

Credit Insight: 22. Oktober 2019 / PFD

Automotive & Components

Aktuelle Entwicklungen

Verkaufszahlen und Produktionsvolumen rückläufig:

Nach sieben Jahren Wachstum, hat sich 2018 erstmals ein leichter Rückgang der globalen Verkaufszahlen (-0.6% yoy) eingestellt. Der Rückgang ist auf die Verunsicherung im Zusammenhang mit den Handelsdisputen und einer gleichzeitigen Eintrübung des Konjunkturumfelds und der Konsumentenstimmung zurückzuführen. Der negative Trend hat sich nun aber im 1H19 deutlich verstärkt (-6.4% yoy). Sämtliche Schlüsselmärkte verzeichnen dabei Einbussen (China -12%; USA -2%; Europa -3.5%). Schwer wiegt v.a. das Stottern des bisherigen Wachstumsmotors China (vgl. Grafik 1). Stützend für die Nachfrage ist nach wie vor das Tiefzinsumfeld (Erschwinglichkeit) mit offenem Zugang zu Finanzierungen.

Margen unter Druck:

Der starke Konkurrenzkampf, Belastungen aus Rückrufaktionen, Strafzahlungen und Handelszölle sowie die anhaltend hohen Investitionen führen zu engeren Margen. Belastend wirken v.a. die Aufwendungen für die Verbesserung der Kraftstoffeffizienz aber auch die Kosten für die Entwicklung neuer Mobilitätstechnologien und alternative Antriebssysteme. Darunter leiden dürfte v.a. der Massenmarkt, weil hier die höheren Kosten nicht vollumfänglich an die Konsumenten weitergegeben werden können und somit die Preise und Margen beeinträchtigen. Über verschiedene Märkte und Produkte ausreichende Margen erreichen derzeit lediglich Toyota und BMW, während US-Hersteller zu sehr vom Heimmarkt abhängig sind.

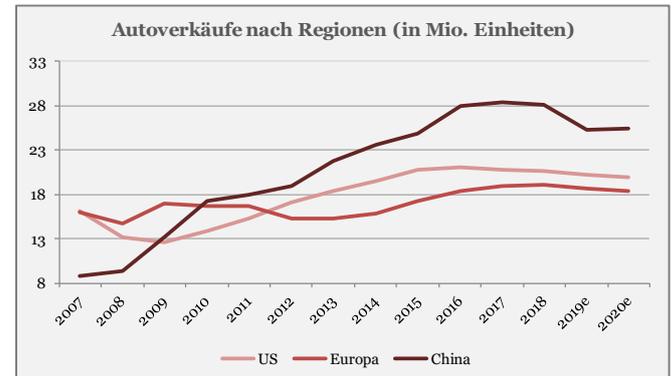
Schärfere Emissionsvorschriften:

V.a. in Europa führen die strengereren Testverfahren sowie verschärften Emissionsvorschriften (vgl. Grafik 3) zu hohen Kosten oder im schlimmsten Fall ab 2021 bei einzelnen Herstellern zu signifikanten Bussen und Reputationsschäden. Der Druck auf Hersteller zur Verlagerung von Dieselmotoren auf Benzinaggregate stellt die Hersteller vor zusätzliche Herausforderungen (Benziner mit höheren CO²-Werten).

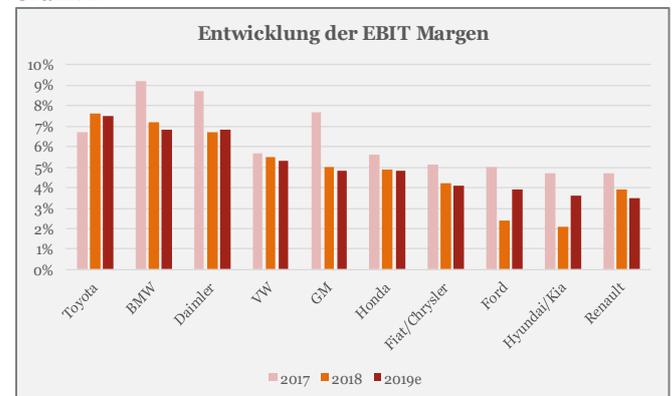
Alternative Antriebe:

Die rigiden Emissionsvorschriften und der in einzelnen Ländern propagierte Ausstieg aus Verbrennungsmotoren fördert die Verbreitung von alternativen Antriebssystemen. Um Strafzahlungen zu vermeiden, müssen CO²-arme oder elektrifizierte Fahrzeuge mit tieferen Margen in den Markt gedrückt werden. Der Markt für Elektroautos wächst zwar rasant, steckt aber noch in den Kinderschuhen (vgl. Grafik 4) und den Herstellern muss es gelingen, den bisher fehlenden Kundennutzen zu verbessern (hohe Preise, fehlende Infrastruktur, ungenügende Reichweite, umstrittene Batterietechnologie). Dies ist nebst der Höhe an Subventionen (s. Norwegen) sicher der wichtigste Treiber für dieses junge aber stark wachsende Segment. Sämtliche Autobauer haben signifikante Investitionen für die Elektrifizierung ihrer Flotte angekündigt (z.B. VW EUR 30 Mia. bis 2030).

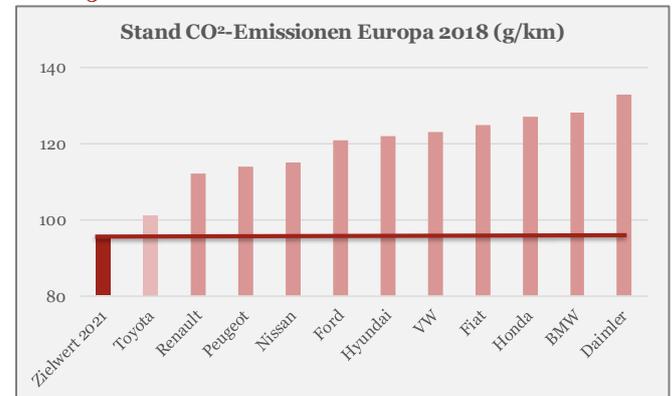
Grafik 1



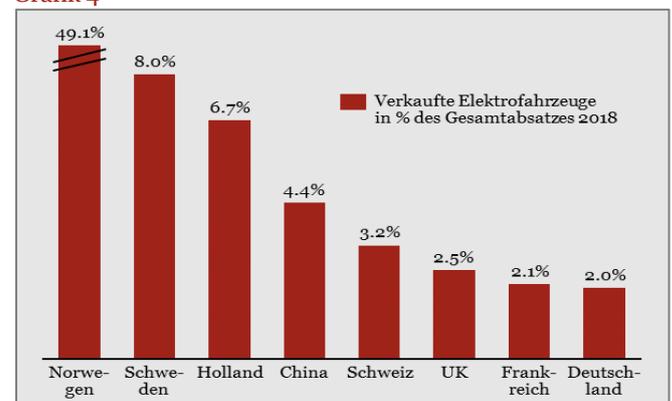
Grafik 2



Grafik 3



Grafik 4



Quellen: I-CV, Geschäftsberichte, Automotive News, Bloomberg

Branchencharakteristik

Die Automobilindustrie ist eine sehr zyklische Branche, welche einer volatilen Nachfrage (Konjunktorentwicklung, Konsumentenstimmung und -präferenzen) sowie einem raschen Wandel bezüglich Regulation (Sicherheit und Emissionen) und Technologie (alternative Antriebssysteme, Konnektivität, autonomes Fahren) unterworfen ist. Dies erfordert eine breite geografische und produktseitige Diversifikation sowie konstant hohe Investitionen in Forschung und Entwicklung, Produktion und den Vertrieb neuer Produkte wie auch in Innovationen zur Reduktion des Abgas- und Treibstoffverbrauchs. Die Markteintrittsbarrieren sind dementsprechend hoch, zumal die Erzielung von umfangreichen Skaleneffekten unabdingbar für die Erwirtschaftung einer angemessenen Kapitalrendite ist. Die steigende Wettbewerbsintensität unter den 12 grössten globalen Produzenten erhöht die Gefahr von Überkapazitäten.

Industrie-Treiber

Industrie Treiber	Merkmale	Aktuelle Situation	Auswirkungen auf die Bonität
Konjunktur	Erschwinglichkeit; Ersatzrate; Arbeitslosenrate; Zinsentwicklung	Wachstum Automobilverkäufe negativ trotz globalem Wirtschaftswachstum; "Wachstumsmotor" China mit Aussetzer	
Konsumverhalten	Mobilität; Status; Nachhaltigkeit, Präferenzen	Verlagerung zu grösseren Fahrzeugen (CUVs/SUVs) mit attraktiveren Margen; "Push" zu alternativen Antrieben (EV)	
Rohstoff- und Inputpreise, Zölle	Öl- und Benzinpreise; Kosten für Stahl und Aluminium; Handelsbarrieren	Steigende Rohmaterial- und Handelskosten (Zölle) belasten die Margen; Dispute mit Gewerkschaften (Streiks)	
Finanzierungskosten	Zugang; Zinskosten; Rabatte; Restwerte; Debitorenrisiken	Zugang zu Finanzierungen offen; steigende Rabatte stützen; höhere Zinskosten wirken sich negativ auf Nachfrage aus	
Emissionsvorschriften/ Regulation	CO ² -Emissionen; rigidere Testverfahren; Bussen; Subventionen	Umfangreiche Investitionen für Einhaltung CO ² -Emissionswerte (oder Bezahlung von Bussen) führen zu höheren Kosten	
Langfristige Trends	Demografie; Digitalisierung; Car-sharing; Autonomes Fahren; Alternative Antriebe	Teure Entwicklung alternativer Antriebs- und Mobilitätskonzepte (Payback ungewiss)	
Sektor Ausblick	Anhaltend hohe Investitionen, sinkende Volumen (Überkapazitäten) und Margendruck (Konkurrenz) belasten die Finanzprofile der Automobilhersteller, welche sich jedoch stärker als vor der letzten Krise präsentieren (moderatere Verschuldung; höhere Nettocashbestände)		

Kreditprofile: Aussichten

Das schwierige Marktumfeld und die hohen Investitionen in Kraftstoffeffizienz, einen breiteren Produktmix sowie disruptive Technologien aber auch Belastungen aus Strafzahlungen und Rückrufaktionen werden die Generierung von freien Cashflows und damit die finanzielle Flexibilität der Automobilhersteller limitieren. Wir rechnen aus diesem Grund mit einer weiteren Abschwächung der Kreditkennzahlen. Zudem kann sich eine Eskalation des Handelsstreites ebenfalls sehr negativ auf die Kostenbasis auswirken. Die Automobilhersteller verfügen aktuell über stärkere Kreditprofile als vor der letzten Finanzkrise, stehen jedoch erst am Anfang eines strukturellen Umbruchs der Industrie. Eine Weiterführung der bisher hohen Finanzdisziplin steht in Konflikt mit dem Druck zu massiven Investitionen in Zukunftstechnologien, bei welchen eine erfolgreiche Monetarisierung aber noch ungewiss ist. Dieser Druck dürfte u.E. in den nächsten Jahren auch vermehrt zu Allianzen und Zusammenschlüssen führen. Wir erwarten weiterhin eine graduelle Abschwächung der Finanzprofile und damit auch der Ratingeinstufungen.

Picks & Pans (fundamental)

Aus Bonitätssicht favorisieren wir im aktuellen Umfeld Automobilhersteller mit einem starken Finanzprofil (BMW; mit Vorbehalten da Fundamentals Declining), technologischer Führerschaft (Toyota) sowie Unternehmen in fortgeschrittenem Stadium des turn-around Prozesses (VW, Hyundai/Kia, Peugeot). Vorsichtig sind wir bei einseitig ausgerichteten Produzenten (FiatChrysler), Restrukturierungsfällen (Ford) oder führungsschwachen Unternehmen (Nissan, Renault). Aus Relative Value Sicht interessant erscheinen uns derzeit VW, Ford und GM.

Peer-Vergleiche Automobilhersteller (12 Emittenten)

Nur für I-CV Kunden erhältlich (info@i-cv.ch)

Die Rolle der Finanzgesellschaften (Captives)

Captive-Finanzgesellschaften, meist hundertprozentige Tochtergesellschaften von Automobilherstellern (OEM), sind eine grosse Kraft im Autokredit- und Leasinggeschäft, welche Finanzierungen an Kunden und Händler anbieten. OEM-Captives erreichen einen Marktanteil von rund 40%, der nur von Banken übertroffen wird. Seit Jahrzehnten ist das Automotive Captive Finance Geschäft, welches teilweise bis zu einem Drittel zum Gewinn der Hersteller beigetragen hat, trotz gewissen Restwert- und Refinanzierungsrisiken für OEMs recht stabil und lukrativ. Wir stufen die Bonität von solchen Finanztöchtern, welche vielfach auch Emittenten von Anleihen sind, jeweils auf einer stand-alone Basis ein. Wir setzen aber das Rating für Senior Unsecured Anleihen i.d.R. auf die gleiche Stufe wie beim Mutterkonzern, da diese Gesellschaften eine strategisch relevante Rolle für den Verkauf von Fahrzeugen wahrnehmen und zumeist auch explizite Support-Vereinbarungen seitens der Mutterkonzerne bestehen.

Auswirkungen auf die Zulieferer

Die derzeit schwierigen Marktverhältnisse mit rückläufigen Produktionsvolumen schlagen voll auf die Autozulieferer durch, was die Kreditprofile einiger Unternehmen bereits unter Druck gebracht hat. Zulieferer sind einer noch grösseren Zyklizität unterworfen als die Hersteller, da aufgrund der meist fehlenden Preismacht und Kundenabhängigkeit vielfach Eingeständnisse zulasten der Margen gemacht werden müssen.

Zudem sind viele Zulieferer vom strukturellen und technologischen Wandel der Automobilbranche stark betroffen und müssen ihr Produkteangebot, welches bislang praktisch vollständig auf Fahrzeuge und Antriebe mit Verbrennungsmotoren ausgerichtet war, vermehrt auf neue Technologien und Mobilitätskonzepte umstellen. Der Umsatz von elektrifizierten Fahrzeugen (EV) könnte bis 2025 rund 10% des gesamten Fahrzeugabsatzes erreichen. Einige Autozulieferer, die wir einstufen, haben zwar ihre Fähigkeiten zur Entwicklung und Vermarktung neuer Produkte verbessert, aber die steigenden F&E-Kosten werden die Ergebnisse in den nächsten Jahren belasten und können nur teilweise mit den OEM geteilt werden. Da gerade der Bau von Elektrofahrzeugen viel weniger Komplexität (Elektromotor ~200 Komponenten vs. 1'400 beim Verbrennungsmotor) bedeutet, müssen sich einige Zulieferer neu erfinden, um auch künftig eine Rolle spielen zu können. Bei den neuen Technologien rund um das Fahrzeug (Digitalisierung, Konnektivität, autonomes Fahren) sind den Automobilfirmen und ihren Zulieferern zudem neue Konkurrenten aus der Technologiebranche entstanden.

Nebst der Bestimmung des Finanzprofils (u.a. Cash-Flows, Leverage, Liquidität) sind für uns die folgenden Geschäftsrisiken von zentraler Bedeutung für das Kreditprofil eines Zulieferers:

- Diversifikation über Märkte oder Produktkategorien
- Marktposition (Anteile und Margen vs. Peers)
- Technologieanteil/Fertigungstiefe (Auswirkungen auf Margen und Preismacht)
- Stand der Ausrichtung auf Megatrends in der Automobilbranche

3

Picks & Pans (fundamental)

Aus fundamentaler Sicht favorisieren wir im aktuellen Umfeld Automobilzulieferer mit robustem Finanzprofil (Robert Bosch), technologischer Fertigungstiefe (Nemak), anhaltend starker Preismacht (Michelin) und flexiblen Geschäftsmodellen (Hella, Faurecia). Vorsichtig sind wir bei Zulieferer mit einseitig ausgerichteten Geschäftsmodellen (ZF, Duerr) oder einer geringen Fertigungstiefe/Preismacht (Autoneum, Motherson). Aus Relative Value Sicht attraktiv erachten wir derzeit Nemak.

Peer-Vergleiche Automobilzulieferer (12 Emittenten)

Nur für I-CV Kunden erhältlich (info@i-cv.ch)

Disclaimer

Dieses Dokument dient nur zu Informationszwecken und ist keine Aufforderung zur Tätigkeit von Transaktionen oder zum Abschluss irgendeines Rechtsgeschäftes. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stammen oder beruhen auf Quellen, die Independent Credit View AG (nachfolgend I-CV) als verlässlich erachtet. I-CV übernimmt jedoch keine Gewährleistung für die Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Informationen. I-CV behält sich zudem vor, im Dokument geäußerte Meinungen ohne Vorankündigung und ohne Angabe von Gründen zu ändern. I-CV lehnt jegliche Haftung für Verluste aus der Verwendung dieses Dokuments und den möglichen rechtlichen, regulatorischen, steuerlichen und buchhalterischen Konsequenzen ab. Insbesondere haftet I-CV nicht für den Erfolg der von ihr abgegebenen Empfehlungen. Ratings beziehen sich einzig auf Kreditrisiken. Insbesondere berücksichtigen Ratings das Zinsänderungsrisiko und andere Marktrisiken nicht. Das vollständige oder teilweise Reproduzieren oder Veröffentlichung dieses Dokuments ist nicht gestattet.