

Investire con un approccio a 360 gradi attraverso la struttura del capitale: focus automotive

Plenisfer Investments SGR

Il settore automotive attraversa una fase di forte evoluzione e discontinuità.

Se da un lato è indubbio che la domanda di automobili sia destinata a permanere - anche se potrebbe assumere una diversa forma - le prospettive dei principali player, in particolare europei, appaiono incerte alla luce delle grandi sfide che stanno affrontando:

1. Transizione elettrica

La transizione verso la produzione e commercializzazione esclusivamente di auto elettriche è fissata al 2035, anno in cui potranno essere immatricolate le ultime vetture alimentate a benzina o diesel nei Paesi dell'UE, come stabilito lo scorso maggio dal Consiglio dell'energia dell'Unione Europea.

La transizione è destinata a trasformare profondamente il settore automotive, creando **nuovi vincitori e vinti**.

Gli ingenti investimenti necessari a realizzarla sono stati e continueranno ad essere un fattore critico: a titolo di esempio, la sola Volkswagen ha investito su questo fronte **50 miliardi di euro** a partire dal 2018.

In questo scenario in forte evoluzione, i player tradizionali dovranno dimostrare di avere la capacità di "cambiare pelle" in un settore sempre più concentrato sul software piuttosto che sull'hardware. Si tratta di una sfida complessa e dall'esito non scontato che ricorda quella di inizio millennio che ha interessato la telefonia e che vide Nokia cedere rapidamente la posizione di leadership assoluta a player di nuova generazione come Apple.

2. Competizione cinese

Nel settore delle auto elettriche in Cina si è affermato rapidamente un nuovo player nazionale, **BYD**. Si tratta di un caso emblematico, più unico che raro, di un'azienda capace di trasformarsi



e affermarsi in pochi anni in un settore ad alta intensità di capitale e con grandi barriere all'ingresso come quello automobilistico.

Nata nel 1995 come produttore di batterie, BYD è infatti entrata nel mercato delle auto elettriche nel 2005 e **in soli cinque anni è diventato il brand di riferimento** in questo segmento in Cina.

Nel terzo trimestre del 2023 ha venduto 432.000 auto elettriche - poco meno delle 435.000 di Tesla - superando Volkswagen e prevede di arrivare a 3,6 milioni di veicoli quest'anno, collocandosi tra le **prime 10 case automobilistiche a livello mondiale** per unità vendute. Le vendite saranno in prospettiva trainate anche dalla crescente esportazione su mercati esteri: la fase di **export** è iniziata solo lo scorso anno, ma la società stima di poter raddoppiare le vendite già nel 2024, forte di prezzi pari a oltre la metà di quelli delle vetture europee, pur in presenza di performance e qualità del prodotto sempre più simili.

Alle sfide descritte si somma un **ulteriore fattore di complessità**.

Dal 2020 i colli di bottiglia nelle forniture, conseguenti alla pandemia, hanno ristretto l'offerta di veicoli disponibili e i player del settore hanno concentrato le vendite sulle auto a maggiore marginalità. La capacità di esercitare sul mercato un forte "pricing power" ha garantito agli operatori un elevato cash flow e l'ottima tenuta delle posizioni finanziarie. Tale fase è tuttavia in **progressiva moderazione** alla luce della normalizzazione delle forniture e della flessione della domanda connessa all'aumento dei costi dei finanziamenti finalizzati all'acquisto di auto e al possibile rallentamento economico del prossimo anno.

Alla luce dei fattori descritti, **l'automotive è un settore a cui guardare oggi?**

In Plenifer riteniamo di sì.

Se difficilmente i nodi descritti verranno al pettine nel breve termine, la domanda da porsi oggi è quale evoluzione subirà il settore nel medio e lungo periodo, ovvero a 5 e 10 anni.

Da investitori, in Plenifer guardiamo ad ogni settore e singola opportunità, analizzandone le specifiche dinamiche e il contesto macro, attuale e prospettico, in cui queste si realizzano. Attraverso questo approccio, una volta identificata un'opportunità - anche "contrarian" - ne esaminiamo **l'intera struttura del capitale** per valutare lo strumento più adatto a coglierla pienamente.

Guardando all'automotive con la lente dell'**equity**, oggi ci sono, a nostro avviso, incognite eccessive che rendono impossibile determinare quale potrebbe essere il "valore terminale" di un'azienda del settore, pur essendo ad oggi i multipli molto contenuti. Questo rende l'investimento nel segmento azionario a nostro avviso troppo imprevedibile.



L'indice rappresentativo del settore, SXAP, evidenzia, infatti, dal 2016 ad oggi una significativa **sottoperformance** del **28%** rispetto all'indice MSCI World e di **oltre il 70%**¹ rispetto all'indice S&P 500. L'anno dell'avvio del declino non è casuale: nel 2016 si verificò il "dieselgate", lo scandalo sulla falsificazione delle emissioni delle vetture Volkswagen, che portò alla regolamentazione delle emissioni Co2 e all'obbligo di dimezzarle entro il 2021.

Dall'analisi della struttura di capitale dei principali player emergono, invece, **possibili opportunità sul fronte obbligazionario**.

Pochissimi titoli a reddito fisso nel settore **OEM** (Original Equipment Manufacturer) offrono **spread interessanti**, ma possiamo trovare valore **scendendo lungo la struttura del capitale**, ovvero verso strumenti di debito più subordinati, di emittenti con solidi fondamentali nell'orizzonte temporale dell'investimento.

D'altro canto, il settore dei fornitori di ricambi per auto presenta nel complesso **prezzi interessanti** che riflettono le incertezze connesse a uno scenario in forte discontinuità e soggetto a shock, endogeni ed esogeni, non quantificabili. In questo contesto, l'analisi dei fondamentali è più cruciale che mai.

La **domanda chiave** e fondamentale da porsi sul fronte obbligazionario è se l'emittente sarà in grado di far fronte ai propri obblighi di rimborso.

In Plenisfer riteniamo che per gli OEM vi siano **rischi limitati** riguardo a questa capacità, grazie non solo agli attuali solidi fondamentali degli operatori, ma anche alla disponibilità di asset potenzialmente valorizzabili se necessario.

Tuttavia, al momento preferiamo i titoli **a breve e medio termine** sui quali abbiamo una migliore visibilità e riteniamo sia necessario incrementare la cautela all'aumentare della duration.

Disclaimer

Questa analisi è relativa a Plenisfer Investments SGR S.p.A. ("Plenisfer Investments") e non è una comunicazione di marketing relativa a un Fondo, un prodotto di investimento o servizi di investimento nel tuo paese. Il presente documento non costituisce un'offerta o un invito alla vendita o all'acquisto di titoli o di qualsiasi attività o impresa qui descritta e non costituisce la base di alcun contratto.

Eventuali opinioni o previsioni fornite sono aggiornate alla data specificata, possono cambiare senza preavviso, non prevedono risultati futuri e non costituiscono una raccomandazione o un'offerta di alcun prodotto o servizio di investimento. La performance passata non prevede rendimenti futuri. Non può esserci alcuna garanzia che un obiettivo di investimento sarà raggiunto o che ci sarà un ritorno sul capitale. La presente analisi è rivolta esclusivamente agli investitori professionali in Italia ai sensi della Direttiva sui

¹ Fonte: Bloomberg



mercati degli strumenti finanziari 2014/65/UE (MiFID). Non è destinato agli investitori al dettaglio o alle US Person, come definite nella Regulation S dello United States Securities Act del 1933, come modificato.

Le informazioni sono fornite da Plenisfer Investments, autorizzata come società di gestione di OICVM in Italia, regolamentata dalla Banca d'Italia - Via Niccolò Machiavelli 4, Trieste, 34132, Italia - CM: 15404 - LEI: 984500E9CB9BBCE3E272.

Tutti i dati utilizzati nella presente analisi, salvo ove diversamente indicato, sono forniti da Plenisfer Investments. Tale materiale ed i suoi contenuti non possono essere riprodotti o distribuiti, in tutto o in parte, senza espresso consenso scritto di Plenisfer Investments.

