelo a fabricar, que ronda los 10 años”**

---

Por ejemplo, algunos de los retos que afrontan los suppliers es la rebaja del peso del coche, ya que un coche eléctrico pesa más que uno de combustión debido a las baterías. Si quieren que sea eficiente el coche eléctrico, deben quitar peso de otros elementos como el chasis.

En estas compañías, será esencial que la estructura de costes sea altamente adaptable a las dinámicas del mercado, es decir, tener una estructura de costes fijos muy competitiva. Cuanto menor apalancamiento operativo tengan serán menos vulnerables al ciclo.

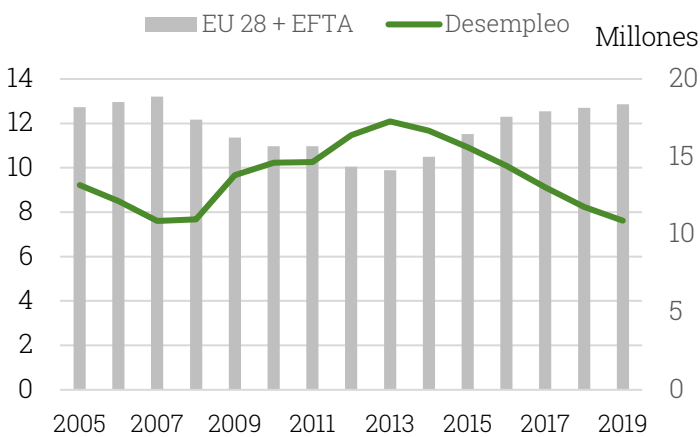


### 1.3 Sector cíclico

El sector de la automoción es un sector cíclico. Los consumidores pueden posponer la compra de un coche nuevo durante los años de crisis hasta que estén mejor en términos económicos. Sin embargo, la mejora de la actividad económica está asociada con un aumento tanto en el empleo como en el fortalecimiento de las condiciones financieras de los hogares, cuya disposición a renovar y comprar un automóvil nuevo aumenta.

Un ejemplo es la Gran Crisis Financiera. En la UE durante la crisis financiera de 2008 se registró una caída en las ventas de automóviles de pasajeros de casi el 8%, y la tendencia a la baja continuó durante los siguientes 5 años. Hasta prácticamente 2016 no se recuperaron los niveles de ventas precrisis.

#### Matriculaciones y desempleo



Fuente: OICA, INE y elaboración propia.

En las **compañías cíclicas** es imprescindible aprovechar los movimientos en las cotizaciones que genera el ciclo.

Hablamos probablemente de la manera más fácil y menos arriesgada de encontrar oportunidades. Hay que afrontar los ciclos económicos con una enorme paciencia, pero

tranquiliza saber que una caída en la cotización se debe únicamente al ciclo, y no a algún posible factor competitivo desconocido. Los ciclos cambian de signo siempre, por eso son las oportunidades más sencillas de analizar, ya que conocemos la causa de los movimientos.

El error más grave que podemos sufrir con el ciclo es intentar predecir el momento del cambio, una pretensión inútil que supone una importante pérdida de tiempo. Debemos centrar nuestro esfuerzo en soportar estoicamente las caídas, pues, obviamente, nunca empezaremos a comprar en el punto más bajo del ciclo: siempre lo haremos antes. La clave es continuar comprando durante toda la caída, pues los mejores resultados se obtienen con las últimas inversiones.

Por otra parte, con estas compañías hay que estar muy atentos a dos factores: que la compañía sea un **productor eficiente** que soporte perfectamente los precios bajos; y que tenga una **deuda moderada**. Si no se cumplen estas dos condiciones, nuestra inversión estará en peligro, pues el riesgo fundamental es que no supere la parte baja del ciclo. Para saber más sobre este tipo de compañías os recomendamos ver el video de nuestro canal de Youtube [¿Cómo invertir en empresas cíclicas?](#)

### 1.3 Situación del sector

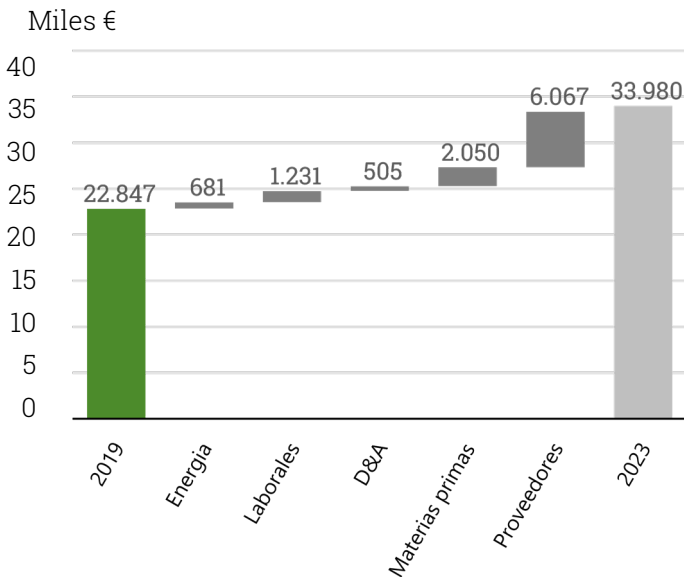
El sector del automóvil es un sector muy complejo y que se encuentra sujeto a unas interrupciones muy importantes: cambio de motor de combustión a eléctrico, vehículo autónomo y muchas otras, es decir, en proceso de cambio constante, por lo que es importante ver qué compañías se adaptan mejor a esta situación.



El sector viene de una situación compleja desde 2020, debido al impacto del Covid-19 en su actividad. Por una parte, la pandemia supuso un freno radical a la demanda de automóviles y, por otro lado, la congestión y los cuellos de botella generados provocaron una escasez de abastecimiento que dificultó los procesos de producción, especialmente impactados por la escasez de microchips, cuyos fabricantes centraron sus esfuerzos en abastecer al sector tecnológico ante su mayor demanda y la caída en la demanda de automóviles, y los encareció, estresando los márgenes de las compañías del sector.

Como podemos observar en la siguiente tabla, la presión al alza en los precios de las **materias primas**, así como los costes de abastecimiento de autopartes y los costes laborales, principalmente, están teniendo un impacto muy relevante sobre los costes de producción desde hace varios años, provocando una subida de los costes de bienes vendidos (en adelante, COGS, por sus siglas en inglés) de en torno a un 40%:

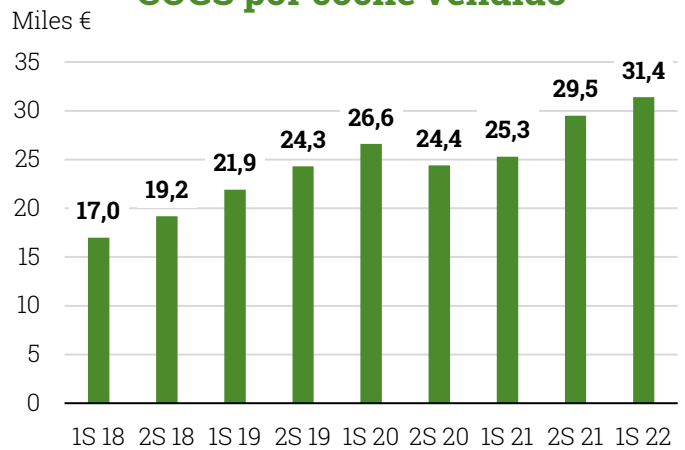
### COGS por coche vendido para fabricantes europeos (2019-2023)



Fuente: Bloomberg, Bernstein analysis and estimates.

En cuanto a los costes energéticos, en boca de todos en la actualidad, es de suponer que éstos sigan presionando al alza como resultado de las subidas de la electricidad y del gas, si bien, como vemos, éstos generalmente representan una partida pequeña en la composición de los COGS.

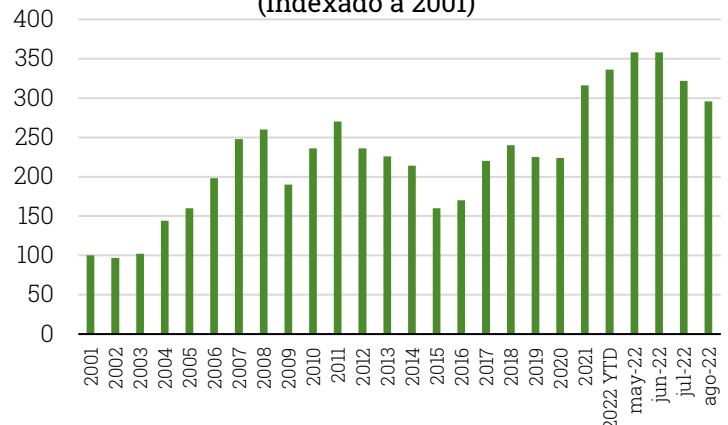
### COGS por coche vendido



Fuente: Bernstein analysis and estimates.

Mirando al futuro, cabe pensar que un gran porcentaje de las **presiones inflacionarias** ya han impactado y que, por tanto, lo peor ya ha pasado. Por ejemplo, los precios de las materias primas utilizadas en los procesos de producción parece que comienzan a revertir su tendencia al alza:

### Precio medio materias primas por coche (Indexado a 2001)

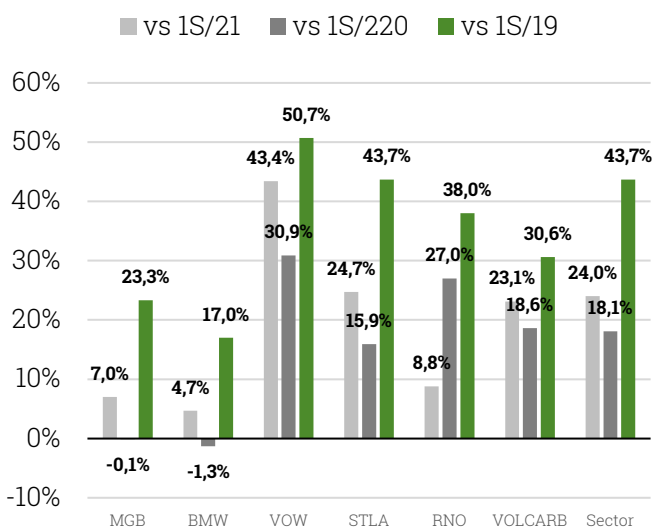


Fuente: Bloomberg (as of 02/09/22), Bernstein analysis.



Observando las cifras OEM a OEM, podemos ver que esta evolución del COGS a lo largo de H1/2019-H1/2022 no se ha notado de la misma manera en todos los OEMs; los OEMs premium como MBG, BMW y VOLCARB en cierta medida lograron contener esta inflación de costes de producción a niveles más bajos (+22% y +31% por coche vendido, respectivamente), mientras que los fabricantes de equipos masivos VOW y STLA se comportaron peor que sus pares (+51% y +44%, respectivamente).

### Evolución COGS por coche vendido por OEM



Fuente: Company reports, Bernstein analysis.

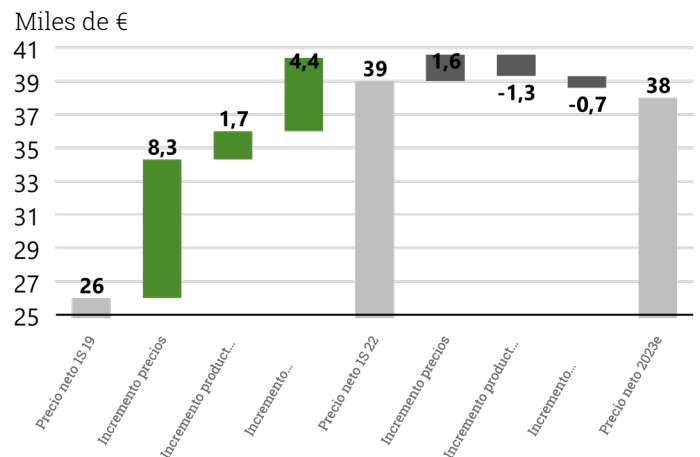
Esta situación de fuerte presión en costes ha llevado a los principales fabricantes de automóviles a tratar de **defender sus márgenes**, trasladando parte de dicha subida a sus precios de venta.

Desde 2019, los fabricantes europeos han aumentado sus precios medios de venta entre un 40% y un 50%.

Una parte de dicha subida ha sido posible gracias a una mejora en el mix de producto, centrando los esfuerzos en los segmentos de vehículos más rentables, y la reducción en los

descuentos. Si bien, la principal herramienta ha sido la subida directa en los precios de venta:

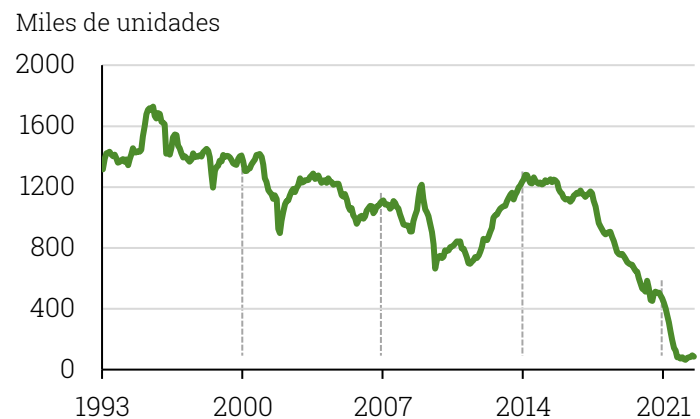
### Desglose estimado del aumento de precio neto de 1S19 a 1S22, y de 1S22 a 1S23 (% calculado desde la base del año anterior)



Fuente: Jato, Autodata, IHS, Bernstein Analysis and estimates.

Dicha subida en los precios de venta ha resultado posible gracias al fuerte desabastecimiento y el consiguiente impacto en la oferta, que se ha visto reducida en unos 20-25 millones de automóviles durante los últimos dos años, debido a los citados problemas de congestión en las cadenas de oferta, dejándonos una situación de inventarios muy presionada a la baja, como observamos en el siguiente gráfico para el caso de los Estados Unidos:

### Inventarios de automóviles nacionales EE.UU



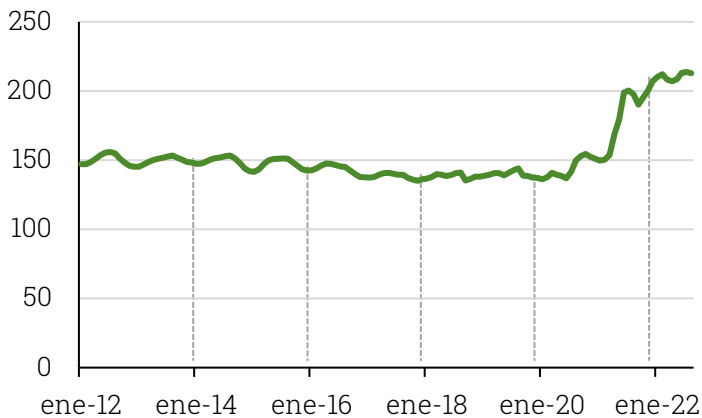
Fuente: St. Louis Fed, Bernstein analysis.



La segunda derivada de esta situación se ha producido en el mercado de vehículos de segunda mano, cuyos precios de venta han aumentado considerablemente desde el estallido de la pandemia:

### Los precios de los coches usados se han incrementado sustancialmente

Automóviles y camiones usados en ciudad media de EE.UU., todos los consumidores urbanos, sin desestacionalizar.  
1982-84 = 100



Fuente: Bureau of Labor Statistics, Bernstein Analysis.

Venimos, por tanto, de una situación de fuerte presión en márgenes por alzas de costes y traslado de dicha presión a los precios finales de venta, gracias al desequilibrio generado entre oferta y demanda.

En cuanto a las **previsiones de demanda**, la posible desaceleración económica a nivel global resulte posiblemente en un debilitamiento de ésta. Sin embargo, las enormes carteras de pedidos y retrasos en entregas que han visto los fabricantes durante los dos últimos años deberían actuar como un escudo frente a la caída de la demanda de 2023. Esta situación también deriva en que, mirando más al corto plazo, este 2022 pueda ser uno de los mejores años que muchos OEMs hayan tenido en mucho tiempo, al estar dando

salida a toda la demanda embalsada durante la pandemia, lo que además están consiguiendo a la vez que generen unos márgenes operativos excepcionalmente altos.

De cara al futuro, cabe pensar que una gran parte de las subidas de costes ya se hayan producido y, paralelamente, podemos suponer que el espacio con el que cuentan los principales fabricantes de automóviles para continuar con el traslado de dichas subidas de costes a los precios de venta vaya siendo cada vez más reducido.

## 1.4 En Cobas AM

Desde Cobas, creemos que las **compañías cíclicas** ofrecen de forma intermitente excelentes oportunidades de inversión, algo que requiere principalmente de una cualidad, la paciencia.

En el caso que nos ocupa, que podemos extender al conjunto de nuestras inversiones, no realizamos el estudio partiendo de una visión global del sector, sino que hacemos un trabajo en sentido **bottom-up**, identificando oportunidades de inversión en compañías concretas de forma individualizada.

Dicho esto, es conveniente contar con una visión más global tanto de la situación a nivel sectorial, que hemos repasado hasta ahora, como de la valoración conjunta de la industria, que nos dará pistas sobre el apetito inversor hacia el sector.

Como vemos a continuación, el sector cotiza a un múltiplo sobre beneficios en zona de mínimos desde hace prácticamente dos décadas, lo que ya nos ofrece una pista sobre si estamos analizando un sector sobrevalorado en su conjunto o no, como parece ser el caso:



### PER medio ponderado de OEMs europeos (ex- Ferrari) desde 2018 al presente



Fuente: Bloomberg.

Entrando más en concreto en nuestras carteras, podemos afirmar que la mayor exposición al sector se encuentra en nuestro fondo de **Grandes Compañías**, en el que la exposición se sitúa en niveles de en torno al 15% al cierre del mes de junio. De ese 15%, aproximadamente la mitad de la exposición está construida a través de OEMs, mientras que la otra mitad se encuentra materializada vía suppliers.

Por su parte, la **Cartera Internacional** cuenta con una exposición más reducida, algo menor al 5% a cierre de junio.

En ambos casos, la principal posición es la de **Renault**, sobre la que nos extenderemos un poco más a continuación.

Como muchos sabrán, la compañía forma parte de nuestras carteras desde hace algunos años, por tanto, que hemos analizado muy en profundidad y sobre la tenemos un conocimiento muy bien formado.

Renault es el mayor fabricante de automóviles francés y el décimo fabricante mundial. El gobierno francés posee el 15% de las acciones y el 20% de los derechos de voto, y el socio estratégico

a largo plazo de Renault, Nissan, posee un 15% adicional, pero sin derechos de voto. A su vez, Renault casi controla a Nissan: la empresa francesa posee un c.43% del fabricante de automóviles japonés, y recientemente ha redoblado sus esfuerzos para desarrollar plataformas y tecnología conjuntas en la Alianza entre Renault, Nissan y Mitsubishi.

**Renault** vende la mayor parte de sus coches en Europa y en los mercados emergentes y tiene muy poca presencia en Norteamérica o China. Las marcas clave del grupo son Renault (73% del total de unidades vendidas) y Dacia (23%).

En 2020, **Luca de Meo** se incorporó como director general de Renault procedente de Seat, e inició un programa de reestructuración de costes ("**Renaulution**"). El programa ha sido muy exitoso, logrando un ahorro de 2.300MM€ en Capex de I+D para finales de 2021, por delante de los 2.000MM€ previstos inicialmente para finales de 2022.

Tras la guerra de Ucrania, Renault vendió sus operaciones y su marca en Rusia (Lada) al Estado ruso a finales de marzo. Como resultado, se registró una pérdida de valor de 2.200MM€ en el primer semestre de 2022.

La estrategia clave introducida por el director general Luca de Meo es el cambio de segmento de Renault, en busca de mejores **rentabilidades**.

En 2021, los coches del segmento C representaban el 25% de las ventas de Renault y la empresa ha dicho que la contribución absoluta al EBIT de un coche del segmento C es al menos el doble que el de un coche del segmento B.

El objetivo estratégico es duplicar esta cuota, y la empresa se ha fijado el objetivo de aumentar la contribución al EBIT de los coches del segmento C del 15% en 2019 al 40% en 2025.

Renault fue uno de los pioneros de la **electrificación** en Europa, siendo el Renault Zoe el vehículo eléctrico más vendido en Europa en 2015-2017 y en 2020.





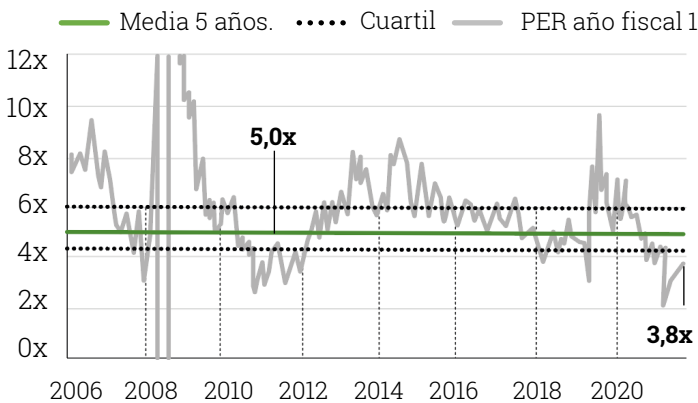
De cara al futuro, la empresa tiene previsto desarrollar conjuntamente 5 nuevas plataformas con sus socios Nissan y Mitsubishi. Para 2030, la Alianza tiene previsto poner a la venta 35 modelos exclusivamente eléctricos con más del 90% de los coches construidos sobre plataformas comunes.

El 10 de mayo, Renault presentó su estrategia para el negocio de la movilidad "Mobilize". La nueva unidad tratará de ampliar su actual negocio de financiación y arrendamiento financiero, pasando del 6-7% de los ingresos del grupo al 10% en 2030. Se prevé añadir otro 5% de los ingresos mediante la prestación de servicios adicionales, como seguros, recarga, etc., y Mobilize se dirigirá a operadores comerciales para el transporte de pasajeros y de mercancías de última milla.

En nuestra opinión, el plan de acción propuesto por Luca de Meo desde su llegada tiene bastante sentido y creemos que está llevándose a cabo de forma bastante satisfactoria.

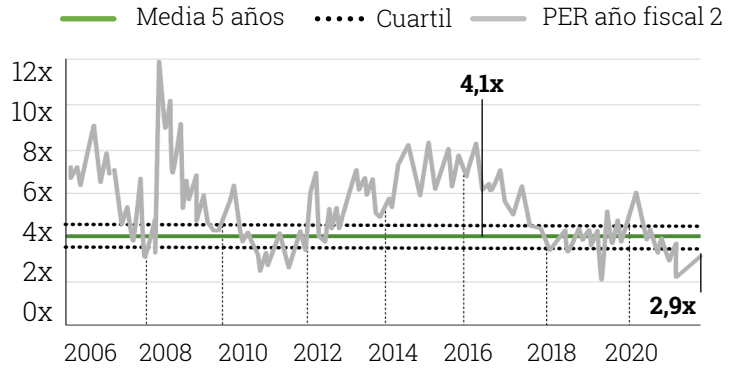
Por otro lado, las acciones de la compañía están cotizando en la parte baja del rango de múltiplo sobre beneficios. Como siempre hemos mantenido, en sectores como el del automóvil, con un claro componente cíclico, los momentos de aparentemente mayor debilidad son los más adecuados para sentar las bases de rentabilidades futuras.

### PER Renault a un año



Fuente: Bloomberg.

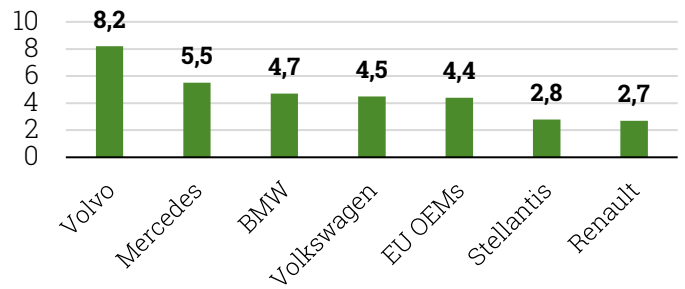
### PER Renault a dos años



Fuente: Bloomberg.

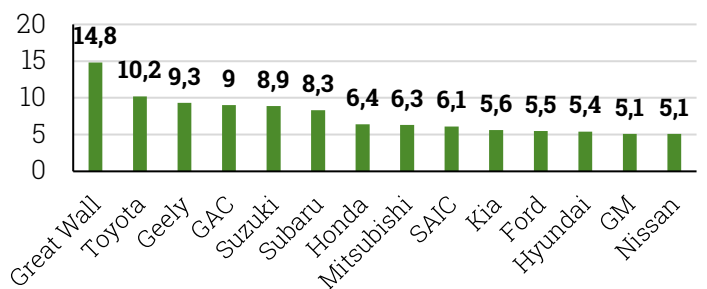
Así mismo, en relación a sus comparables, la compañía se encuentra cotizando a un **múltiplo sobre beneficios muy atractivo**.

### EU OEMs - PER (Año fiscal +2)



Fuente: Bernstein.

### Global OEMs PER (Año fiscal +2)



Fuente: Bernstein.

En la actual situación, entendemos que la relación riesgo-rentabilidad de esta inversión pone muchas más probabilidades a nuestro favor que en nuestra contra, y por eso mantenemos una posición en la compañía de entorno al 2,5%, tanto en nuestra C. Internacional como en nuestra C. Grandes Compañías.