

## QUA OPERATIONELE WINSTMARGE LAAT BMW ZOWEL DAIMLER ALS VOLKSWAGEN VER ACHTER ZICH



sen van Duitse autobouwers per saldo niets opgeschoten, daardoor behoren de autoaandelen meteen ook tot de goedkoopste van Europa.

Dat is geen nieuw gegeven, de voormalige Fiat Chrysler-topman Sergio Marchionne deed in zijn inmiddels befaamde presentatie *Confessions of a Capital Junkie* al uit de doeken dat de gehele auto-industrie nauwelijks waarde creëert, wat heeft geresulteerd in bijzonder lage waarderingen.

Voor Daimler en Volkswagen

wordt momenteel ruwweg drie keer het verwachte brutobedrijfsresultaat (ebitda) betaald. Het geeft aan dat beleggers weinig vertrouwen hebben in het waardecreërend vermogen van deze Duitse autobouwers. Beleggers hebben meer waardering voor BMW, dat daarom ook tegen een zogeheten verwachte ebitda-multiple handelt van 8,2. Zo blijkt wederom, wie kiest voor hogere winstmarges en een sterkere balans moet ook meer betalen voor het aandeel.



### WAARDECREATIE

Het operationele rendement op geïnvesteerd kapitaal (ROIC) ligt bij de meeste autobouwers veelal niet hoger dan de kapitaalkosten (WACC). Dit geldt ook voor Daimler en Volkswagen, waar de ROIC niet hoger komt dan 8 à 9 procent. BMW daarentegen, met een ROIC van 12 procent, weet de kostenvoet wel goed te maken. De verschillen zijn te verklaren door het verschil in winstmarge tussen de Duitse autobouwers.

### GROEI

De omzet van de autobouwers BMW, Daimler en Volkswagen steeg gezamenlijk de afgelopen vijf jaar gemiddeld met 5 procent per jaar. Dat is sterker dan andere autobouwers (denk aan Renault, Peugeot, Ford en General Motors) die gemiddeld zo'n 3,5 procent omzetgroei boeken. Ondanks dat vorig jaar wereldwijd de omzet terugviel, zagen Duitse autobouwers de verkopen nog wel licht toenemen. De komende jaren verwachten analisten dat de omzet van Duitse autobouwers zal toenemen met 1 à 2 procent per jaar.

### DIVIDEND

Het drietal Duitse autobouwers maakte de afgelopen jaren netjes dividend over aan hun aandeelhouders. Alleen Volkswagen heeft in het verleden dankzij het dieselschandaal eenmalig het dividend fiks verlaagd. Wel is het dividend bij Daimler en BMW lager dan in het recordjaar 2018. Het dividendrendement op de gewone aandelen van de Duitse autobouwers schommelt rond de 2 à 5 procent. Opvallend zijn wel de preferente aandelen BMW, waar een yield van 8 procent op zit, deze aandelen kennen echter geen stemrecht.

### BALANS

Berekend over boekjaar 2018 bedroeg de verhouding nettoschuld/ebitda bij BMW, Daimler en Volkswagen respectievelijk -0,5, -0,1 en -0,3. Er is dus sprake van een netto-kaspositie bij al deze autobouwers. Kredietbureaus S&P, Fitch en Moody's geven momenteel een rating die voor alle autobouwers binnen de veiligere *investment grade*-categorie valt. Wel loopt de kredietwaardigheid uiteen van een A-rating voor BMW tot een BBB+ rating voor Volkswagen.

### RISICO'S

Naast de mogelijke miljardenboete voor het niet halen van Europese doelstellingen voor de CO<sub>2</sub>-uitstoot spelen er nog twee grote kwesties die beleggers in Duitse autobouwers in het vizier moeten houden: dieselgate en de opkomst van de deelauto (zie de kaders op de pagina 23 en 24).