

16. August 2018/PFD

## Review Automobilindustrie – Ampeln neu auf Orange

### Branchencharakteristik

Die Automobilindustrie ist eine zyklische Branche, welche einer volatilen Nachfrage (Konjunktorentwicklung) 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 die 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 zunehmende Wettbewerbsintensität unter den 13 globalen Produzenten erhöht die Gefahr von Überkapazitäten.

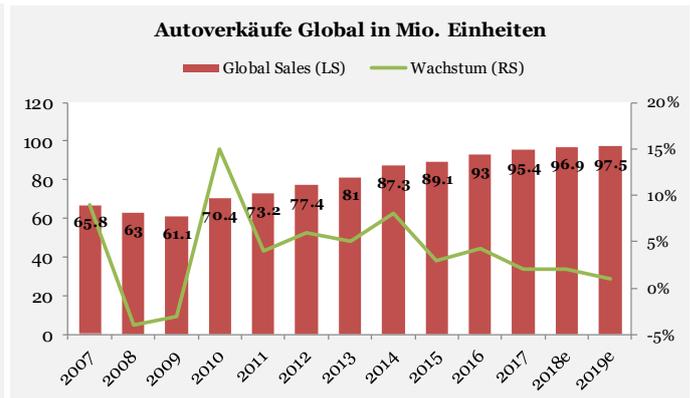
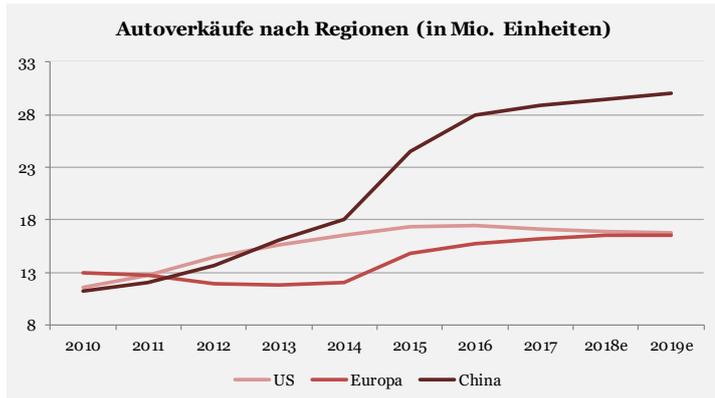
### Industrie-Treiber und Sektor-Ausblick

Industrie Treiber	Merkmale	Aktuelle Situation	Auswirkungen auf die Bonität
Konjunktur	Erschwinglichkeit; Ersatzrate; Korrelation mit Arbeitslosenrate; Zinsentwicklung	Wachstum Automobilverkäufe weiterhin positiv aber tiefer als globales Wirtschaftswachstum	
Konsumverhalten	Mobilität; Status; Nachhaltigkeit	Verlagerung von Klein- und Mittelklassefahrzeugen zu margenstärkeren Segmenten wie Crossover, SUV sowie Pick-ups; Verlagerung von Diesel- zu Benzinmotoren oder alternativen Antrieben (EV)	
Rohstoff- und Inputpreise, Zölle	Öl- und Benzinpreise; Kosten für Stahl und Aluminium; Handelsabkommen	Steigende Rohmaterial- und Handelskosten (Zölle) mit negativen Auswirkungen auf Marge	
Finanzierungskosten	Zugang; Zinskosten; Rabatte; Restwerte	Weiterhin relativ leichter Zugang zu Finanzierungen und hohe Rabatte stützen; tendenziell höhere Zinskosten wirken sich negativ auf Nachfrage aus	
Emissionsvorschriften/ Regulation	CO <sup>2</sup> -Emissionen; Subventionen; Bussen	Rigidere Testbedingungen / Bussen aus Nichteinhaltung der CO <sup>2</sup> -Emissionswerte führen zu höheren Kosten	
Langfristige Trends	Urbanisierung; Car-Sharing; Demografie; Autonomes Fahren; Alternative Antriebe (EV); Konnektivität	Hohe Investitionen für Entwicklung alternativer Antriebs- und Mobilitätskonzepte ohne Payback Garantie	
<b>Sektor Ausblick</b>	Der Automobilsektor hat den Bonitätspeak erreicht. Obwohl die Finanzprofile der Unternehmen sich stärker als vor der Finanzkrise präsentieren, dürften die zahlreichen und kostspieligen Herausforderungen, die auf die Branche zukommen, ihre (Brems)Spuren hinterlassen. Zudem dürfte der unerbittliche Konkurrenzkampf auf die Margen drücken		

### Marktsituation

- ✓ *Global:* Wir rechnen mit einer Verlangsamung der bislang positiven Entwicklung auf ein globales Wachstum des Automobilmarktes von rund 1%-1.5% in den nächsten beiden Jahren (2017: +2.4%). Moderat wachsende Märkte in Europa und China, eine weitere Erholung in Brasilien und Russland sowie eine leichte Abschwächung des US-Marktes.
- ✓ *Europa:* Markante Erholung seit 2013 dauert noch an (2017: +2.7%). Für 2018 rechnen wir mit einem nur leicht tieferen Wachstum von 2.0%-2.5%. Rückläufige Arbeitslosenzahlen sowie eine höhere Zuversicht der Konsumenten wird den Markt trotz längerfristigen Herausforderungen (negativer Demografie-Trend mit abnehmender Fahrbevölkerung, unterdurchschnittliches Wirtschaftswachstum sowie Überkapazitäten) stützen.

- ✓ **Nordamerika:** Peak überschritten mit Rückgang 2017 von 1.8% (u/Erwartungen 1%-2%). Die Auswirkungen der US-Steuerreform hat den Markt im 1HS18 noch beflügelt (+1.1%). Wir glauben aber, dass steigende Zinsen, langsames Wirtschaftswachstum, höhere Benzinpreise sowie Überkapazitäten im Gebrauchtwagenmarkt die Gewinne im 2HS18 wieder wegschmelzen werden. Entscheidend sind v.a. die Entwicklung der Rabatte und des Fahrzeugfinanzierungsmarktes (Zugang und Kosten für Finanzierung).
- ✓ **China:** Der grösste Pkw-Markt wuchs 2017 noch mit 3% (u/Erwartungen 3%-5%). Für 2018 rechnen wir ebenfalls mit einer Abschwächung auf 2%-2.5%. Stützend wirken weiterhin die tiefe Fahrzeug-Durchdringungsrate, der wachsende Mittelstand, Steuerbegünstigungen und der leichte Zugang zu Krediten. Risiken sind die staatliche Regulation (Steuern, Zulassungsbeschränkungen, Druck auf Ersatzteilpreise, etc.).
- ✓ **Südamerika, Russland:** Die Fahrzeugmärkte in Südamerika (v.a. Brasilien) sowie Russland haben sich letztes Jahr dank der Erholung des Wirtschaftsumfeldes wieder positiv entwickelt. Wir sehen weiteren Nachholbedarf für 2018 und 2019.

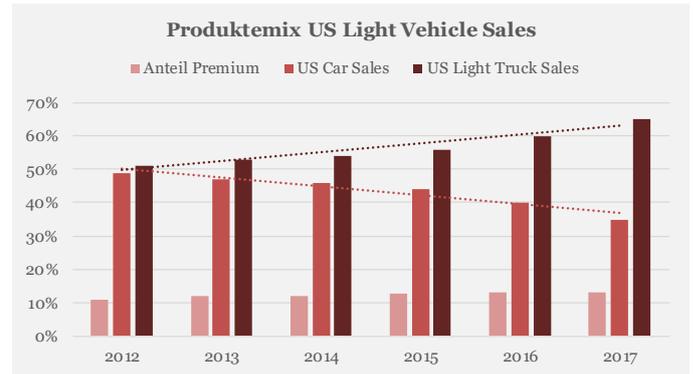
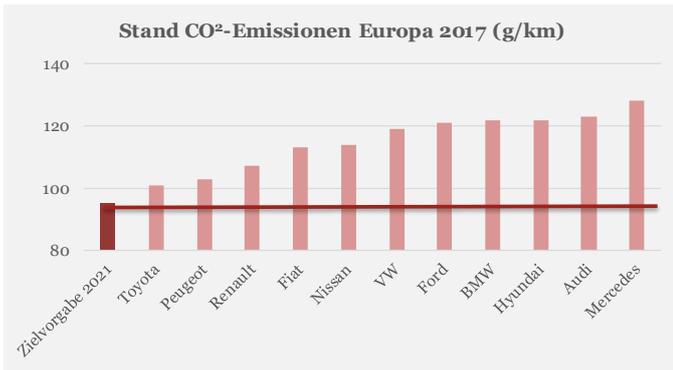


Quellen: Automotive News, Bloomberg, I-CV

- ✓ **Zölle:** Die laufende Diskussion bezüglich Import- und Strafzöllen zwischen den USA, China und Europa bringt für den Automobilmarkt eine sehr hohe Unsicherheit mit sich, da viele negative Szenarien vorstellbar sind. Höhere Zölle können angesichts der komplexen, globalen und integrierten Zulieferketten kaum vermieden und nicht vollständig an die Konsumenten weitergegeben werden. Im Moment sind die Auswirkungen noch schwer abzuschätzen. Bei einer vollständigen Eskalation des Handelskrieges – wovon wir derzeit nicht ausgehen – dürften bei praktisch allen Autobauern die Verkäufe und Margen arg in Mitleidenschaft gezogen werden. Vorsichtig sind wir bei Herstellern mit hoher Abhängigkeit von der Nachfrage in China und den USA.

### Aktuelle Produktetrends und Herausforderungen

- ✓ **Premiumfahrzeuge und SUVs:** Luxusfahrzeuge (Premium) sowie Sportnutzfahrzeuge und Geländelimosinen (Light Trucks; Cross Over, SUV und Pick-up Trucks) sind i.d.R. die profitabelsten Segmente der Autohersteller. Der Markt für diese Produkte ist weniger fragmentiert als der Massenmarkt und verspricht aufgrund der höheren Preissetzungsmacht auch die besseren Margen als bei Kompaktfahrzeugen. Kein Wunder verlagert sich der Produktemix zusehends hin zu diesen im Moment lukrativen und stark wachsenden Segmenten (siehe nachfolgende Grafik). In den USA beträgt das Verhältnis der Verkäufe an Light Trucks zu Klein- und Mittelklassefahrzeugen aktuell 65% zu 35%. Bei einer Fortsetzung des aktuellen Trends kann dieses Verhältnis bis 2025 auf 80:20 steigen, da Erstkäufer eines SUV/CUV i.d.R. diesem Segment treu bleiben. Auch in China und Europa akzentuiert sich dieser Trend. Ein starkes Produkte-Angebot in diesem Bereich ist daher essentiell für die Bewahrung der Profitabilität. Gut und frühzeitig positioniert haben sich hier FiatChrysler, Jaguar Land Rover sowie General Motors. Ein hoher Produktemix an «normalen Autos» belastet Hyundai/Kia. Die deutschen Autobauer und andere Premiumanbieter haben diesen Trend eher verschlafen, sind jetzt mit diversen Neulancierungen aber stark am Aufholen.
- ✓ **Dieselfahrzeuge:** Emissionsvorschriften und Regulation führen im Nachgang zum VW-Dieselskandal zu höheren Kosten und werden die Entwicklung von alternativen Antriebsmodellen vorantreiben und konventionelle Antriebe wie den Dieselmotor weiter unter Druck bringen. Dies zeigt ein Rückgang des Marktanteils in Europa 2017 für Dieselmotoren von -5.3% auf 45.3%. Für 2018 dürfte dieser weiter auf gegen 40% fallen und bis 2020 gegen 30%. Die deutschen und französischen Autobauer sowie Jaguar Land Rover sind hier am Meisten betroffen und werden ihre Flotten auf Benzinantriebe umstellen müssen, was bezüglich Einhaltung der EU-Emissionsvorgaben eine zusätzliche Herausforderung darstellen wird (Dieselfahrzeuge verursachen mehr Stickstoff- aber weniger Kohlenstoffoxid-Ausstoss). Somit dürfte es für einige Automobilhersteller (v.a. Deutsche) schwierig werden, die CO<sup>2</sup>-Reduktionsziele von 95 Gramm CO<sup>2</sup>/km in 2021 zu erreichen. Die Hersteller stehen vor der Alternative, hohe Strafzahlungen und entsprechende Imageverluste in Kauf zu nehmen oder die CO<sup>2</sup>-armen E-Fahrzeuge in den Markt zu drücken und damit möglicherweise auf die üblichen Gewinnmargen zu verzichten. Denn nebst höheren Kosten werden Preisnachlässe und fallende Residualwerte die Profitabilität negativ beeinträchtigen. Einige Länder sehen langfristig bereits ein komplettes Verbot für die Zulassung von Verbrennungsmotoren vor (Norwegen 2025, Indien 2030, UK 2040, Frankreich 2050).

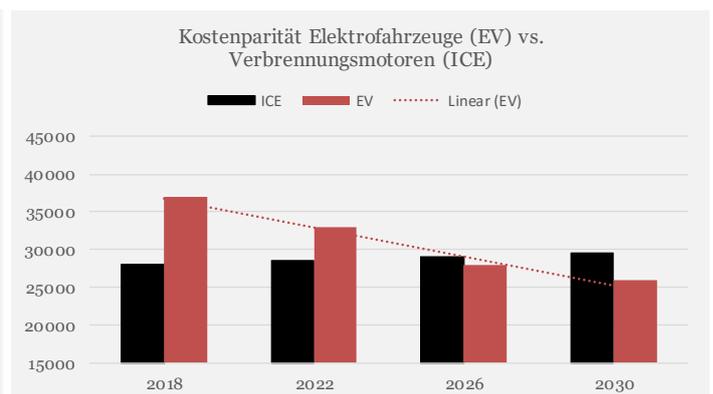
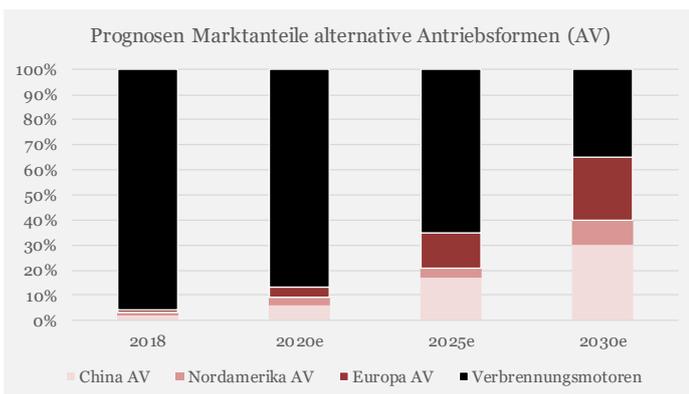


Quellen: Automotive News, Bloomberg, I-CV

- ✓ **Tail-Risiken:** Steigend für Rückruf- und Instandstellungsaktionen sowie damit verbundene Schadenersatzzahlungen und Bussen. Weitere Verunsicherung bezüglich neuer Manipulationsvorwürfe sowie Kartellabsprachen. Auch hier dürfte künftig mit höheren Kosten zu rechnen sein.
- ✓ **Abhängigkeit von China:** V.a. die deutschen Autobauer sind zunehmend vom chinesischen Markt abhängig (2017: 34% des Gesamtabsatzes; VW ~40%; BMW 25%, Daimler 24%). Eine Eintrübung der Konjunktur oder schärfere Regulation des Fahrzeugmarktes in China hätte weitläufige Konsequenzen.

### Megatrends als weitere Herausforderungen

- ✓ **Alternative Antriebe:** Der Markt für Elektroautos wächst zwar rasant, die Bedeutung ist aber im Vergleich zu den benzinbetriebenen Fahrzeugen weiterhin nur marginal (globaler Anteil aktuell <1%). Grund dafür ist der bisher fehlende Kundennutzen (hoher Preis, wenig Komfort bezüglich E-Tankstellen, fehlende Reichweite, ungenügende Batterietechnologie). Trotzdem dürfte die Elektrifizierung der Fahrzeuge der wichtigste Megatrend für die kommende Dekade sein. Prognosen bezüglich der Durchdringungsrate von elektrifizierten Fahrzeugen (Elektro- und Hybridantriebe) im Verhältnis zu den Gesamtverkäufen variieren massiv. Diese gehen für den chinesischen Markt von 15%-35% (aktuell 2.7%) bis in 10 Jahren aus, in Europa von 15%-25% (2017: 4.1%, wovon 1% rein elektrisch), während in den USA dieser Anteil aufgrund des regulatorischen Umfelds im Bereich von 5%-15% geschätzt wird (aktuell unter 1%). Die wichtigsten Treiber für die Nachfrage von Elektrofahrzeugen ist die Höhe an Subventionen (s. Beispiel Norwegen), die Reduktion der Batterie- und damit Gesamtkosten sowie ein besserer Kundennutzen. Wir glauben jedoch, dass mit der Elektrifizierung der Antriebe in den nächsten Jahren zusätzliche Investitionen auf die Industrie zukommen werden, welche die Profitabilität der Autobauer beeinträchtigen werden. Aktuell verfügen in Europa einzig Renault/Nissan und Toyota (Hybridantriebe) über eine gute EV-Palette, in den USA General Motors, während in China diverse heimische Autobauer die höchsten Marktanteile erzielen. Sämtliche Autobauer haben jedoch signifikante Investitionen für die Elektrifizierung ihrer Flotte angekündigt. Insbesondere der Marktführer Volkswagen dürfte mit seinem riesigen Investitionsprogramm (EUR 20 Mia. bis 2030) in diesem Bereich mittelfristig die Nase vorne haben.



Quellen: I-CV, Auswertung + Zusammenfassung div. Prognosen/Schätzungen

- ✓ **Autonomes Fahren:** Versicherungen, Regulatoren sowie Konsumenten werden entscheiden, welche Technologien sich hier wann durchsetzen werden. Die technischen und rechtlichen Hürden sind zahlreich und hoch – bis zur Vollautomatisierung dürften noch Jahrzehnte vergehen. Die teilweise hohen Investitionen der Autobauer in diesen Bereich und die Konkurrenz von Technologie-Firmen wie Google oder Apple lassen zum heutigen Zeitpunkt schwer abschätzen, ob diese Kosten monetarisiert werden können und welche Auswirkungen dies auf die Finanz- und Geschäftsprofile (Profitabilität, Reputation) der Firmen haben wird. Führend in der Entwicklung von autonomen Fahrzeugen ist die USA (u.a. General Motors, Google).

- ✓ **Konnektivität und Car-Sharing:** Die Entwicklung der Demografie und Urbanisation in den Industrie-Ländern fördert neue Mobilitätskonzepte wie Car-Sharing und Mobility Services. Digitalisierung und vermehrte Datennutzung hält auch im Automobilssektor Einzug und bringt neue Konkurrenz von ausserhalb der traditionellen Industrie.

### Kreditprofile: Aussichten

Die anhaltend hohen Investitionen in Kraftstoffeffizienz, einen breiteren Produktemix sowie disruptive Technologien aber auch Belastungen aus Strafzahlungen und Rückrufaktionen werden die Generierung von freien Cashflows und damit die finanzielle Flexibilität der Automobilhersteller limitieren. Damit dürfte eine Verschlechterung der Kreditkennzahlen einhergehen. Zudem kann sich eine Eskalation des Handelsstreites ebenfalls sehr negativ auf die Kostenbasis auswirken. Die Bonität der Automobilhersteller hat ihren Peak erreicht, die Industrie ist im Umbruch. Eine Weiterführung der bisher hohen Finanzdisziplin steht in Konflikt mit dem Druck zu massiven Investitionen in Zukunftstechnologien, bei welchen eine Monetarisierung aber noch unsicher ist. Wir erwarten daher eine graduelle Abschwächung der Finanzprofile über die nächsten zwei Jahre, was sich auch auf unsere Ratingeinstufungen auswirkt. Als fundamental stabil erachten wir Toyota und BMW während wir bei Daimler, Honda, Ford und Hyundai eine Abschwächung sehen. Verbesserungen erwarten wir bei Volkswagen, General Motors sowie Peugeot.

Ratingeinstufungen, Empfehlungen nach Währungen sowie detaillierte Factsheets pro Emittent sind für unsere Kunden auf dem I-CV Researchportal <https://research.i-cv.ch/research/neustes-research/> ersichtlich.

### 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 Veröffentlichen dieses Dokuments ist nicht gestattet.