



Bolero

TOPIC

Europese autobouwers moeten aan de stekker

14 oktober 2019

RESEARCH: KURT RUTS (KBC ASSET MANAGEMENT): "STRENGERE EMISSIENORMEN
DWINGEN EUROPESE AUTOBOUWERS TOT ELEKTRIFICATIE" (09/09/2019)

VOOR U SAMENGEVAT DOOR SR. FINANCIAL ECONOMIST TOM SIMONTS



In de TOPIC gaat **Bolero** dieper in op een specifiek onderwerp zoals een beursintroductie, de olieprijs, maar we kunnen ook een specifieke beurs of aandeel onder de loep nemen.

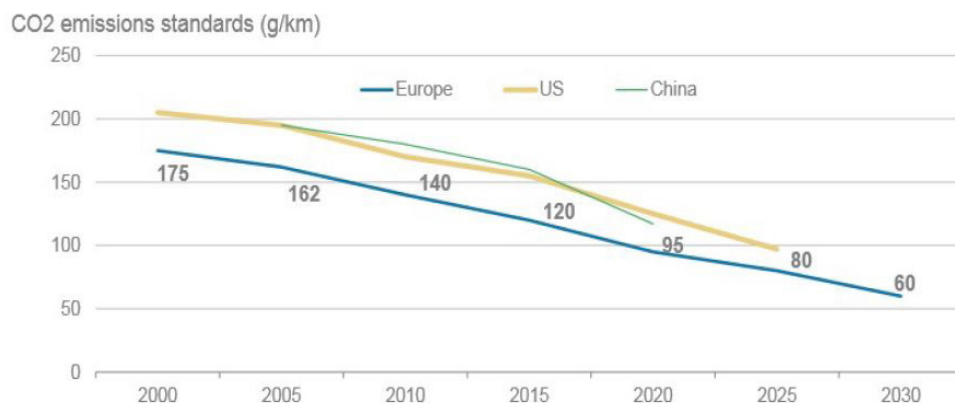
Strengere emissienormen zullen **Europese autobouwers** vanaf 2020 dwingen om hun aanbod in toenemende mate te **elektrificeren**. De komende maanden zullen we dan ook een hele reeks volledig elektrische en hybride modellen in de showrooms zien verschijnen.

In dit dossier geeft KBC Asset Management-analist Kurt Ruts duiding bij de nieuwe emissienormen die volgend jaar in voege treden en de verwachte **impact op vraag naar auto's** enerzijds en de **winstgevendheid van Europese autobouwers** anderzijds.

Europa als voortrekker

Wereldwijd heeft Europa een **voortrekkersrol** als het aankomt op het **terugdringen van de CO₂-uitstoot van personenwagens**.

Nadat de Europese Commissie in 2009 de doelstelling van 130g/km voor 2015 had vastgelegd, werd voor 2021 de norm van 95g/km vooropgesteld. Die doelstelling is resp. **15% en 20% lager** (dus strenger) **dan in China en de VS**.



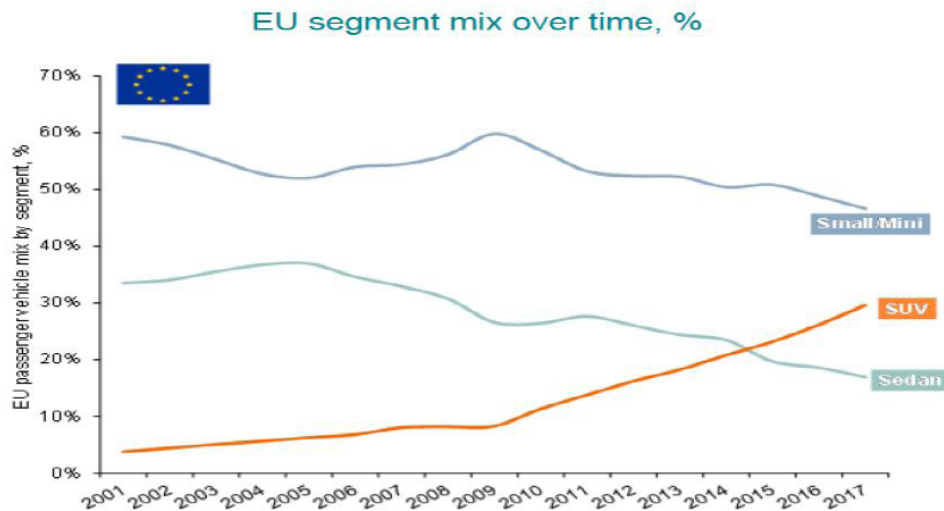
Voor 2020 geldt in principe dezelfde norm als voor 2021, maar dan met een aantal tegemoetkomingen. Tegen 2025 en 2030 verwacht Europa nog een bijkomende CO₂-reductie van de constructeurs ten belope van resp. 15% en 37,5% ten opzichte van de 95g/km van 2021.

De doelstelling van 130g/km werd relatief makkelijk – en twee jaar eerder dan nodig – behaald, voornamelijk dankzij het inkrimpen van de afmetingen van de (verbrandings-)motoren en het lichter maken van voertuigen.

Elektrificatie heeft tot hiertoe maar een beperkte rol gespeeld in het terugdringen van CO₂-emissies, maar daar komt binnenkort verandering in. De gemiddelde uitstoot van de verkochte wagens in 2018 bedroeg immers 120g/km, wat betekent dat er **sinds 2015 geen vooruitgang meer geboekt** is. Dat is grotendeels te wijten aan twee factoren: de opkomst van de SUV en de “ontdieseling” van de verkoop.

Opkomst van de SUV

Het aandeel van SUV's in de verkoop is de voorbije jaren fors toegenomen. Veel mensen zien SUV's als veiligere en modieuzere wagens. Bovendien zijn ze doorgaans makkelijker om in- en uit te stappen, wat hun populariteit bij de **vergrijzende bevolking** verklaart.



De **prijs** die voor een SUV gevraagd (en betaald) wordt, ligt dikwijls een pak hoger in vergelijking met de sedans die op hetzelfde platform geproduceerd worden. Het verschil in kostprijs voor de constructeur is evenwel miniem.

De opkomst van SUV's heeft dan ook een aanzienlijk **positief effect gehad op de marges** van autoconstructeurs. Maar SUV's wegen niet alleen meer, ze zijn bovendien minder aerodynamisch, wat zich vertaalt in een **hoger verbruik** (en bijgevolg een hogere CO2-uitstoot).

Ontdieseling van de verkoop

Dieselmotoren verbruiken zo'n 15% minder dan vergelijkbare benzinemotoren. Het dieselaandeel in de autoverkoop gaat in grote delen van Europa al sinds 2011 in dalende lijn. Maar het **Dieseldgate**-schandaal bracht de 'ontdieseling' in een stroomversnelling.



De **aanhoudend negatieve aandacht** voor diesel in de media, de dreiging van **dieselbans in stadscentra** en de dikwijls gewijzigde (negatievere) **fiscale behandeling** van de brandstof hebben hun effect op de consument niet gemist.

In 2016 bedroeg het dieselaandeel in de West-Europese verkoop nog 50%, in 2017 daalde dit tot 44% en vorig jaar was dat nog slechts 37%. Sinds begin dit jaar zien we evenwel een **stabilisatie rond de 35%**, aangezien de negatieve media-aandacht een beetje over zijn hoogtepunt heen lijkt te zijn en er in de hogere (zwaardere) segmenten van de markt **weinig valabele alternatieven** voor diesel zijn.

2021-doelstelling

De **gemiddelde uitstoot** van alle verkochte (nieuwe) personenwagens in de Europese Unie zal dus **tegen 2021 slechts 95g/km** mogen bedragen. Dat is een gemiddelde over alle constructeurs heen. In de praktijk hangt de precieze doelstelling per constructeur af van het gemiddelde gewicht van diens vloot. Constructeurs met een **zwaardere vloot** (bijv. Daimler) hebben **minder strenge doelstellingen** dan constructeurs die lichtere wagens verkopen (bijv. Fiat).

Op het niet naleven van de emissienormen staan fikse **boetes**. Per gram CO₂ boven de norm en per voertuig zal een constructeur 95 EUR moeten betalen. Voor een autobouwer die in de Europese Unie één miljoen voertuigen verkoopt en wiens vloot gemiddeld 5 gram CO₂ meer uitstoot dan de limiet, bedraagt de boete bijvoorbeeld 475 miljoen EUR. Als de **Europese autobouwers** op het vlak van CO₂-reductie t.o.v. 2018 geen vooruitgang boeken, kijken ze in 2021 gezamenlijk aan tegen een boete van **meer dan 30 miljard EUR**.

Voor 2020 geldt in principe dezelfde norm, al zijn er wel ‘verzachtende omstandigheden’. Zo geldt de norm **niet voor de 5% meest uitstotende voertuigen**. Die 5% minst zuinige wagens stoten dikwijls meer dan dubbel zoveel CO₂ uit dan gemiddeld.

Daarnaast zijn er ‘**supercredits**’ voor wagens die minder dan 50g/km uitstoten. In 2020 worden die in de berekening twee keer meegeteld, in 2021 daalt dit naar 1,67 keer en in 2022 naar 1,33 keer. Vanaf 2023 houdt het systeem op te bestaan. Niet alleen volledig elektrische voertuigen komen in aanmerking voor de supercredits; ook het merendeel van de hybride wagens zal (volgens de testcyclus) minder dan 50g/km CO₂ uitstoten. Zo zal de nieuwe **BMW X5 hybride** een uitstoot van 49g/km hebben.

De eerder genoemde ‘verzachtende omstandigheden’ maken dat de norm voor 2020 in de praktijk zo’n 5 gram hoger kan liggen. Hoewel de 2020-norm niet genegeerd kan worden, is het risico op het niet halen (alook de kost van het wel behalen) significant lager vergeleken met 2021.

Gewoon betalen?

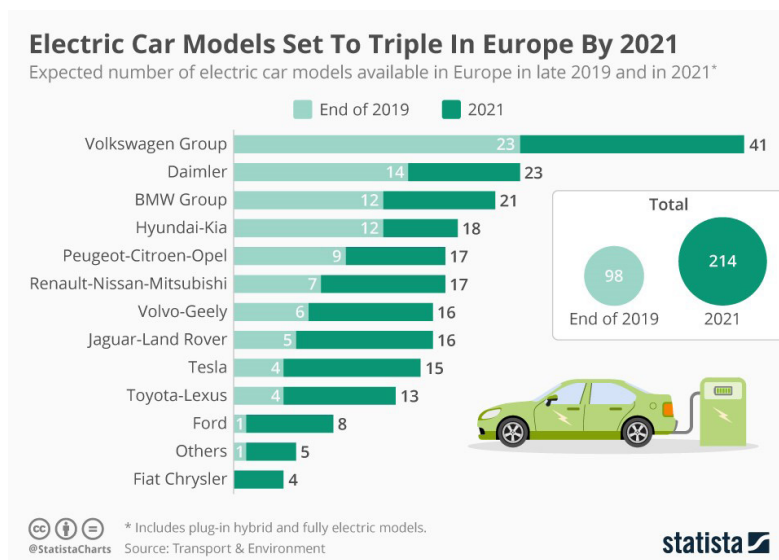
Het **niet behalen van de doelstellingen is geen optie** voor de meeste (alle?) constructeurs. Op marketingvlak zou dat immers een ramp zijn. Enerzijds zou het **imago** van een merk er zwaar onder lijden, anderzijds is meer dan 50% van de autovraag in Europa afkomstig van ‘**fleetklanten**’. Ook zij hebben doorgaans **milieudoelstellingen** en het is dan ook goed mogelijk dat zij geen voertuigen zullen (mogen) aanschaffen van constructeurs die de norm niet halen.

Bovendien wordt de **totale kost van het behalen van de (2021-) norm voor de sector tussen 6 en 13 miljard EUR geschat**. Dat is beduidend minder dan de geraamde boete van meer dan 30 miljard EUR in geval van zero vooruitgang.

Elektrificatie noodzakelijk

Op dit moment **voldoet slechts zo'n 5% van het aanbod** aan voertuigen in Europa aan de norm van 95g/km. De overgrote meerderheid aan voertuigen met een verbrandingsmotor heeft een uitstoot tussen 120g/km en 150g/km. Het efficiënter maken van verbrandingsmotoren heeft dan ook stilaan zijn **limieten bereikt**. Daarom zijn de autobouwers genoodzaakt om vanaf volgend jaar in te zetten op (gedeeltelijke) elektrificatie.

Een hele rist volledig elektrische ('Battery Electric Vehicle' of BEV) en hybride ('Plug in Hybride Electric Vehicle' of PHEV) modellen zal bijgevolg vanaf eind dit jaar in de showrooms opduiken. Geschat wordt dat **meer dan 10% van de vloot uit elektrische en hybride wagens zal moeten bestaan om de norm in 2021 te kunnen halen**. Ter vergelijking: in 2018 was dat zo'n 2,5%.



Constructeurs kunnen met een verschillende **mix van aandrijvingen** de doelstellingen halen. Zo zal de ene constructeur meer inzetten op hybride, terwijl de andere voluit voor elektrisch zal kiezen. Die laatste zijn meer 'future proof' maar hebben (naast de fors hogere kost) een aantal nadelen: onvoldoende rijbereik, gebrek aan infrastructuur en (te) lange laadtijden.

Opeenvolgende generaties elektrische wagens hebben een steeds **groter rijbereik**. Naarmate de kost van de batterij daalt, plaatsen constructeurs grotere en krachtigere batterijen. Technologische vooruitgang zorgt er bovendien voor dat de **energiedensiteit** van batterijen toeneemt; voor eenzelfde volume (gewicht) heeft de

batterij dan een groter bereik (grotere capaciteit).

In landen zoals Nederland en Noorwegen, waar elektrische voertuigen al goed ingeburgerd zijn, bestaat er al een redelijke **laadinfrastructuur**. In andere landen, zoals België, moet nog een inhaalbeweging gebeuren, al is dat niet onoverkomelijk.

Lange laadtijden zijn een **structureel probleem**. Het lijkt onwaarschijnlijk dat het laden van de batterij ooit zo snel zal gaan als het vullen van een tank, al bestaan er wel snelladers die de laadtijd drastisch verminderen. Toch zal de **ondersteunende infrastructuur** voor elektrische wagens (laadpunten) wellicht fundamenteel herdacht moeten worden, ofwel door een meer gepersonaliseerd laadnetwerk (thuis) ofwel door middel van een veel dichter publiek netwerk van laadpunten.

Impact op de autovraag

De **kostprijs** van een **elektrisch** voertuig ligt gemiddeld genomen zo'n **10.000 EUR hoger** dan voor een vergelijkbaar voertuig met verbrandingsmotor; voor **hybride** wagens is dat **4.000 à 5.000 EUR meer**. Voor kleine wagens waarvan de verkoopprijs (nu) dikwijls niet veel meer bedraagt dan 10.000 EUR, is het plaatsen van zo'n dure batterij uiteraard niet economisch. De meeste klanten zullen niet opeens bereid zijn het dubbele te betalen voor een elektrisch voertuig. Sommige analisten gaan er dan ook van uit dat - ironisch genoeg - de **kleinste (en meest zuinige) wagens uit de showrooms zullen verdwijnen**.

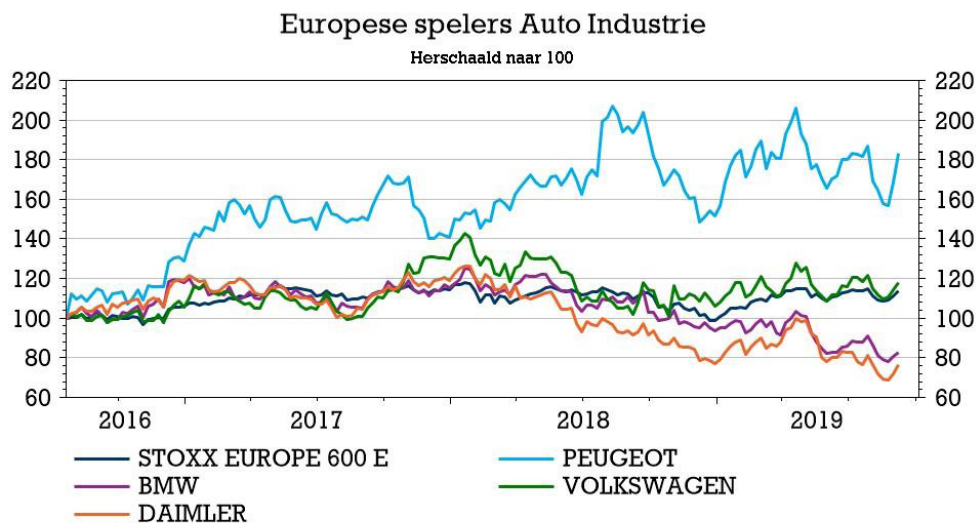
Eén ding lijkt vast te staan: de **prijzen van wagens in de EU zullen volgend jaar de hoogte ingaan**. Alle constructeurs zullen immers geconfronteerd worden met **hogere productiekosten**. Om hun winsten te beschermen zullen ze dus proberen om een deel van die kosten **door te rekenen aan de klant**. Tegelijk zullen alle autobouwers ook een bepaald percentage aan elektrische voertuigen dienen te verkopen om boetes te vermijden. Het is dus goed **mogelijk dat ook de verkoopprijs van wagens met traditionele verbrandingsmotoren zal stijgen** om de verkoop ervan te 'ontmoedigen' en klanten alsnog in de richting van elektrische en hybride wagens te duwen. Die forse prijsverhogingen zouden echter kunnen leiden tot een significant lagere verkoop, waardoor **overheden** genoodzaakt worden om tussen te komen. **Schrootprijzen** zijn wat dat betreft een beproefd recept in de EU. Die zouden bijvoorbeeld deel kunnen uitmaken van een meer omvangrijk **klimaatplan**.

Maar misschien loopt het zo'n vaart niet. **Subsidies** en **belastingvoordelen** drukken de kosten voor de aanschaf van elektrische voertuigen enigszins. Bovendien kijken fleetklanten meer dan particulieren naar de totale kostprijs over de levensduur van een wagen. En zoals eerder aangehaald werd, hebben ook zij dikwijls hun eigen milieudoelstellingen. Bovendien hebben constructeurs ook wel wat personeelsleden die dienst kunnen doen als 'Chinese vrijwilligers'.

Impact op de winst(gevendheid)

De precieze impact van de 2021 CO2-norm op de winsten van autobouwers is **onmogelijk in te schatten**. Toch kunnen we met enige zekerheid stellen dat die **negatief** zal zijn.

KBC Asset Management maakte een inschatting voor de autobouwers in zijn aandelenuniversum.



Peugeot zal volgens KBC AM het **sterkst getroffen** worden. De Franse autobouwer realiseert immers zowat **90%** van zijn verkopen in de **EU** en dan ook nog eens in het **massasegment**, waar klanten doorgaans prijsgevoeliger zijn. KBC AM heeft een **“Kopen”-advies** en **koersdoel van 27 EUR** voor Peugeot.

BMW en **Daimler** zijn een stuk **minder geïmpacteerd**, dankzij hun minder grote blootstelling aan Europa, en in het geval van Daimler vrachtwagen- en busactiviteiten. Daarnaast heeft BMW het voordeel dat het relatief gezien al een **voorsprong** heeft wat betreft het aandeel van elektrische wagens in de verkoop. Bovendien zou het – in theorie althans – voor constructeurs van luxewagens makkelijker moeten zijn om de hogere kosten deels door te rekenen aan hun klanten, omdat die doorgaans **minder prijsgevoelig** zijn. KBC AM heeft een **“Kopen”-advies** voor beide constructeurs met een **koersdoel van 84 EUR** voor BMW en van **58 EUR** voor Daimler.

Volkswagen heeft een zeer grote blootstelling aan **China**. Daarnaast heeft het bedrijf premium- en superpremiummerken zoals Audi, Porsche en Lamborghini in portefeuille. Die factoren ‘verwateren’ als het ware de kostendruk voor VW enigszins. Anderzijds heeft VW sinds **Dieseldgate** besloten om volop de kaart van elektrische wagens te trekken. Het heeft dan ook **fors geïnvesteerd** in de

ontwikkeling van een platform dat volledig gewijd is aan de bouw van elektrische wagens voor het **massasegment**. Die investeringen zullen de komende jaren in de resultatenrekening zichtbaar worden. KBC AM heeft een **“Kopen”-advies** voor Volkswagen met een **koersdoel van 200 EUR**.

Voor **Toyota** verwacht KBC AM een **verwaarloosbare impact** aangezien het bedrijf het dichtst bij zijn doelstelling zit en het minder dan 10% van zijn volumes in Europa realiseert. KBC AM heeft een **“Opbouwen”-advies** en **koersdoel van 8.200 JPY** voor Toyota.

Disclaimer

Bolero is het execution-only beleggingsplatform van KBC Bank NV en staat los van alle andere beleggingsdiensten die geleverd kunnen worden door KBC Bank NV.

Copyright © KBC Bank NV/Bolero. Alle rechten voorbehouden. Deze informatie mag op geen enkele manier gepubliceerd, herschreven of heruitgegeven worden in eender welke vorm. De intellectuele eigendomsrechten op deze publicatie komen toe aan hetzij KBC Bank NV, hetzij aan met hen verbonden entiteiten of aan derden. U moet zich onthouden van elke inbreuk daarop. Behoudens de uitdrukkelijke voorafgaande en schriftelijke toestemming van de auteur of zijn rechthebbenden, is elke overdracht, verkoop, verspreiding of reproductie, ongeacht de vorm of de middelen, van de publicatie verboden.

Dit is een publicatie van KBC Bank N.V. (Bolero). De bevoegde controleautoriteit voor deze activiteit is de Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten (FSMA).

Deze publicatie valt niet onder de noemer 'onderzoek op beleggingsgebied' zoals bedoeld in het koninklijk besluit van 3 juni 2007 tot bepaling van nadere regels tot omzetting van de richtlijn betreffende markten voor financiële instrumenten. Het zijn publicitaire mededelingen, zodat de wettelijke voorschriften ter bevordering van de onafhankelijkheid van onderzoek op beleggingsgebieden niet van toepassing zijn. Bolero garandeert geenszins dat enige van de behandelde financiële instrumenten voor u geschikt is. Bolero geeft hiermee geen specifiek en persoonlijk beleggingsadvies. U draagt bijgevolg de volledige verantwoordelijkheid voor het gebruik dat u maakt van deze publicatie.

De fondsbeheerders van KBC AM kunnen vóór de verspreiding van deze aanbevelingen handelen in het financieel instrument. De verloning van de medewerkers of aangestelden die voor KBC Securities werkzaam zijn en die bij het opstellen van de aanbevelingen betrokken waren, is niet gekoppeld aan zakenbanktransacties van KBC Securities. De rendementen van de in deze publicatie besproken financiële instrumenten, financiële indices of andere activa zijn rendementen behaald in het verleden en vormen als zodanig geen betrouwbare indicator voor toekomstige rendementen. Er wordt niet gewaarborgd dat de voorgestelde scenario's, risico's en prognoses de marktverwachtingen weerspiegelen of dat ze in de realiteit zullen uitkomen. De prognoses zijn louter indicatief. De gegevens in deze publicatie zijn algemeen, louter informatief en aan veranderingen onderhevig.

Als de resultaten van de besproken financiële activa uitgedrukt zijn in een andere valuta dan EUR, kan het rendement door valutaschommelingen hoger of lager uitvallen. Ze geven de analyse weer van de auteur op de daarin vermelde datum. Hoewel de informatie gebaseerd is op volgens de auteur betrouwbare bronnen, kan Bolero niet garanderen dat de informatie accuraat, volledig en up to date is; de informatie kan onvolledig zijn of ingekort. De auteur kan zich beroepen op andere publicaties binnen KBC Groep (vb. van KBC AM of Market Research) of van derde partijen. KBC Bank NV kan nooit aansprakelijk gesteld worden voor de eventuele onjuistheid of onvolledigheid van bepaalde gegevens in deze publicaties. De disclaimers vervat in de publicaties van KBC AM of andere publicaties naar dewelke wordt verwezen, zijn hier eveneens van toepassing.

Niets in deze publicatie mag gereproduceerd worden zonder de voorafgaande uitdrukkelijke en schriftelijke toestemming van KBC Bank NV (center Bolero). Deze publicatie is onderworpen aan het Belgisch recht en aan de uitsluitende rechtsmacht van de Belgische rechtbanken. Voor een aantal essentiële elementen van de beleggingsaanbevelingen (waaronder de belangenconflictenregeling) kunt u de "Algemene richtlijnen m.b.t. de beleggingsaanbevelingen van KBC Asset Management" op www.kbcam.be/aandelen en de "Disclosures" op www.kbcsecurities.com/disclosures raadplegen. Met betrekking tot voormelde aanbevelingen wordt verwezen naar www.kbcsecurities.be/disclosures voor specifieke informatie inzake belangenconflicten.

Beleggen in aandelen houdt substantiële risico's en onzekerheden in. Beleggers moeten in staat zijn om het economische risico van een belegging te dragen en het belegde kapitaal geheel of gedeeltelijk te verliezen.